

Ari Edwald, 29. ágúst 2001

Morgunfundur Verslunarráðs: Á að lækka vexti?

Góðir fundargestir,

Á að lækka vexti?

Þessari spurningu hafa Samtök atvinnulífsins svarað játandi undanfarna mánuði og ég mun hér reyna að tæpa á helstu áhersluatriðum samtakanna í því sambandi.

Af þeim umræðuefnum sem nefnd eru til sögunnar í auglýsingu kem ég þannig inná mat á þensluástandi, verðbólguhættu og áhrif hinna háu vaxta á atvinnulífið. Ég er því miður ekki í aðstöðu til að tjá mig um það hvort vaxtalækkun er væntanleg, en ég mun fjalla aðeins um stefnu eða rök Seðlabankans, fyrst og fremst út frá þeim þáttum sem stjórnendur bankans hafa helst nefnt sem hindrun í vegi vaxtalækkunar, þ.e. aðallega spenna á vinnumarkaði, mikill hagvöxtur á 1. ársfjórðungi þessa árs, og þróun útlána.

Ég vil líka taka það fram í upphafi að ég tel að vaxtaákvarðanir séu mjög flókið og vandasamt úrlausnarefni og að það geti verið auðveldara og fljótlegra að brjóta niður en byggja upp. Þess vegna er eðlilegt að menn reyni að veга og meta baksvið þessara ákvarðana frá öllum hliðum. Ágreiningur þarf í sjálfu sér ekki að vera svo mikill um öll atriði til þess að menn komist að gagnstæðum niðurstöðum um það hvort vexti eigi að lækka, eða ekki lækka, enda spurningin fremur hvenær heldur en hvort.

Hér er ekki rúm, og tæplega ástæða, til að rekja í löngu máli þróun og orsakir þeirrar ofþenslu sem við hefur verið að glíma síðustu misseri. Aukinn kaupmáttur, hratt vaxandi opinber útgjöld og mikil aukning útlána hafa ýtt undir eftirspurn og hagvöxt, sem hefur verið umfram jafnvægisvöxt og ójafnvægi hefur myndast. Eðlilegt var að Seðlabankinn brigðist við verðbólgumerkjum með hækkun vaxta. Betra hefði þó verið að ríki og sveitarfélög hefðu haft meira taumhald á útgjöldum og launabreytingar hefðu verið minni. Þannig að þunginn af baráttunni við verðbólguna hefði ekki þurft að hvíla á peningamálastjórninni í svo miklum mæli.

Að sjálfsögðu bera aðilar almenna vinnumarkaðarins mikla ábyrgð á þróuninni á vinnumarkaðnum, en við höfum þó nefnt til sögu annars vegar að þegar menn stóðu frammi fyrir samningagerð á almennum vinnumarkaði vorið 2000, var við erfiðan samanburð að glíma, sem voru miklar launabreytingar hjá hinu opinbera tvö árin á undan og svo hins vegar, að miklar launabreytingar á almennum vinnumarkaði skýrast ekki nema að nokkru leyti af umsömdum hækkunum í kjarasamningum. Þar kemur til viðbótar launaskrið, sem er ein af afleiðingum þess spennuástands sem verið hefur.

Að því er launaskrið varðar hefur Seðlabankinn sjálfur þó ekki verið áhrifalaus. Að mínu mati er ljóst að hækkun gengisins á síðasta ári og yfirlýsingar bankans þá um

áframhaldandi styrk krónunnar og þar með ódýrt erlent lánsfé, hafi ýtt undir fjárfestingu og eftirspurn og kynnt undir spennu á vinnumarkaði. Ein afleiðing þessa var enn meiri kaupmáttur gagnvart innfluttum vörum og aukinn viðskiptahalli, sem var þó fyrir eitt af höfuðvandamálum hagstjórnarinnar.

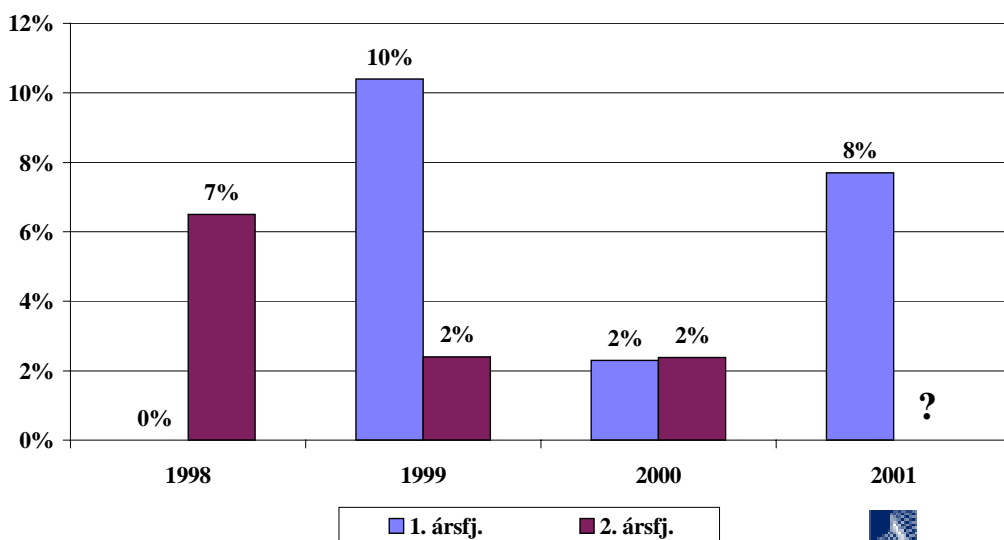
Sú staða sem við erum í eftir fall krónunnar er allt önnur en áður. Eins og margir hafa bent á hefur efnahagslífið skipt um farveg. Aukning er í útflutningi og fjárfestingu en samdráttur í einkaneyslu. Viðskiptahalli minnkar hraðar en spáð var. Hagvöxtur í ár og á næsta ári er undir því sem getur talist jafnvægishagvöxtur og verður líklega minni en spáð hefur verið. Framleiðsluspennan sem var er því ekki lengur fyrir hendi. Sú verðbólga sem mælst hefur uppá síðkastið vegna hækkunar innflutningsverðs út af gengisbreytingum er allt annars eðlis en sú eftirspurnarþensla sem við hefur verið að glíma. Raunar telja margir ástæðu til að óttast spennufall og vísa meðal annars til versnandi afkomu og vaxandi greiðsluferfiðleika fyrirtækja, sem líklegir eru til að hafa keðjuverkandi áhrif.

Við þessar aðstæður er einkennilegt að heyra menn vísa til þess í þessu samhengi að það verði við vaxtaákvörðanir fram í tímann að horfa til raunvaxtastigs miðað við 8% verðbólgu liðins tíma, sem mestan part hefur verið einskíptis breyting vegna gengislækkunar, en ekki viðvarandi hækkun verðlags. Verðbólga í ágúst og næstu mánuði verður ekkert nærri þessari tölu miðað við ársgrundvöll. Þessi framsetning getur því að mínu mati verið til þess fallin að kynda undir óraunhæfum væntingum um háa verðbólgu.

En lítum aðeins á þau atriði sem færð hafa verið fram gegn vaxtalækkun.

Fyrst mikill hagvöxtur á 1. ársfjórðungi:

Hagvöxtur á 1. og 2. ársfj. 1998-2001



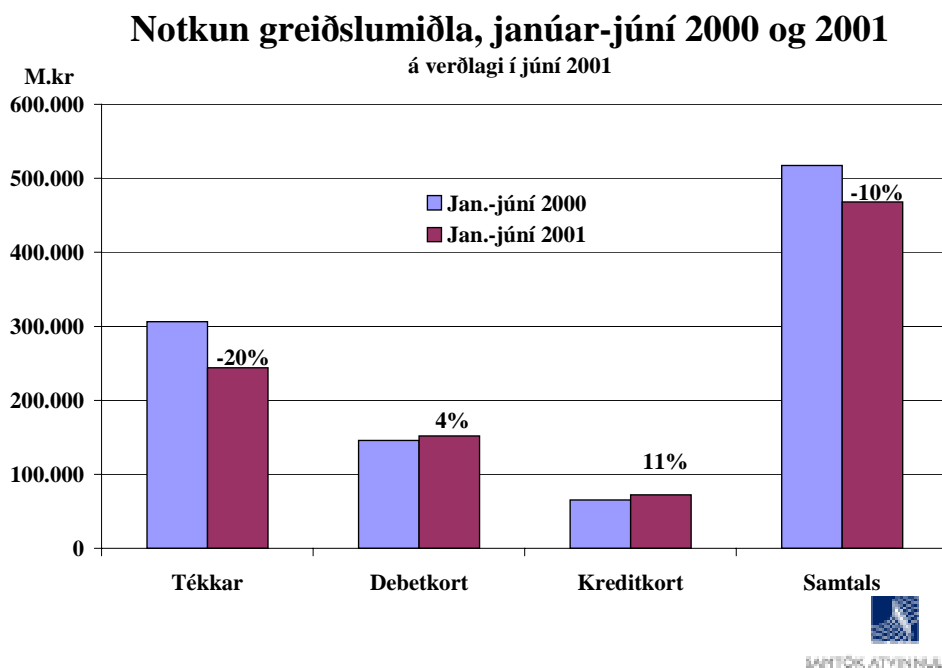
Ég held að þessi mynd yfir hagvöxt á 1. og 2. ársfjórðungi þriggja næstliðinna ára segi allt sem segja þarf um áreiðanleika þessara gagna, sem munu þó gegna mikilvægu hlutverki þegar þau hafa þróast frekar. Um þetta segir Þjóðhagsstofnun sjálf:

„Allar tölur um þjóðhagsstærðir eru háðar nokkurri óvissu og augljóslega eru tölur um nýliðna tíð óvissari en tölur um fyrri tímabil. Í þessu sambandi er [þó] rétt að vekja sérstaka athygli á því að mikið skortir á upplýsingar um birgðabreytingar hér á landi og veldur það nokkurri óvissu í útreikningi á þjóðhagsstærðum fyrir einstök ár. Þessi skortur er enn bagalegri í ársfjórðungstölum en árstölum meðal annars vegna árstíðabundinnar birgðasöfnunar í nokkrum atvinnugreinum. Líklegt má telja að hluti af þeim tilviljanakenndu sveiflum sem vart verður í árshlutatölum verði skýrður með skorti á birgðatölum.

..... Tilviljanakenndir þættir valda því [einnig] að breytingar í árstíðarleiddréttum tölum verða [einnig] nokkuð ójafnar og erfitt að greina leitni út frá þeim. Nokkur óvissa er einnig í útreikningum á árstíðarleiddréttum tölum þegar athuganir eru fáar eins og hér. Þar sem þessar tölur eru nú birtar í fyrsta sinn ber að líta á þær sem bráðabirgðatölur og þær kunna að taka breytingum eftir því sem vinnuaðferðir mótast frekar.“

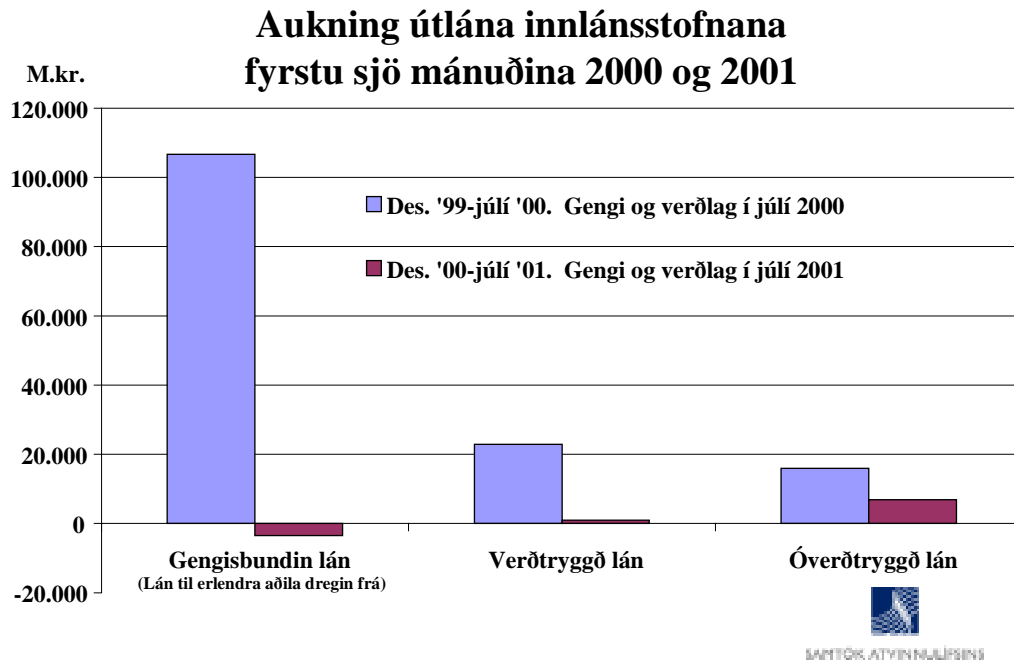
Það verður fróðlegt að sjá í september hvort hagvaxtartala 2. ársfjórðungs verður 1,6% eða 0, en það má spyrja sig hvort ekki sé hæpið að vísa til hinnar háu hagvaxtartölu 1. ársfjórðungs með þeim hætti sem gert hefur verið.

Notkun greiðslumiðla:



Það var sagt frá því í nýjum hagvísum í gær að kortavelta fyrstu sex mánuði ársins hefði aukist um 11% og ég sá t.d. í hálf fimm fréttum Búnaðarbankans að af þessum tölum væri ekki að merkja samdrátt í neyslu á fyrri árshelmingi 2001. Ég held nú að yfirlit yfir fleiri greiðslumiðla gefi réttari mynd, og samkvæmt þessu hefur veltan dregist saman um 10%. Ég hef ekki trú á að aukin notkun seðla og myntar komi þarna á móti.

Útlánaaukning.:

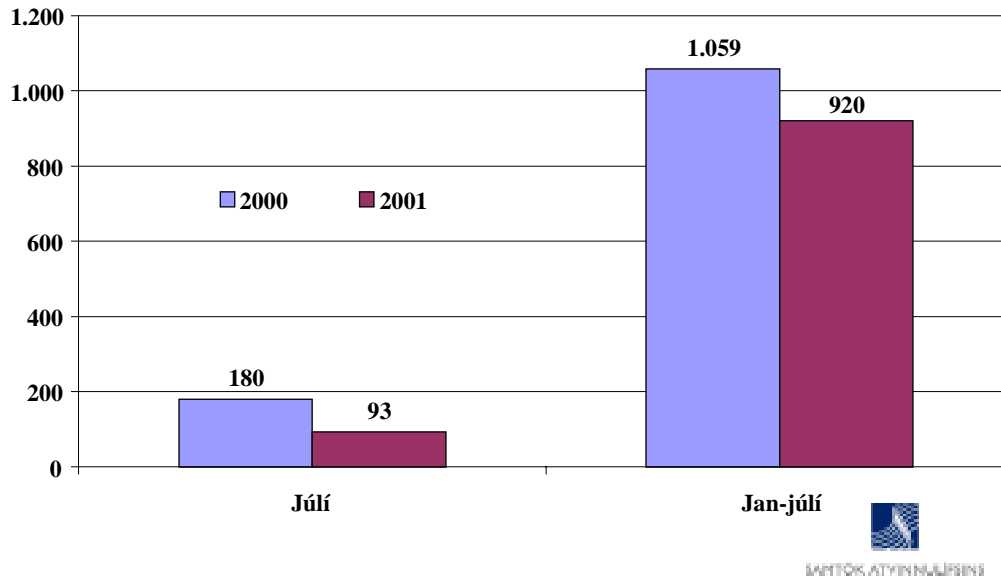


Samkvæmt tölum frá í gær drógust nafnútlán saman um 10 milljarða milli júní og júlí. Mér er ekki kunnugt um hvaða áhrif lán til erlendra aðila höfðu á þeim mánuði, en fyrstu 6 mánuðina höfum við dregið 28 milljarða frá aukningu gengisbundinna útlána vegna þessa. Þessi mynd og hækkað hlutfall erlendra lána í skuldum fyrirtækja sýna að mínu mati vel þau áhrif sem gengisstefnan hafði á síðasta ári á lántökur.

Ég vil svara því hér að í þeirri stöðu sem nú er uppi í íslensku efnahagslífi tel ég ekki hættu á að aukin eftirspurn eftir lánsfé vegna vaxtalækkunar sé líkleg til að auka verðbólgu. Ég tel að útlánaáhætta og kröfur banka í þeim efnum séu þar mjög takmarkandi þáttur, en Bjarni getur áreiðanlega gert því betri skil en ég.

Ný tímabundin atvinnuleyfi:

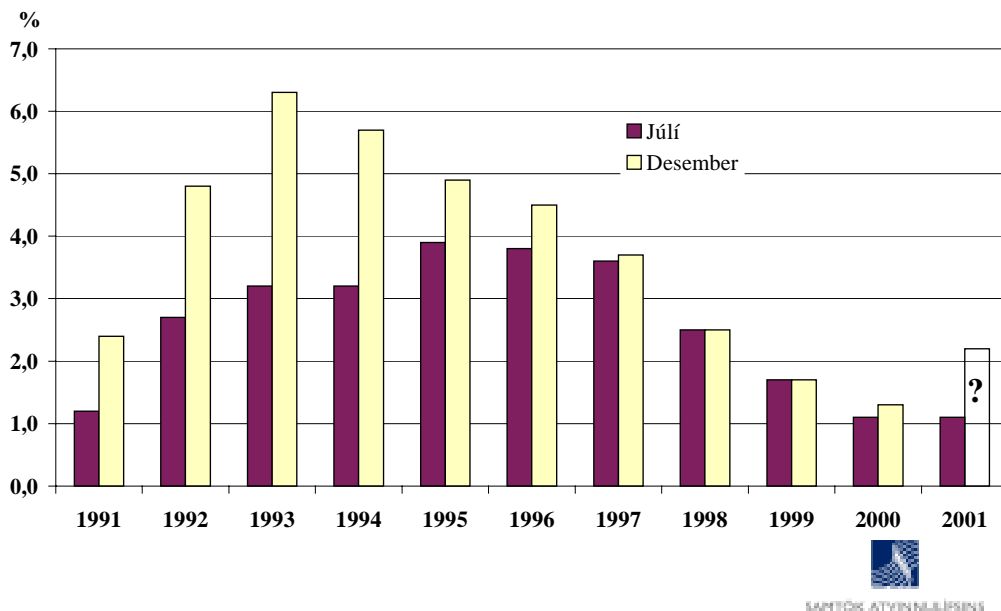
Ný tímabundin atvinnuleyfi



Myndin sýnir að hægt hefur á útgáfu nýrra tímabundinna atvinnuleyfa og að í júlí í ár voru þannig gefin út um helmingi færri slík leyfi en í fyrra.

Atvinnuleysi í júlí og desember 1991-2001:

Atvinnuleysi í júlí og desember 1991-2001



Þetta eru kannski mikilvægustu upplýsingarnar sem ég get reynt að bæta inn í þessa mynd sem við höfum. Ég dreg reyndar í efa að atvinnuleysisstölur gefi góða mynd af

sveiflum í vinnuafslnotkun. Árin 1998-2000 þegar vinnuafslnotkun jókst um á tólfta prósent skýrðust aðeins um 13% af því með hærra atvinnustigi. Aukin atvinnuþáttaka ungmenna var tvöfalt stærri þáttur, en sá sveiflukenndi liður kemur ekki fram í atvinnuleysismælingum, og lengri vinnutími skýrði álíka mikið og atvinnustigsbreytingin. Styttri vinnutími að meðaltali er talinn munu minnka vinnuafslsframboð um tæp 2% í ár.

Ef við lítum á þessi 10 ár hér þá tel ég að jafnvægisatvinnuleysi hafi færst niður, sem mæld tala getum við sagt, vegna þess að atvinnumiðlun er miklu virkari nú en var og menn komast miklu síður upp með að vera á bótum án þess að leita sér að atvinnu. Athuganir benda til þess að mælt atvinnuleysi nær 2% gæti verið samrýmanlegt lágu verðbólguþingi. Það virðist vera þannig á Íslandi að það geti flestir fengið vinnu í júlí. Hins vegar hefur mælt atvinnuleysi tilhneigingu til að vera verulega hærra í desember en í júlí. Í ljósi þess sem ég hef sagt um þróun framleiðsluspennu á þessu ári og fram á það næsta tel ég varlegt að spá því að mælt atvinnuleysi verði yfir 2% í desember. Eða hið hæsta síðan 1998. Ég tel með öðrum orðum ekki að það verði stærð sem sé líkleg til að ógna verðstöðugleika. Það má kannski minna á það að ákvarðanir stjórnenda um hagræðingaraðgerðir og uppsagnir, sem teknar eru í gær, koma einnig fram með nokkrum tímatöfum.

Ég tel mig þá hafa svarað því að ég tel þenslu ekki vera lengur til staðar á Íslandi og tel ekki að vaxtalækkun eins og sú sem SA hafa mælt með skapi hættu á verðbólgu.

Ég vil að lokum fjalla aðeins um spurninguna um hvort atvinnulífið þoli núverandi vaxtastig.

Í rauninni er því fljótsvarað að ekkert atvinnulíf getur til lengdar staðið undir þeim vöxtum sem nú eru á Íslandi, en ég ætla að reyna að vera ögn nákvæmari. Berum heildararðsemi í íslensku atvinnulífi saman við þá ávöxtunarkröfu sem um 20% útlánsvextir gefa til kynna. Tekjur deilt með heildarfjármagni. Skoðum hagnað fyrir fjármagnsliði hjá fyrirtækjum á VÞÍ, sem ekki eru í fjármálastarfsemi. Þar sem vaxtatekjur og verðbreytingafærsla koma ekki inn í þessar tekjur, er arðsemin sennilega nær raunávöxtun, nema eignum sem skila fjármagnstekjum, sé sleppt í nefnara. Heildararðsemi samkvæmt þessu er 13% 2001 og 11% árið 2000 ef veltufé er dregið frá eignunum í nefnara, en 8% og 7% ef það er ekki gert.

Þetta vaxtastig hlýtur því að fela í sér að það gengur á eigin fé fyrirtækjanna og maður spyr sig hver ætti að leggja fé í áhættusaman atvinnurekstur sem gefur vonir um ámóta arðsemi og áhættulaus ávöxtun á sparisjóðsbók? Þetta getur ekki gengið nema í skamman tíma af einhverjum sérstökum ástæðum.

Auðvitað samanstendur starfsumhverfi fyrirtækjanna af fleiri þáttum en vaxtakostnaði og um 60% lána fyrirtækja eru erlend lán. Innlendir vextir hafa þó mikil áhrif og eru mótandi um ávöxtunarkröfu á innlendum markaði. Þetta er loforð til sparifjáreigenda og þeir setja ekki peninga í atvinnulífið við þessar aðstæður. Eins

og þróunin á hlutabréfamarkaði ber með sér er verðmyndun á fyrirtækjum algerlega óraunhæf við þessar aðstæður.

Lækkun vaxta nú um t.d. 3 prósentustig mun ekki breyta því að hér hægir á í efnahagslífinu og viðsnúningur verður væntanlega ekki mjög snöggur. Það er afskaplega mikilvægt að auk vaxtalækkunar þá komi til önnur atriði nú á haustmánuðum sem bæta starfsskilyrði fyrirtækja sem hér eru staðsett. Þar eru mikilvægastar þær skattalækkunar á fyrirtæki sem Samtök atvinnulífsins hafa sett á oddinn. Minnum okkur alltaf á að við höfum opnað hagkerfið og keppum við önnur lönd um þau starfsskilyrði sem við bjóðum fyrirtækjum til að vaxa og bera arð.

Lækkun vaxta myndi hins vegar ein og sér gefa trúverðugri mynd af efnahagslífinu til lengri tíma.

Samtök atvinnulífsins styðja verðbólguþröngun og það markmið mun væntanlega áfram krefjast aðhaldsarráttar peningastefnu. Aðhaldssöm peningastefna þarf hins vegar ekki að fela í sér þrefalda vexti á við það sem gerist í nágrannalöndunum. Það þarf ekki vexti sem atvinnulífið getur ekki staðið undir til að tryggja það. Slíkt er hvorki trúverðugt fyrir innlenda eða erlenda fjárfesta.

Góðir fundarmenn,

Það hefur oft verið rætt um áhættuna af því að lækka vexti, það geti orðið til að hleypa verðbólgu og þenslu af stað á ný. Ég vil minna á að það er líka mikil áhætta af því að halda of háum vöxtum til streitu lengur en þörf er á. Það þurfti að hægja á í efnahagslífinu. En fáir vilja setta sig við þann félagslega kostnað sem hlýst af því að samdráttur verði meiri en þörf er á.

Mörg fyrirtæki sem höfðu lítið eigið fé og erlend lán standa tæpt eftir fall krónunnar. Það hefur líkur með sér að yngri fyrirtæki séu fjölmennari í þeim hópi. Alls kyns nýgræðingur á erfitt uppdráttar við þau skilyrði sem nú eru. Vaxtarsprotar atvinnulífs til framtíðar geta því farið verst út úr því að ýta undir of mikinn samdrátt. Það felur í sér tjón sem erfitt er að meta. Allt þetta tímafreka starf nýsköpunar- og fjárfestingarsjóða og margra ára þúð frumkvöðlasetra. Það má orða það þannig að töluverð hætta er á að barninu verði skolað út með baðvatninu. Óbreytt stefna grefur því undan tiltrú á íslenskt efnahagslíf til framtíðar og afleiðingin gæti í versta falli orðið frekara gengisfall og verðbólga.

Það er erfitt að hafa trú á framtíð efnahagslífs í landi þar sem slíkri stefnu er haldið óbreyttri þegar aðstæður krefjast þess ekki lengur. Sú ofpensla sem kallaði á vaxtahækkunir Seðlabankans á sínum tíma er ekki lengur fyrir hendi. Tími óbreyttrar vaxtastefnu er liðinn.