

Horfur á jafnari hagvexti í heiminum á næstunni

Staða efnahagsmála í heiminum hefur tekið töluverðum umskiptum á sl. ári. Hagvöxtur er nú til muna jafnari en áður. Efnahagsbati í Evrópu, sem lengi mátti búa við dræman hagvöxt á meðan hagvöxtur í Bandaríkjunum var með mesta móti, er kominn vel á skrið og í ýmsum ríkjum Asíu, sem fjármála- og gjaldeyriskreppa skók á árunum 1997-1999, og víðar fer hagvöxtur ört vaxandi. Helsta undantekningin er framvinda efnahagsmála í Japan sem enn er tvísýn, þótt binda megir vonir við að nú hilli undir betri tíð eftir heilan áratug stöðnunar. Misjöfn efnahagsþróun austan Atlantshafs og vestan er helsta skýring þess að gengi evrunnar gagnvart Bandaríkjadal fór lækkandi frá stofnun myntbandalagsins þar til í maí sl. Nú bendir hins vegar margt til að þær aðstæður sem ollu þessari gengisþróun séu að breytast. Á heildina lítið virðast horfur í heimsbúskapnum nú hjartari en um nokkurra ára skeið og spáir OECD 3,7% hagvexti í aðildarlöndunum á yfirstandandi ári og 3,1% vexti á því næsta, sem er töluvert meiri hagvöxtur en undanfarin ár.²

Lækkun evrunnar er ekki merki um veikleika myntbandalagsins...

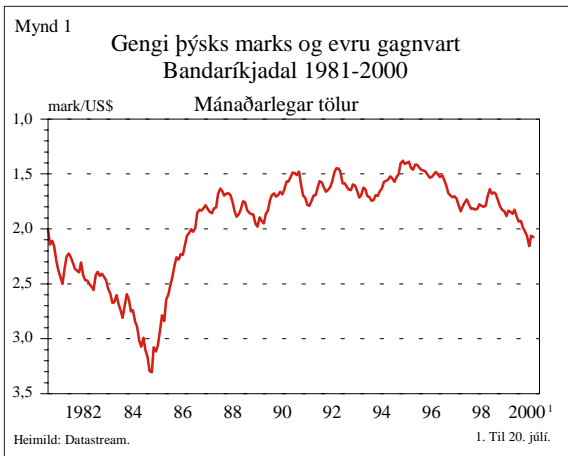
Rúmlega eitt og hálf ári er nú liðið frá stofnun Efnahags- og myntbandalags Evrópu (EMU). Fyrstu 16 mánuði tilveru hennar hneig gengi evrunnar jafnt og þétt og í maí sl. hafði gengi hennar lækkað um hartnær fjórðung gagnvart Bandaríkjadal. Síðan þá hefur evran rétt nokkuð úr kútnum. Lækkun evrunnar hefur orðið tilefni töluverðrar umræðu, þar sem því hefur verið slegið föstu að lækkun evrunnar sýni að hún sé veikur gjaldmiðill og að aðild að myntbandalaginu sé því lítt fýsilegur kostur. Jafnvel hefur verið gengið svo langt að segja lækkun evrunnar svik við þegna aðildarríkja sem hafi verið lofað sterkum gjaldmiðli. Þetta eru ótímabærar yfirlýsingar að ekki sé meira sagt, því að alltof skammur tími er liðinn til þess að réttlætlanlegt sé að kveða upp dóm um árangurinn. Til þess þarf mun lengri tíma. Að auki byggja slíkar yfir-

lýsingar á misskilningi á hugtakinu traustur eða sterkur gjaldmiðill. Að gjaldmiðill sé sterkur þýðir ekki að gengi hans fari ævinlega hækkandi gagnvart öðrum gjaldmiðlum, heldur að kaupmáttur hans innan myntsvæðisins sé tryggur. Seðlabanki Evrópu hefur lagt áherslu á að bankann verði einungis um „innri styrkleika“ evrunnar. Gengi evru gagnvart öðrum gjaldmiðlum skiptir bankann aðeins máli að því leyti sem það hefur áhrif á verðlagsþróun á evrusvæðinu. Vonbrigði margra með gengisþróun evrunnar má e.t.v. rekja til óraunhæfra væntinga áköfustu talsmanna myntbandalagsins á fjármálamörkuðum í upphafi, sem byggðar voru á samsvarandi misskilningi á því hvað sterkur gjaldmiðill felur í sér og sýna nokkurn skort á sögulegri yfirsýn.

Frá því í byrjun 8. áratugarins hefur gengi helstu gjaldmiðla heims verið ákvarðað á markaði, án verulegra beinna afskipta stjórnvalda. Þetta hefur haft í för með sér verulegar sveiflur í gengi þeirra, þvert á væntingar margra hagfræðinga þess tíma. Sveiflurnar hafa stundum verið öfgakenndar, t.d. hækkun Bandaríkjadals um miðjan 9. áratuginn eða japanska jensins um miðjan 10. áratuginn. Sé lækkun evrunnar frá stofnun EMU skoðuð í þessu samhengi er hún um-

1. Höfundur er deildarstjóri á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands. Grein þessi er að mestu byggð á upplýsingum sem tiltækar voru hinn 6. júlí en tillit hefur verið tekið til gengisþróunar til 20. júlí.

2. OECD Economic Outlook nr. 67, júní 2000. Sjá yfirlit efnahagsþróunar í heiminum í töflu 16 á bls. 67 í töfluviðauka.



talsverð en getur vart talist öfgakennd (sjá mynd 1). Þýska markið lækkaði t.d. mun meira gagnvart Bandaríkjadal á fyrri hluta níunda áratugarins. Þegar gengi marksins náði lágmarki árið 1985 kostaði Bandaríkjadalur u.þ.b. 3,3 mörk og hafði það fallið um 40% á fáum árum. Nú kostar Bandaríkjadalur u.þ.b. 2 mörk eða álíka mikið og um mitt ár 1989.

Það er m.ö.o. ekkert óvenjulegt eða óeðlilegt við gengisþróun evrunnar undangengið 1½ ár, nema ef vera skyldi athyglin sem hún hefur fengið, sem stafar af því að ýmsir virðast ranglega leggja skammtíma-gengisþróun evrunnar að jöfnu við styrkleika hennar til langs tíma. Þvert á móti hefur gengisþróun evrunnar verið með þeim hætti sem hæfir stöðu hagsveiflunnar á evrusvæðinu í heild. Tiltölulega lágt gengi evrunnar hefur örvað hagvöxt á evrusvæðinu, án þess að lækkun hennar frá stofnun EMU hafi kynt undir verðbólgu.

Sé árangur peningastefnu Seðlabanka Evrópu metinn í ljósi þess hvernig til hefur tekist við að halda verðlagi stöðugu á evrusvæðinu það sem af er verður að telja árangurinn góðan, þótt of snemmt sé að draga endanlega ályktun. Verðstöðugleiki hefur verið með ágætum til þessa og hefur verðbólga verið í sögulegu lágmarki, jafnvel þótt miðað sé við verðlagsþróun í þeim löndum myntbandalagsins sem af mestu höfðu að státa í þeim eignum. Verðbólga er reyndar töluvert meiri en í kjarnalöndunum í nokkrum jaðarlöndum myntbandalagsins, einkum Írlandi, eins og fjallað verður um síðar.

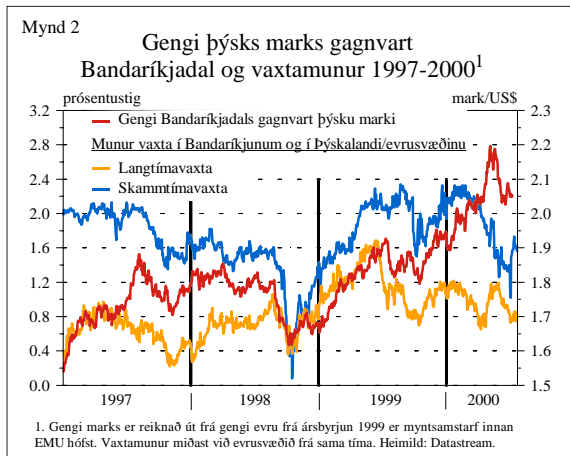
Auk þess sem verðlagsþróun hefur verið hagstæð hefur myntbandalagið staðist ýmsar aðrar prófraunir sem vert er að geta: myntbandalagið stóð t.d. áfalla-

lítið af sér afleiðingar alþjóðlegu fjármálakreppunnar sem hófst 1997 og skók stóran hluta heimsbyggðarinnar og hægði nokkru meira á hagvexti í sumum aðildarríkjum myntbandalagsins en öðrum. Opinber fjármál í aðildarríkjunum hafa styrkst áfram þrátt fyrir dræman hagvöxt á síðasta ári. Enn sem komið er bendir því ekkert til þess að myntbandalagið sundrist innan tíðar vegna þess að þróun opinberra fjármála fullnægi ekki skilyrðum hagvaxtar- og stöðugleikasáttmálans, eins og svartsýnismenn spáðu.

...en endurspeglar ósamstíga hagsveiflur í Bandaríkjunum og Evrópu

Þótt ýmsir hafi orðið fyrir vonbrigðum með ytri styrkleika evrunnar frá stofnun myntbandalagsins verður að telja það mikið lán að gengisþróunin varð ekki með þeim hætti sem sumir gerðu sér vonir um. Lágt gengi evrunnar hefur hentað efnahagsþróun á evrusvæðinu ágætlega. Hagvöxtur þar hefur verið mun minni en í Bandaríkjunum og verðbólga einnig heldur minni. Lágir vextir og lágt gengi evrunnar hafa örvað hagvöxt á evrusvæðinu og átt þátt í öflugum efnahagsbata sem hófst síðari hluta ársins 1999. Fyrir dræmum hagvexti á evrusvæðinu fram að þeim tíma kunna að vera ýmsar ástæður. Nokkur mikilvægustu lönd myntbandalagsins urðu fyrir töluvert meiri beinum efnahagslegum áhrifum af fjármálakreppunni sem reid yfir heimsbyggðina árið 1997 en Bandaríkin, á sama tíma og Bandaríkin tóku við meginhluta þess fjármagns sem „flúði“ Asíu, Rússland, Rómönsku Ameríku og fleiri svæði. Það kann einnig að hafa dregið úr hagvexti að í aðdraganda stofnunar myntbandalagsins þurftu mörg aðildarríki að herða verulega að í opinberum fjármálum.

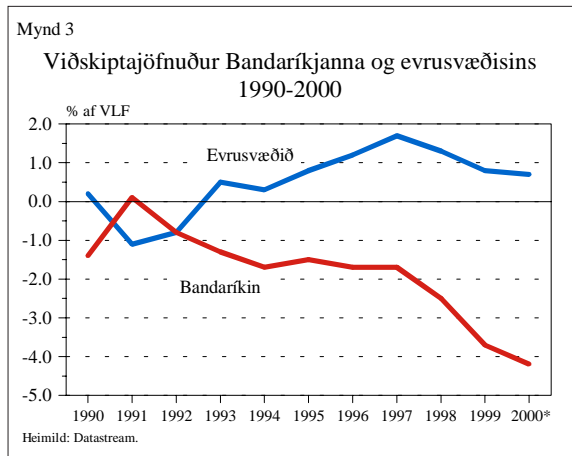
Seðlabanki Evrópu brást við dræmum hagvexti og verðstöðugleika á evrusvæðinu með því að slaka á peningalegu aðhaldi. Lágir vextir á evrusvæðinu hafa gert fjárfestingu í bandarískum verðbréfum og öðrum verðbréfum, sem bera hærri vexti, álitlegri kost. Ákvörðun gengis á markaði er flókið samspil undirliggjandi hagþróunar og væntinga markaðsaðila um framtíðarþróun sem ógerlegt hefur reynst að spá fyrir af nokkurri vissu. Vart verður þó fram hjá því horft, eins og sjá má á mynd 2, að vaxtamunur á milli Bandaríkjanna og Evrópu virðist hafa ráðið miklu um gengi evru gagnvart Bandaríkjadal frá stofnun (og raunar einnig fyrir stofnun myntbandalagsins).



Vaxtamunur á milli landa er þó engin allsherjarskýring sem á við í öllum tilvikum. Benda má á að þrátt fyrir mun lægri vexti í Japan hefur gengi japanska jensins haldist tiltölulega hátt gagnvart Bandaríkjadal. Samspil undirliggjandi efnahagsþróunar, svo sem hagvaxtar og viðskiptajafnaðar, sem er evrunni í hag, og þeirra þátta sem hafa áhrif á skammtímafjármagnsflæði er mun flóknara. Til dæmis skiptir verulegu máli hve lengi tiltekið ástand varir. Til þess að gefa mynd af þeim öflum sem togað hafa í evruna frá upphafi er rétt að hyggja að þróun þriggja innbyrðis tengdra þátta, sem hver með sínum hætti tengist hagvexti eða hagvaxtarhorfum:

1. Viðskiptajafnaðar og samkeppnisstöðu
2. Vaxtamunar og hreyfingar skammtímafjármagns
3. Hreyfingar langtímafjármagns, s.s. beinnar erlendrar fjárfestingar.

Viðskiptajöfnuður var evrunni mjög í hag á síðasta ári jafnframt því sem samkeppnisstaða evrusvæðisins, sem ætla má að hafi verið nokkuð góð fyrir, fór batnandi. Það er einkum tvennt sem ræður ytri jöfnuði þjóðarbúskapar: vöxtur eftirspurnar heima og erlendis og hlutfallsleg verð- eða kostnaðarþróun, þ.e.a.s. samkeppnisstaða. Hvort tveggja stuðlaði að vaxandi viðskiptahalla Bandaríkjanna og afgangi á evrusvæðinu. Viðskiptahalli Bandaríkjanna á síðasta ári nam 3,7% af vergri landsframleiðslu og OECD spáir að á árunum 2000 og 2001 muni hallinn nema 4,4% af landsframleiðslu. Hins vegar var afgangur á viðskiptajöfnuði evrusvæðisins sem nam 0,7% landsframleiðslu og gerir OECD ráð fyrir að



hann haldist óbreyttur á yfirstandandi ári og aukist á því næsta. Þessar aðstæður stuðla að styrkingu evrunnar og umfram allt veikingu Bandaríkjadals þegar til lengdar lætur. Áframhaldandi styrkleiki Bandaríkjadals er háður því að erlendir aðilar séu reiðubúnir að fjármagna viðskiptahallann í sama mæli og áður. Til þess að svo verði þurfa Bandaríkin að viðhalda jákvæðum vaxtamun gagnvart Evrópu og e.t.v. auknum vaxtamun til þess að hvetja fjárfesta til þess að festa vaxandi hlutfall eignasafns síns í bandarískum verðbréfum. Að því mun koma að fjármögnun viðskiptahallans verður tregari, en erfitt er að sjá fyrir hvenær. Sl. tvö ár og fyrri hluta yfirstandandi árs voru aðstæður mjög hagstæðar til þess að fjármagna viðskiptahalla Bandaríkjanna.

Skammtímafjarmagnsflæði á milli landa var sem fyrr segir mjög hagstæður Bandaríkjadal en andstæður evrunni. Þetta kemur fram í gögnum um greiðslujöfnuð evrusvæðisins. Nettóúttreymi verðbréfafjárfestingar á sl. ári nam 21,3 ma. evra og 181 ma. á fyrsta ársfjórðungi þessa árs. Úttreymi beinnar fjárfestingar virðist þó e.t.v. hafa átt meiri þátt í veikingu evrunnar á síðasta ári, en á yfirstandandi ári virðist sú þróun hafa snúist við.³ Í fyrra nam nettóúttreymi beinnar fjárfestingar 147,2 ma. evra, en á fyrsta fjórðungi ársins 2000 var jöfnuður beinnar fjárfestingar jákvæður um 207 ma. evra. Líklegt er að dræmur hagvöxtur í löndum myntbandalagsins hafi dregið

3. Ekki er þó hægt að fullyrða með vissu hve áhrifin á gengisþróun hafa verið mikil því að bein fjárfesting erlendis er oft fjármögnuð með endurfjárfestum hagnaði eða lántöku í viðkomandi landi.

úr áhuga erlendra fjárfesta á síðasta ári og að umskiptin sem vart hefur orðið við á þessu ári megi rekja til vaxandi hagvaxtar og betri horfa.

Mikill hagvöxtur í Bandaríkjunum hefur bæði beint og óbeint stuðlað að háu gengi dalsins. Eins og vikið verður að síðar má að verulegu leyti rekja hann til uppgangs í upplýsinga- og fjarskiptageiranum sem hefur að líkindum dregið til sín fjármagn frá Evrópu. Áhrifa upplýsingarbyltingarinnar gætir í mun minni mæli á öðrum svæðum. Kreppan í ýmsum nýmarkaðsríkjum undanfarin ár bætti um betur og ýtti enn frekar undir styrk Bandaríkjadals. Fjármagn sem flúði ótrausta markaði Asíu, Rússlands og Rómönsku Ameríku leitaði skjóls í öryggi og dýpt bandaríska fjármálamarkaðarins fremur en óreyndum evrumarkaði, sem að auki bauð lakari ávöxtun. Á síðustu misserum hefur traust á efnahagsmálum nýmarkaðsríkja aukist á ný, sem gæti er fram líða stundir valdið lækun Bandaríkjadals, er alþjóðlegir fjárfestar taka að draga úr vægi bandarískra verðbréfa í eignasöfnunum sínum. Hækkandi vextir í Bandaríkjunum hamlu þó á móti slíkri þróun í bili.

Í umræðunni um veikleika evrunnar á síðasta ári hefur þeirri skoðun nokkuð verið haldið á lofti að of hægfara úrbætur á sviði efnahagsmála á evrusvæðinu, einkum að því er áhrærir viðleitni til að auka sveigjanleika vinnumarkaðarins, eigi sök á lækun evrunnar. Það virðist þó veik röksemd. Í fyrsta lagi er lítill sveigjanleiki á vinnumarkaði evrusvæðisins ekki nýr af nálinni og nokkrar umbætur hafa þrátt fyrir allt átt sér stað eða eru í bígerð. Það er því erfitt að sjá hvað hefði átt að koma markaðsaðilum á óvart í þeim efnunum. Í öðru lagi hafa umbætur verið einna tregastar í kjarnalöndunum, sem síst eru líkleg til að gjalda fyrir ósveigjanlegan vinnumarkað. Ósveigjanlegur vinnumarkaður kom ekki í veg fyrir að þýska markaði væri talið sterkur gjaldmiðill á sínum tíma. Í þriðja lagi virðist samband efnahagsumbóta og gengis gjaldmiðla óljóst svo að ekki sé meira sagt. Nægir að benda á gengisþróun japanska jensins í því sambandi.

Umskipti í sumarbyrjun – hagvöxtur hægir á sér í Bandaríkjunum en styrkist í Evrópu

Gengi evrunnar gagnvart Bandaríkjadal náði lágmarki í maíbyrjun og hafði þá lækkað um tæpan fjórðung frá því að henni var hleypt af stokkunum. Síðan þá hefur gengi evrunnar hækkað töluvert, en

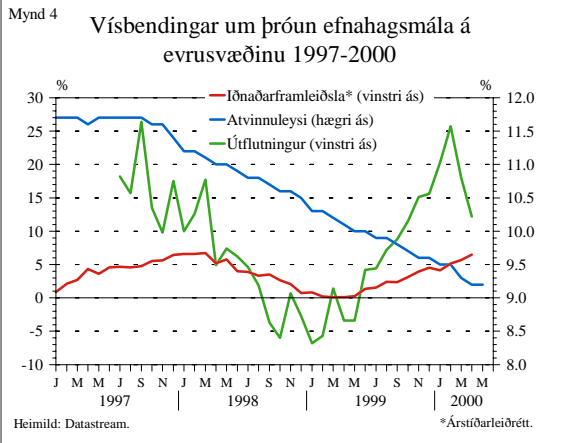
lækkaði síðan á ný í fyrri hluta júlímánaðar. Það er þó töluvert fyrir ofan lágmarkið um miðjan maí. Umskiptin sem urðu í gengisþróun evrunnar í sumar má rekja til vaxandi óvissu um framvindu efnahagsmála í Bandaríkjunum, fyrst í kjölfar upplýsinga um aukinn verðbólguþrýsting í Bandaríkjunum og síðan eftir að gögn bárust sem bentu til þess að farið væri að draga úr hagvexti. Á sama tíma bentu flestar efnahagsvísendingar frá evrusvæðinu til vaxandi hagvaxtar. Spár *Consensus Forecasts* um hagvöxt á evrusvæðinu hafa hækkað jafnt og þétt á þessu ári og skv. könnun sem gerð var í maí hljóðaði meðalspáin upp á 3,3% hagvöxt á árinu 2000 og 3,1% hagvöxt árið 2001.⁴ Í Bandaríkjunum er gert ráð fyrir að draga muni verulega úr hagvexti á næsta ári. Lengi hafa spámenn spáð hægari hagvexti í Bandaríkjunum, en ekki reynst sannspáir hingað til. Um ástæður þess verður nánar fjallað hér á eftir. Hin hliðin á vanspá hagvaxtar í Bandaríkjunum er að lengi hafa flestir aðilar sem gefa út spár um gengisþróun spáð gengishækkun evrunnar. Í maí sl. spáðu *Consensus Forecasts* genginu 1,049 á sama tíma árið 2001 og 1,108 í árslok 2002, sem er u.þ.b. fjórðungs hækkun frá genginu í maí, og síðan áframhaldandi styrkingu evrunnar til ársloka 2006. Í ljósi þess að *Consensus Forecasts* hafa ævinlega spáð styrkingu evrunnar er ástæða til að taka slíkar spár með nokkrum fyrirvara.⁵ Þó virðist ríkari ástæða nú en oft áður til að ætla að a.m.k. stefnan sé nú rétt.

Hagvöxtur í kjarnalöndum Evrópusambandsins er farinn að taka við sér en hætta á ofhitun í sumum jaðarlöndum

Staða efnahagsmála á evrusvæðinu við stofnun myntbandalagsins einkenndist af dræmum vexti í sumum svokölluðum kjarnalöndum myntbandalagsins á meðan hagvöxtur í ýmsum jaðarlöndum var mun meiri. Mjög hefur dregið úr bilinu á milli kjarna- og jaðarlöndum að undanfögnu. Lágir vextir og lágt gengi evrunnar hefur örvað hagvöxt í kjarnalöndunum. Hagvöxtur í Frakklandi tók nokkuð vel við sér þegar á síðasta ári og á þessu ári hefur verulegur efnahagsbati einnig mælst í Þýskalandi og á Ítalíu. Útflutningur evrusvæðisins tók að aukast

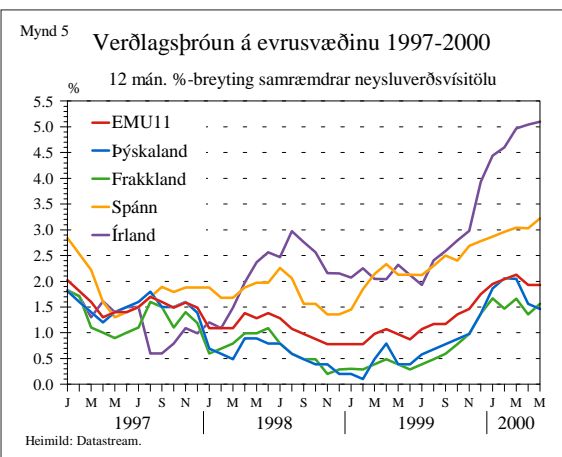
4. OECD spár u.þ.b. sama hagvexti.

5. Spáð var 5% hækkun evrunnar strax í ársbyrjun 1999.



verulega undir mitt sl. ár og verðmæti hans í evrum var á fyrri hluta yfirstandandi árs ríflega 20% meira en á sama tíma í fyrra, enda hefur gengi evrunnar verið mjög hagstætt fyrir útflutning. Innlend eftirspurn á svæðinu virðist þó einnig hafa tekið við sér ef marka má vöxt innflutnings, sem hefur aukist ívið meira að verðmæti. Þess ber þó að gæta að lækkingu á gengi evrunnar blæs út verðmæti utanríkisviðskipta í evrum mælt og verðhækkun olíu hefur haft veruleg áhrif á verðmæti innflutnings.

Verðlagsþróun á evrusvæðinu hefur verið hagstæð sl. ár, þótt hækkun olíuverðs hafi haft töluverð áhrif. Verðbólga mæld sem 12 mánaða hækkun hinnar samræmdu vísitölu neysluverðs fór niður fyrir 1% um mitt síðasta ár, en lítið eitt yfir 2%, hina opinberu viðmiðun Seðlabanka Evrópu, í mars sl.. Án orkuliða hefur verðbólgan hins vegar haldist mjög lág eða u.þ.b. 1%. Það verður því vart annað sagt en vel hafi



tekist til um varðveislu verðstöðugleika á evrusvæðinu, þótt ytri aðstæður hafi tímabundið leitt til lítið eitt meiri verðbólgu en verðbólgu markmið ECB segir til um.⁶

Reynsla Íra, Finna o.fl. jadarþjóða mun verða prófsteinn á aðlögunarhæfni einstakra landa

Frá sjónarhóli Íslendinga er áhugavert að fylgjast með þróun mála í þeim löndum sem segja má að séu á jafri Myntbandalagsins í efnahagslegu tilliti og bjuggu við mun meiri hagvöxt en svonefnd kjarnaríki við stofnun Myntbandalagsins. Einkum var staða Írlands og Finnlands áberandi frábrugðin kjarnaríkjunum, en svipaða sögu má segja um Spánn og Portúgal.⁷ Vegna mikils hagvaxtar bjuggu löndin við mun hærri skammtímavexti í aðdraganda stofnunar Myntbandalagsins og þurftu að lækka þá mjög ört við inngöngu í bandalagið, þótt flest efnahagsleg rök hafi hniðið að því að vexti héldust háir. Enn sem komið er virðist þetta þó hafa valdið minni röskun en ætla mátti.⁸ Verðbólga er töluvert meiri á Írlandi en í öðrum löndum Myntbandalagsins og fór yfir 5% á tímabilinu mars til maí. Verðbólga er einnig nokkru meiri á Spáni og í Portúgal. Í Finnlandi er verðbólga hins vegar heldur minni en að meðaltali í löndum myntbandalagsins, þrátt fyrir öflugan hagvöxt um nokkurra ára skeið. Atvinnuleysi þar er hins vegar enn mikið þótt það hafi lækkað verulega frá kreppuárunum í byrjun tíunda áratugarins.

Verðbólgan á Írlandi vekur óhjákvæmilega spurningar um hvort þar birtist sá vandi myntbandalagsins í hnotskurn sem orðið gæti því að fjörtjóni. Til þess að draga úr vexti innlestrar eftirspurnar hafa lönd sem eru í stöðu Írlands ekki önnur úrræði en aðhald í

- Verðbólgu markmið ECB er að halda verðbólgu innan við 2% til lengri tíma lítið. Að verðbólga fari tímabundið yfir markið er því ekki ósamrýmanlegt verðbólgu markmiðinu. Nokkur umræða hefur átt sér stað um hvort verðbólgu markmið bankans sé nægilega vel skilgreint. Ýmsir telja að rétt væri að taka upp skýra viðmiðun við einhvern mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu, til þess að koma í veg fyrir að tímabundnar sveiflur í ytri skilyrðum, t.d. orkuverði, hafi óeðlilega mikil áhrif á peningastefnuna.
- Staða Hollands er reyndar einnig mjög frábrugðin stöðu stóru nágrannaríkjanna. Þjóðarþúskapur Hollendinga er hins vegar mjög ná tengdur þeim, enda telst Holland í hópi kjarnaríkjanna.
- Ákófustu gagnrýnendur myntbandalagsins telja þó að þróunin á fyrsta ári þess gefi ærin tilefni til þess að hafa áhyggjur og sýni glögglega veikleika þess. Sjá t.d. Feldstein, Martin: The European Central Bank and the Euro: The First Year, *NBER Working Paper Series* nr. 7517, febrúar 2000.

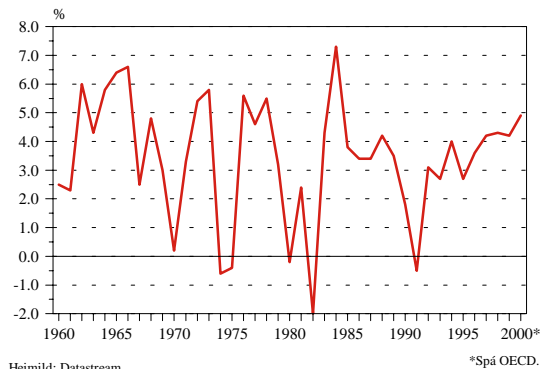
ríkisfjármálum, en hið opinbera er nú þegar rekið með álitlegum afgangi. Verðlagsþróun á Írlandi er vissulega áhyggjuefni og því ástæða til að skoða hana nokkru nánar. Í fyrsta lagi er vert að taka fram að aukin verðbólga á Írlandi sl. ár stafar að nokkru leyti af skattahækkun á tóbak og áfengi, sem leiddi til u.þ.b 1% meiri hækkunar vísitölunnar en ella. Í öðru lagi er ljóst að lækkun evrunnar hefur haft meiri áhrif á verðlag á Írlandi en annars staðar á evrusvæðinu, því að Bandaríkin og Bretland veða tiltölulega þyngra í utanríkisviðskiptum Íra. Þegar gengi evrunnar tekur að rétta úr kútnum ættu þessi áhrif að snúast við. Það er því sennilega minni hættu á að óstöðugleiki gengis grafi undan stöðugleika verðlags þegar til lengdar lætur en ef Írland hefði sjálfstæðan gjaldmiðil. Með tilkomu myntbandalagsins er viðskiptajöfnuður ekki sérstakt áhyggjuefni, þar sem hann mun ekki grafa undan gengisstöðugleika, auk þess sem afgangur er á viðskiptajöfnuði Írlands, þrátt fyrir gríðarlegan hagvöxt árum saman. Í þriðja lagi er vert að hafa í huga að verðlag á Írlandi er enn töluvert lægra en í kjarnalöndum myntbandalagsins. Undanfarinn áratug hefur hagvöxtur á Írlandi verið mun meiri en annars staðar á evrusvæðinu og eru horfur á að svo verði áfram. Nálgest lífskjör þar nú óðum lífskjör í kjarnaríkjunum. Vænta má samleitni verðlags eins og annarra hagstærða við slíkar aðstæður. Það er því tæpast stórfellt vandamál þótt verðbólga á Írlandi sé tímabundið nokkru meiri en í öðrum löndum myntbandalagsins. Eftir því sem verðlag hækkar mun draga úr því forskoti sem Írland hefur á önnur lönd myntbandalagsins, hagvöxtur hægja á sér og verðbólga leita í sama horf og í hinum evrulöndunum. Ekki er þó óhugsandi að verðlag hækki tímabundið meira en hollt er frá langtímasjónarmiði séð.

Hagvaxtarundrið í Bandaríkjunum – er það bóla?

Hagvaxtarskeiðið í Bandaríkjunum sem staðið hefur yfir í 112 mánuði og varir enn varð snemma á þessu ári hið lengsta frá því að sambærilegar mælingar hófust. Hefur lengd þess komið flestum í opna skjöldu. Áætlað er að hagvöxtur á síðasta ári hafi verið 4,2% og OECD spáir 4,5% hagvexti á árinu 2000. Hagvöxtur var með eindæmum mikill undir lok síðasta árs og í byrjun þessa árs, en nýlega hafa komið fram vísbendingar um að hagvöxtur sé farinn að hægja nokkuð á sér.⁹ Hagvöxtur undanfarinna ára

Mynd 6

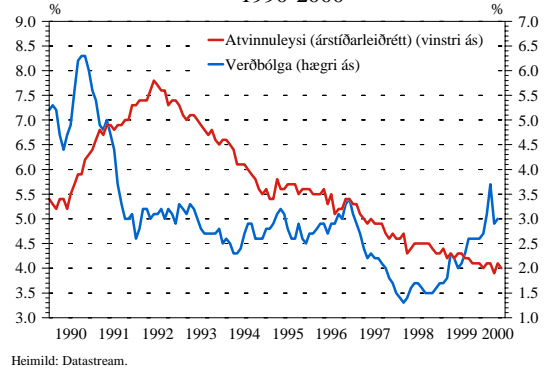
Hagvöxtur í Bandaríkjunum 1960-2000



hefur ekki leitt til aukinnar verðbólgu svo að heitið geti, að áhrifum hækkandi orkuverðs undanskildum, þrátt fyrir að atvinnuleysi hafi minnkað langt niður fyrir þau mörk sem áður voru talin samrýmast stöðugu verðlagi. Atvinnuleysi var í apríl sl. í 30 ára lágmarki eða 3,9%.

Mynd 7

Verðbólga og atvinnuleysi í Bandaríkjunum 1990-2000



Deilt er um ástæður hins langvinna og mikla hagvaxtar í Bandaríkjunum og gætir þar tveggja meginviðhorfa: Annars vegar eru uppi hugmyndir um að hagvaxtarskeiðið hafi dregist á langinn vegna þess að langtímahagvaxtargeta bandaríks þjóðarbúskapar hafi aukist. Hins vegar er því haldið fram að hagstæð ytri skilyrði hafi stuðlað að því að mikill hagvöxtur gat farið saman við litla verðbólgu. Sennilega hafa báðir aðilar eitthvað til síns máls.

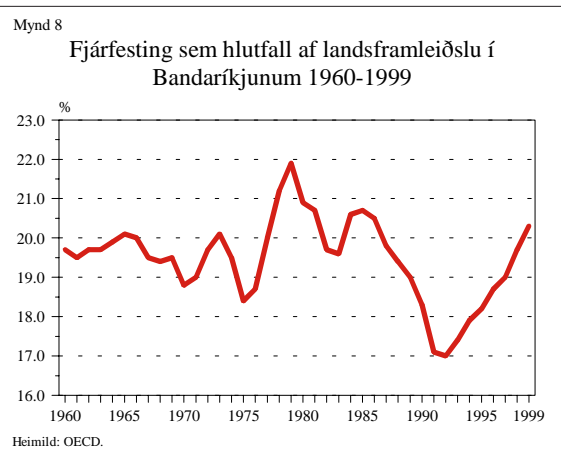
9. Hagvöxtur á síðasta fjórðungi ársins 1999 var t.d. hinn mesti í 15 ár og vöxtur einkaneyslu á fyrsta ársfjórðungi 2000 var hinn mesti í 17 ár.

Nýbúskapur (sem er þýðing á „new economy“) er nýyrði óljóstrar merkingar sem notað hefur verið til að lýsa hinu fyrrnefnda viðhorfi. Þessi nafngift er að því leyti óheppileg að hún gefur í skyn að grundvallarbreyting hafi orðið á lögmálum efnahagsframvinduunar án þess að fyrir því séu færð sterk rök. Áköfustu talsmenn nýbúskapar ganga jafnvel svo langt að halda því fram að tilvist hans feli í sér að hagsveiflur séu úr sögunni, en erfitt er að koma auga á rökin fyrir slíku. Hins vegar er ljóst að núverandi hagvaxtarskeið í Bandaríkjunum ber ýmis einkenni sem segja má að marki nokkur þáttaskil miðað við hagþróun á 8. og 9. áratugnum:¹⁰

- Fjárfesting fyrirtækja hefur aukist verulega. U.þ.b. fjórðung vaxtar landsframleiðslu á yfirstandandi hagvaxtarskeiði má rekja til fjármunamyndunar samanborið við 15% að meðaltali á fyrri hagvaxtarskeiðum síðari hluta 20. aldar. Mikill hluti þessarar fjárfestingar hefur verið í upplýsinga- og fjarskiptageiranum.
- Framleiðnivöxtur á 10. áratugnum var á bilinu 2-2½% á ári, samanborið við framleiðnivöxt á bilinu 1-1½% á tímabilinu 1973-1990. Síðustu þrjú árin hefur framleiðni aukist um u.þ.b. 2½% á ári, eða álíka mikið og að jafnaði á tímabilinu 1948-1973. Einnig er athyglisvert að framleiðnivöxtur skuli aukast þegar líða tekur á hagsveifluna, en venjulega dregur úr framleiðnivexti á síðari stigum hagvaxtarskeiðs. Mikill vöxtur framleiðni ásamt ytri aðstæðum hefur dregið mjög úr verðlagsáhrifum launabreytinga.

Mælingar á framleiðni eru ýmsum vandkvæðum bundnar, m.a. vegna þess að þótt framleiðni sé ætlað að mæla framboðshlið, þ.e.a.s. framleiðslugetu þjóðarbúskaparins hefur eftirspurn í reynd áhrif á niðurstöður mælinganna. Það er því hugsanlegt að mikill vöxtur framleiðni sé að einhverju leyti tölfræðileg blekking. Þó er vart hægt að afskrifa svo mikla framleiðniaukningu að öllu leyti með þeim rökum. Annað sem vert er að hafa í huga er að til þessa hefur bæði framleiðni og framleiðsla verið mjög samþjöppuð í upplýsinga- og fjarskiptageiran-

10. Ágætt yfirlit þess sem vitad er um nýbúskap er að finna í „Finns det en 'ny ekonomi' och kommer den till Europa?“, *Penning och valutapolitik* 1/2000, sem gefið er út af sænska seðlabankanum.



um. U.þ.b. þriðjung vaxtar landsframleiðslu á árunum 1995-1997 mátti rekja til upplýsinga- og fjarskiptageirans, þótt hann standi einungis á bak við 6% landsframleiðslunnar.¹¹ Framleiðniaukning í geiranum hefur verið afar mikil eða 42% á ári yfir tímabilið 1995-1999. Áhrif upplýsingarbyltingarinnar í öðrum geirum eru enn takmörkuð, en kunna að koma fram á næstu árum. Hve vöxtur framleiðni einskorðast við upplýsinga- og fjarskiptageirann skýrir að hluta hvers vegna áhrifa nýbúskapar gætir minna í öðrum löndum þar sem geirinn er ekki jafnöflugur.¹²

Að hluta til byggir mikill hagvöxtur í Bandaríkjunum að undanfögnu á veikum forsendum

Þótt það réttlæti vart notkun hugtaksins nýbúskapur, virðist eitthvað hafa gerst í bandarískum þjóðarbúskap á 10. áratugnum sem greinir núverandi hagvaxtarskeið frá hagvaxtarskeiðunum á undan. Það væru þó alvarleg mistök að draga þá ályktun að þetta langa og öfluga hagvaxtarskeið sé að öllu leyti afurð umskipta í tækniþróun. Að nokkru leyti má skrifa mikinn hagvöxt á reikning tímabundinna og ytri aðstæðna og ekki er loku fyrir það skotið að harkalegur afturkippur komi í hagvöxt á næstu árum. Mikill viðskiptahalli, sem á síðasta ári nam 3,7% af landsframleiðslu og mun á þessu og næsta ári nema

11. Að hluta til kann aukningin að stafa af breytingum í gerð þjóðhagsreikninga þar sem kaup á hugbúnaði flokkast nú sem fjárfesting en ekki rekstrarútgjöld, en það veldur því að fjárfesting og landsframleiðsla mælist meiri.

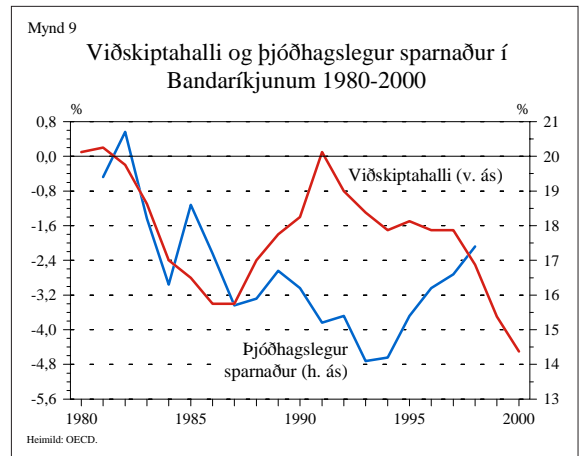
12. Ein helsta undantekningin er Finnland, en þar eru öflug fyrirtæki á fjarskiptasviðinu.

4,4% skv. spá OECD, er skýr vísbending um að góð-æri síðustu ára sé að hluta til fengið að láni. Hefur viðskiptahalli Bandaríkjanna ekki orðið jafnmikill frá stríðslokum. Jafnframt er viðskiptahallinn mikilvægur öryggisventill sem komið hefur í veg fyrir að eftirspurnaröfþensla leiddi til aukinnar verðbólgu. Halli á utanríkisviðskiptum olli því að hagvöxtur mældist rúmlega 1% minni á árunum 1998-1999 en ella og má telja næsta víst að ekki hefði verið hægt að fullnægja svo mikilli eftirspurn á innlendum markaði án umtalsverðra verðbólguáhrifa. Sparnaður hins opinbera hefur aukist en einkasparnaður dregist saman að sama skapi og þjóðhagslegur sparnaður haldist nálægt sögulegu lágmarki. Fjársparnaður heimilanna sem hlutfall af ráðstöfunartekjum hefur verið lítil sem enginn og með því allra lægsta sem gerist á meðal OECD-ríkja.¹³ Skuldir fyrirtækja sem hlutfall af landsframleiðslu hafa aukist verulega og eru nú hærri en þær hafa mælst áður.¹⁴

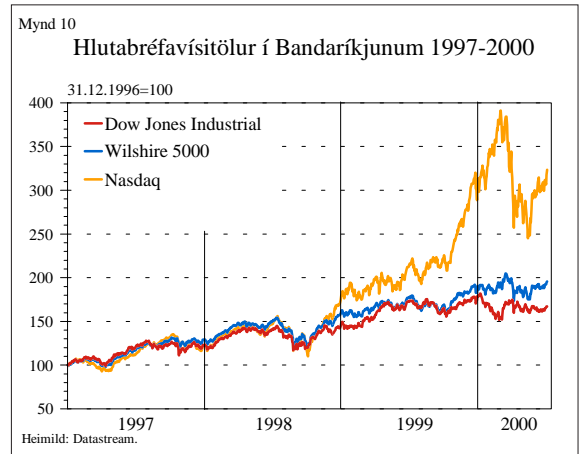
Öflug fjárfesting hefur átt ríkan þátt í að tryggja langlífi núverandi hagvaxtarskeiðs í Bandaríkjunum og valdið því að vöxtur framleiðni og framboðs hefur verið með eindæmum ör. Vöxtur einkaneyslu hefur þó einnig átt verulegan og vaxandi hlut að máli og nú er svo komið að vöxtur eftirspurnar slær vexti framboðs við. Einkaneysla óx um 5,3% á síðasta ári og vex vart miklu hægar á þessu ári, ef marka má fyrsta fjórðung ársins.. Einkaneysla jókst um 5,3% á síðasta ári og OECD spáir 4,8% vexti einkaneyslu á árinu 2000. Samsvörun er á milli aukinnar einkaneyslu og minni einkasparnaðar. Eins og á Íslandi er vöxtur einkaneyslu í Bandaríkjunum byggður á lántökum og endurspeglar ríkjandi bjartsýni um framtíðar tekjuhorfur. Atvinnuleysi hefur farið minnkandi, atvinna aukist og vinnustundum fjölgað. Að auki hækkaði eignaverð, einkum verð hlutabréfa, hröðum skrefum fram á yfirstandandi ár. Því má ætla að tölurverðra

13. Áætlað er að hlutfallið hafi numið 2,4% á síðasta ári og verði 1,4% á yfirstandandi ári skv. spá OECD. Sparnaður er álfka mikill í Kanada, Ástralíu, Nýja-Sjálandi og Svíþjóð, en þess ber að geta að nokkru getur munað á skilgreiningum milli landa.

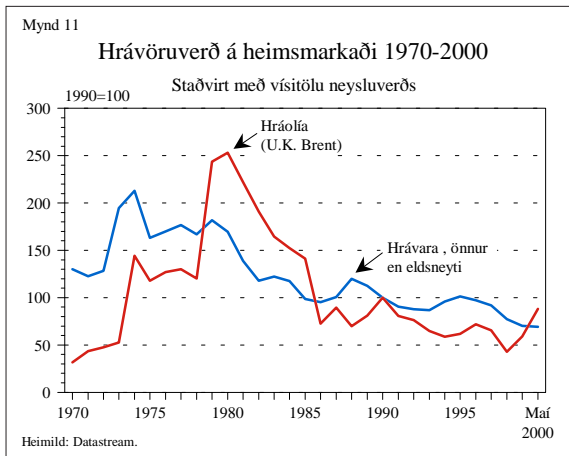
14. Skuldir annarra fyrirtækja en fjármálafyrirtækja námu á síðasta ári rúmlega 45% af landsframleiðslu og hlutfallið var mun hærri hjá smærri fyrirtækjum. Í hlutfalli við markaðsverðmæti fyrirtækja er skuldahlutfallið þó lágt í sögulegu samhengi. Sjá Carol Osler og Gijoon Hong: „Rapidly rising Corporate Debt: Are Firms Now Vulnerable to an Economic Slowdown?“ *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 6 # 7, Federal Reserve Bank of New York, júní 2000.



áhrifa auðsmyndunar á einkaneyslu hafi gætt á síðasta ári og allt fram á þetta ár, en í apríl tók að gæta vaxandi óróa á verðbréfamörkuðum og verð hlutabréfa hefur lækkað umtalsvert frá því að það reis hæst fyrir á árinu. Sveiflur verðbréfa í tæknigeiranum, sem endurspeglast í Nasdaq-vísitölunni, hafa verið sérlega miklar. Að hluta til má rekja þessa þróun til væntinga um áframhaldandi hækkun vaxta, sem þegar er farin að hafa áhrif í þeim geirum sem næmastir eru fyrir vaxtabreytingum. Einnig er ljóst að verð hlutabréfa var orðið mjög hátt í sögulegum samanburði.



Hvers vegna hinn óvenjuöri hagvöxtur í Bandaríkjunum hefur ekki haft meiri áhrif á verðlagsþróun en raun ber vitni hefur valdið nokkrum heilabrotum. Vilja sumir skrifa það að mestu á reikning nýbúskaparins og örrar framleiðniaukningar. Ýmsar aðrar að-



stæður hafa þó lengst af verið hagfelldar verðlagsþróun í Bandaríkjunum og víðar. Verð annarra hráefna en olíu hefur verið í langvarandi niðursveiflu allt frá 8. áratugnum og lækkaði umtalsvert á árunum 1995-1999. Það hefur þó hækkað nokkuð á ný síðustu mánuði. Verðþróun olíu var lengst af mjög hagstæð á síðustu árum, eða þar að til skyndileg hrina verðhækkunar hófst í mars á síðasta ári.

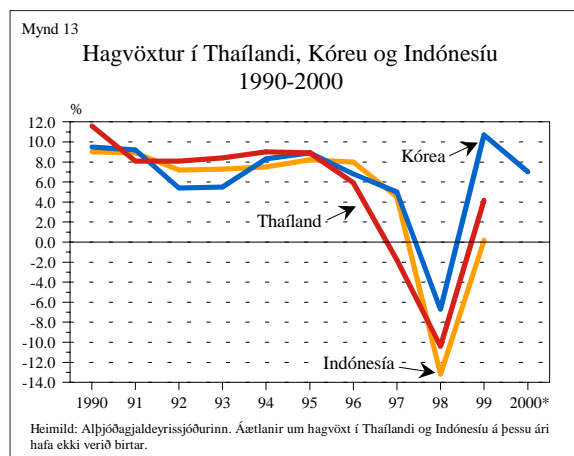
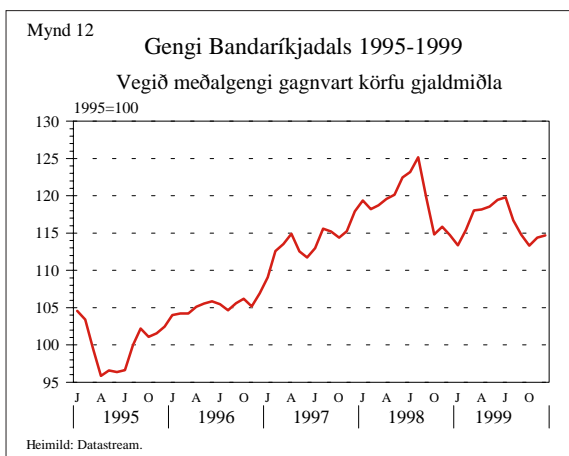
Kreppan í nýmarkaðsríkjum sem hófst í Asíu sumarið 1997 og hafði keðjuverkandi áhrif víða um heim árin á eftir átti ríkan þátt í að halda hráefnaverði niðri. Hún hafði að auki dempanði áhrif á verðlagsþróun í iðnríkjunum vegna aukinnar samkeppni frá iðnvarningi í kreppulöndunum, sem skyndilega bjuggu við mun sterkari samkeppnisstöðu vegna gengislækkunar gjaldmiðla þeirra og samdrátt á innlendum markaði. Í Bandaríkjunum og Evrópu var

brugðist við kreppunni með vaxtalækkun sem örvaði hagvöxt á sama tíma og fjármagnsflótti frá Asíu og víðar auðveldaði fjármögnun bandaríska viðskiptahallans og styrkti gengi dalsins, eins og fyrr er getið, sem jók enn frekar á verðhjðönunaráhrif kreppunnar.

Í sumar hafa komið fram vísbendingar um að þær sérstöku aðstæður séu á undanhaldi sem hafa gert hagvöxt umfram langtímahagvaxtargetu mögulegan án þess að verðbólga ykist. Efnahagsbati í Asíu, Evrópu og víðar og framleiðslutakmarkanir OPEC-ríkja hafa í sameiningu orsakað herra olíuverð en sést hefur um langt skeið. Annað hráefnaverð hefur einnig styrkst. Fjármögnun bandaríska viðskiptahallans er ekki lengur jafnauðveld og áður og veiktist gengi dalsins nokkuð á vormánuðum. Verðbólga hefur heldur aukist og vaxtahækkun bandaríska seðlabankans um miðjan maí sl., þegar hann hækkaði vexti um ½ prósentustig í 6½%, var hin sjötta á einu ári. Hlutabréfaverð hefur lækkað á árinu og veruleg óvissa er um framhaldið sem kann að boða meiri gætni í útgjöldum og fjárfestingu. Nokkur merki þess að efnahagslífið sé farið að hægja á sér hafa þegar birst. Vöxtur iðnaðarframleiðslu hefur hægt á sér, dregið hefur úr virkni á byggingarmarkaði, atvinnuleysi aukist nokkuð á ný og vísitala innkaupastjóra hefur lækkað, svo að nokkur dæmi séu nefnd.

Öflugur efnahagsbati í ýmsum nýmarkaðslöndum en óvissa ríkir enn í Japan

Ótvíræðar vísbendingar hafa komið fram um sterka uppsveiflu í löndunum í Suðaustur- og Austur-Asíu, sem gjaldeyris- og fjármálakreppa skók á síðustu ár-



um. Efnahagsbatinn í Kóreu hefur verið sérlega öfl-
ugur. Þar óx landsframleiðslan um 10,7% í fyrra eftir
6,7% samdrátt árið áður. Hins vegar virðist enn vera
langt í að efnahagsmál í Indónesíu komist í samt lag.

Í Kína, sem einnig varð fyrir barðinu á kreppunni
í nýmarkaðsríkjum þótt hagvöxtur héldist þar
umtalsverður, hefur hagvöxtur einnig aukist og heldur
dregið úr verðhjöðnun sem var u.þ.b. 3% á síðasta
ári. Brasilía neyddist til að fella gengi ríalsins
snemma á síðasta ári og bjuggust ýmsir við miklum
samdrætti í kjölfarið. Brasilía slapp þó að mestu við
samdrátt og hagvöxtur er nú á uppleið. Sömu sögu er
að segja um Argentínu, sem að ýmsu leyti varð fyrir
meiri skakkaföllum vegna gengisfalls ríalsins, og
Síle. Efnahagslegur og pólitískur óstöðugleiki hefur
hins vegar ríkt í norðanverðum Andesfjöllum, einkum
Venezuela, Kólombíu og Ekvador. Í Rússlandi
sjást merki aukins hagvaxtar, eftir mikinn samdrátt.

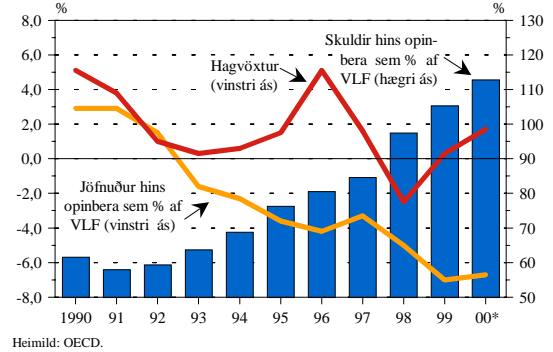
Í heild má því segja að víðast hvar í nýmarkaðs-
ríkjum sé efnahagsbati kominn af stað, þótt undir-
liggjandi vandi sé enn til staðar, t.d. í fjármálakerfi
Kóreu. Efnahagsbati í Japan hefur hins vegar lengi
látið á sér standa. Á fyrsta fjórðungi ársins 2000 jókst
hagvöxtur töluvert, en efasemda gætir um hversu
varanlegur sá bati sé. Í fyrra komu einnig fram vís-
bendingar um hagvöxt á fyrri hluta ársins, en sam-
dráttar varð á síðari helmingi þess. Jafnframt hefur
gætt nokkurra efasemda um áreiðanleika japanskra
haggagna. Seðlabanki Japans hefur haldið skamm-
tímavöxtum nálægt núlli um 1½ árs skeið og verður
vart meira að gert á þeim vettvangi.¹⁵ Þrátt fyrir það
er enn verðhjöðnun í Japan, eins og undanfarið ár, og
áframhaldandi lækkun fasteignaverðs stendur fjár-
festingu fyrir þrífum. Fjármunamyndun atvinnu-
fyrirtækja hefur þó aukist nokkuð á þessu ári eftir 2
ára samdrátt.

Hagstjórnarvandi Japana felst ekki síst í því að
þótt þörf sé fyrir örvun til skamms tíma litið, krefjast
ört vaxandi skuldir hins opinbera aukins aðhalds í
fjármálum ríkissjóðs til lengri tíma litið. Skuldir hins
opinbera námu 105,3% af vergri landsframleiðslu í
lok síðasta árs og hallinn á rekstri hins opinbera nam
7% af vergri landsframleiðslu. Ekki er gert ráð fyrir

15. Ýmsir, t.d. Paul Krugman, hafa þó lagt til að japanski seðlabankinn
vinni markvisst að því að skapa væntingar um verðbólgu með því að
kaupa mikið magn ríkisskuldabréfa og auka þannig peningamagn í
umferð.

Mynd 14

Hagvöxtur og tekjufjöfnuður og heildarskuldir hins opinbera í Japan 1990-2000



að verulega dragi úr hallarekstrinum á næstu árum og
því munu skuldir hins opinbera halda áfram að
aukast. Jafnvel þótt einkaneysla og fjárfesting taki
vel við sér á næstu árum mun þörfin fyrir aðhald í
fjármálum hins opinbera dempa hagvöxt á næstu
árum.

Samstíga hagsveifla í Bandaríkjunum og Evrópu auðveldar ekki endilega hagstjórn

Líkur eru á að dragi úr hagvexti í Bandaríkjunum á
næstunni á sama tíma og hagvöxtur eykst í Evrópu.
Vonir standa einnig til að hagvöxtur taki að glæðast í
Japan og efnahagsbati í nýmarkaðsríkjum er þegar
kominn á gott skrið. Því má gera ráð fyrir mun jafnari
hagvexti í heiminum á næstu misserum en á
síðastliðnum árum. Þetta getur dregið úr spennu í
gengismálum ýmissa ríkja sem hafa liðið fyrir sveiflur
í gengi Bandaríkjadals gagnvart evru. Þar með er
ekki sagt að hagstjórn verði auðveldari viðfangs á
næstu árum. Þótt hagvöxtur verði tímabundið jafnari
er ekki þar með sagt að hagsveiflurnar séu orðnar
samhæfðari. Þvert á móti er ekki ólíklegt að ósam-
hverfnin í efnahagsþróun stóru mynsvæðanna muni
snúast við á næstu árum og leiða til áframhaldandi
gengissveiflna á milli þeirra með tilheyrandi vanda
fyrir þjóðir sem á milli standa. Að auki er jafnari
hagvöxtur tvíbentur ávinningur fyrir Bandaríkin sem
standa andspænis því viðfangsefni að hægja á of-
þenslunni í bandarískum þjóðarbúskap. Þegar slaki í
erlendri eftirspurn er ekki lengur fyrir hendi er
brýnna en áður að draga nægilega úr innlendri eftir-
spurn til þess að koma í veg fyrir vaxandi verðbólgu.
Núverandi aðstæður kalla því hugsanlega á strangari

aðhaldsaðgerðir en ella sem geta valdið óstöðugleika á fjármálamörkuðum og hugsanlega leitt til afturkipps í bandarískum þjóðarbúskap. Ýmsir talsmenn bandaríska seðlabankans hafa lýst því yfir að þeir telji ekki nægilegt að draga úr hagvexti til samræmis við langtímahagvaxtargetu, heldur þurfi bandaríska þjóðarbúið að vaxa um skeið hægar en langtímahagvaxtargeta segir til um ef koma eigi í veg fyrir verðbólgu. Aukin hagvaxtargeta til langs tíma dregur ekki úr þörfinni fyrir auknið peningalegt aðhald, heldur kann hún þvert á móti að hækka þá raunvexti sem nauðsynlegir eru til að halda hagvexti hæfilegum og verðbólgu í horfinu.

Þótt hagvöxtur hafi aukist mjög í Evrópu að undanfögnu er nokkur aukaframleiðslugeta til staðar í helstu löndum evrusvæðisins. Ekki er heldur loku fyrir það skotið að Evrópa muni njóta ávaxta samsvarandi framleiðnibyltingar og Bandaríkin til þessa. Enn hafa þó ekki sést greinileg merki um áhrifamátt upplýsingabyltingarinnar í Evrópu, en það kann að breytast með vaxandi fjárfestingu og batnandi efnahagshorfum.

Auk heimilda sem þegar hefur verið getið í neðanmálgreinum var m.a. stuðst við Reuters, fréttatilkynningar Eurostat, Seðlabanka Evrópu o.fl. aðila, Standards and Poor's: U.S. Financial Notes, Weekly Market Analysis og upplýsingaveitur fjölda aðila á veraldarvefnum.