



16. mars 2005

Arnór Sighvatsson, aðalhafgræðingur:

Er Íslandsvélin að ofhitna?

Erindi flutt á morgunverðarfundi Verslunarráðs Íslands

Þróun íslenskra efnahagsmála gæti mörgum þótt öfundsverð. Hagvöxtur er með ágætum, fjárfesting í bullandi vexti, útflutningur þróttmikill, verð hlutabréfa hefur margfaldast á fáum árum, kaupmáttur launa hefur stóraukist, atvinnuleysi er lítið og fer minnkandi og verðbólgan – hún er þrátt fyrir allt hófleg þegar frá er talin hækkun húsnæðiskostnaðar, sem hvort heldur er eiginlega ekki að marka, af því fjármagnskostnaður hefur lækkað svo mikið að einstaklingar geta nú fjármagnað fimmtingi dýrara húsnæði en áður án þess að taka á sig meiri greiðslubyrði, auk þess sem tekjur þeirra hafa aukist. Sem tákni um þessa velmegun þjóðarinnar státar krónan af styrkleika sem vart á sér söguleg fordæmi. Atvinnulífið iðar af þrótti og sjálfsöryggi, fyrirtækin efna til víkingaferða á erlendri grundu, ekki með því að fara ránsendi um framandi lendur eins og forðum daga, heldur með því að taka upp tékkaheftið og kaupa nokkur velvalin fyrirtæki – og tékka-reikningarnir eru fullir af erlendu lánsfé – sem fæst gefins, eða því sem næst. Bankarnir taka fullan þátt í herlegheitunum og raka upp gróða sem aldrei fyrr, þrátt fyrir að þeir bjóði nú heimilum landsins lán á lægri vöxtum en áður hefur þekkt.

Þetta eru góðir tímar. Samt er það nú svo með okkur iðkendur hinna döpru vísinda, að fátt veldur okkur meiri angist og kvíða en langvarandi og óslitinn straumur góðra fréttu. Að okkur læðist nefnilega sá grunur að summan af miklum fjölda góðra fréttu sé slæm frétt – að allt sem sé of gott til að vera satt sé í raun ósatt og þegar upp er staðið slæmt.

Íslenska þjóðarskútan hefur siglt beggja skauta byr um nokkurt skeið og Íslandsvélin hefur snúist á fullu og aukið enn frekar á skriðið. Veröldin er fljótandi í fé sem er á lausu í leit að ávöxtun. Fjármagnseigendur hafa sætt sig við sífellt meiri áhættu í því skyni að bæta ávöxtunina. Þetta fjármagn streymir inn í íslenska þjóðarbúskapinn. Við þessar aðstæður er hafið eitt mesta framkvæmdaskeið í sögu þjóðarinnar. Stjórnvöld hafa bætt um betur og dregið úr hömlum á aðgengi almennings að lánsfé á sama tíma og fjármálakerfi landsmanna hefur verið gjörbylt og atvinnulífið endurskipulagt. Allt er þetta til bóta, hvert í sínu lagi, en kannski ekki allt í einu. Vandinn felst í því að innbyrða þetta allt í einu án þess ofbjóða Íslandsvélinni. Hvað gerist ef hið erlenda eldsneyti sem knýr vöxtinn hækkar í verði – ef erlendu

vextirnir hækka? Við höfum nokkur dæmi um hvað getur gerst – og sporin hræða.

Íslandvélin er orðin heit, a.m.k. sumir hlutar hennar. Ef svo væri ekki hefði Seðlabankinn tæpast hækkað vexti um 3½ prósentu á innan við ári. Merki ofpenslu má sjá víða í íslenskum þjóðarbúskap

- Í fyrsta lagi birtist ofpenslan í því að verðbólga hefur farið vaxandi um nokkurt skeið. Hún er að vísu ennþá bundin við vörur og þjónustu sem ekki búa við aðhald erlendrar samkeppni, en slíkt er vanalegt. Reynslan sýnir að slík verðbólga er leiðandi vísbending um almenna verðbólgu.
- Í öðru lagi birtist hún í hækkun fasteignaverðs. Aldrei hefur íbúðaverð hækkað jafnhvort á skömmum tíma og aldrei áður hefur það verið jafn hátt. Rétt er að kostnaður við að fjármagna íbúðakaup hefur lækkað og það er rétt að tekjur einstaklinga hafa aukist svo mikið að þeir hafa nú ráð á að kaupa dýrari íbúðir en áður. Einnig er sjálfsagt eitthvað til í því að borgar-búar meti nú nálægð við miðborgina hærra verði en áður, t.d. vegna þess að það kostar minna en áður að fjármagna álagið og vegna breyttrar fjölskyldugerðar. Það er einnig rétt að fjölmörg önnur lönd í heiminum eru að ganga í gegnum svipað skeið. Ekkert af þessu breytir þó því að vaxandi munur er á milli markaðsverðs húsnæðis og byggingarkostnaðar. Þessi munur felur í sér mikinn hvata til þess að byggja. Og það er mikið byggt, ekki nóg til að seðja eftirspurnina enn sem komið er, en að því mun koma og einn góðan rigningardag verður of mikið af húsnæði komið á markaðinn og verðið mun falla, að minnsta kosti að raungildi. Þá verður ekki lengur talað um 100% lán – heldur 90% eignir, 80% eignir, eftir verðmæti þeirra í hlutfalli við lánið sem á þeim hvílir. Verð íbúðarhúsnæðis er komið í hæðir sem ekki stenst til lengdar. Þar með er ekki sagt að það geti ekki hækkað ennþá meira, áður en það fellur.
- Í þriðja lagi birtist ofpenslan í viðskiptahalla sem þegar er orðinn álíka stór og hann hefur mestur orðið áður. Þó er ljóst að hann á eftir að aukast til muna vegna fjárfestingar á þessu ári, auk þess sem þáttatekjuhallinn er raunar óeðlilega líftill vegna þess hve erlendir vextir voru lágir á sl. ári. Mikill viðskiptahalli er frekar notalegt fyrirbæri meðan hann varir, en óþægilegt þegar hann minnkar, því það gerist jafnan annaðhvort með lækkun á gengi gjaldmiðils eða samdrætti innlendrar eftirspurnar, nema útflutningur vaxi þeim mun meira. Þegar viðskiptahalli hefur orðið þetta mikill áður í sögu þjóðarinnar hefur samdráttur eða umtalsverð gengislækkun ævinlega fylgt í kjölfarið. Það gerir stöðuna enn viðkvæmari að á sama tíma hefur fé streymt úr landi vegna kaupa innlendra aðila á erlendum verðbréfum og fyrirtækjum. Summan af þessu þrennu,

viðskiptahallanum, erlendri verðbréfafjárfestingu innlendra aðila og beinni erlendri fjárfestingu, hefur verið kallað grunnjöfnuður. Árið 2000, sem var mikið ofpensluár, nam grunnjöfnuðurinn fimmtungi af landsframleiðslu, eða u.þ.b. tvöföldum viðskiptahallanum, sem þá þótti einstakt og ekki líklegt til að endurtaka sig. Þjóðarbúskapurinn var því háður gríðarlegu lánsfjárinnstreymi sem krafðist verulegrar aðlögunar í þjóðarbúskapnum þegar það tók að dvína. Í fyrra nam grunnjöfnuðurinn u.þ.b. þriðjungum landsframleiðslunnar, og verður ef að líkum lætur enn stærri á þessu ári. Þetta fær auðvitað ekki staðist til lengdar.

- Í fjórða lagi birtist ofpensla í hröðum vexti útlána og peningamagns. Langvarandi útlánaþensla og peningavöxtur samtímis hækkandi eignaverði er ævinlega talið áhættumerki. Ekki þarf harðsvíraðan „monetarista“ til að telja langvarandi tveggja stafa vöxt peningamagns verulegt áhættumerki.
- Í fimmta lagi birtist ofpenslan í miklu lánsfjárinnstreymi. Þetta lánsfjárinnstreymi er ekki aðeins nauðsynlegt til þess að fjármagna mikinn viðskiptahalla og beina sem óbeina fjárfestingu, heldur stendur það einnig undir erlendum útlánavexti bankakerfisins. Hreint innstreymi lánsfjár nam, u.þ.b. 70% af landsframleiðslu á sl. ári. Á móti mikilli skuldasöfnum er vitaskuld einnig mikil eignamyndun, en ekki eins mikil. Skuldastað þjóðarbúsins hefur versnað stórlega, auk þess sem hraður vöxtur og snöggar breytingar í efnahagsreikningi þess fela ávallt í sér áhættu, þótt breytingarnar kunni að vera æskilegar í sjálfru sér.
- Að lokum birtist ofpenslan í hækkun raungengis, sem reyndar stafar að hluta af viðbrögðum Seðlabankans við henni. Raungengið er nú farið að nálgast fyrri söguleg hámarks og óhætt er að fullyrða að það fái ekki staðist til lengdar. Spurningin er hvenær, hve hratt og við hvaða skilyrði óhjákvæmileg aðlögun þess mun eigi sér stað.

Hvernig getur Seðlabankinn brugðist við þessu? Í lögum og í sameiginlegri yfirlýsingu Seðlabankans og ríkisstjórnarinnar í mars 2001 hefur bankanum verið sett eitt meginmarkmið, að halda verðbólgu sem næst 2½%. Til þess að ná því markmiði hefur bankinn í meginatriðum eitt tæki, stýrivexti bankans. Þessu tæki hefur Seðlabankinn beitt á undanförunum mánuðum og hefur það ýtt undir hækkun á gengi krónunnar þótt önnur öfl komi þar einnig við sögu. Hágengið kemur óneitanlega misjafnlega niður á einstökum geirum þjóðarbúskaðarinnar og áhrif á suma geira kunna að vera afar hörð og raunar óæskileg. Því er eðlilegt að spurt sé hvort þörf sé á þessu aðhaldi.

Því er til að svara að í sögulegu samhengi eru raunstýrivextir ekki sérstaklega háir, og því síður ef tekið er mið af þeim miklu umsvifum sem eru framundan og öðru sem ýtt hefur undir eftirspurn. Við þær aðstæður sem nú ríkja á erlendum mörkuðum verður hins vegar ekki hjá því komist að miðlun peningastefnunnar eigi sér að miklu leyti stað í gegnum gengið. Þetta er óæskilegt, en því miður óhjákvæmilegt. Minna aðhaldssöm peningastefna kann að leiða til lægra nafngengis um skamma hríð, en ekki endilega til lægra raungengis til lengdar. Lægri vextir hefðu að lokum í för með sér meiri verðbólgu og hækkun launa, sem sennilega myndi að endingu færa raungengi í svipað horf og yrði upp á teningnum ef aðhaldssamri peningastefnu væri fylgt. Meginmunurinn fælist í því að verðbólga væri mun meiri þegar kæmi að óhjákvæmilegri aðlögun gengis við framkvæmdalok. Til þess að kveða verðbólgu niður við þær aðstæður þyrfti enn hærri stýrivexti en þörf er á til þess að halda henni í skefjum nú. Yrði þjóðarbúskapurinn í þvífkri stöðu á næsta ári, þegar dregur að lokum stórframkvæmda og sennilegt er að dragi úr fjármagnsinnstreymi, gæti það sett Seðlabankann í afar erfiða stöðu. Hætta er á að mjög mikið aðhald í peningamálum þá gæti magnað samdrátt að framkvæmdum loknum, e.t.v. valdið hrúni eignaverðs og fjármálalegum óstöðugleika.

Af þessum ástæðum hefur Seðlabankinn talið mun ákjósanlegra að glíma við óhjákvæmileg – og vissulega óæskileg – hliðaráhrif aðhaldssamrar peningastefnu nú fremur en síðar. Raungengi krónunnar er vissulega orðið hærra en það hefur lengi verið. Ekki er útilokað að það hækki enn frekar. Sveiflur í raungengi krónunnar eru hins vegar ekkert meiri en gengur og gerist á öðrum gjaldmiðlasvæðum, en íslenskur þjóðarbúskapur er óhjákvæmilega næmari fyrir þeim en flest önnur lönd. Áhrif breytinga á stýrivöxtum kunna að taka allt að tveimur árum að koma fram. Seðlabankinn getur því ekki gert ráð fyrir að hafa mikil áhrif á næsta ári nema hann grípi tímanlega til aðgerða. Síðbúnar aðhaldsaðgerðir fela í sér meiri áhættu fyrir fjármálakerfið. Í því ljósi ber að skoða framkvæmd peningastefnu Seðlabankans um þessar mundir. Það þarf að hægja á Íslandsvélinni áður en hún hitnar enn meira.