

## Myndun og hjöðnun viðskiptahalla árin 1998-2002<sup>2</sup>

*Í þessari grein er fjallað um myndun mikils viðskiptahalla á árunum 1998-2000 og hraða hjöðnun hans árin 2001 og 2002. Reynt er að grafast fyrir um eðli og orsakir hallans, lagt mat á sjálfbærni hans í ljósi ólíkra hagfræðilegra viðhorfa og fjallað um hvers vegna hallinn hjaðnaði örur en flesta óraði fyrir.*

### I Inngangur

Árin 1998-2001 einkenndust af ójafnvægi í íslenskum þjóðarbúskap. Ójafnvægið birtist ekki síst í miklum viðskiptahalla, sem nam tíunda hluta landsframleiðslunnar þegar hann náði hámarki árið 2000. Myndun hallans á árunum 1998-2000 olli verulegum áhyggjum. Margir óttuðust að eftirköstin gætu orðið harkalegur samdráttur og jafnvel fjármálakreppa. Það jók enn á áhyggjurnar að fjármögnun hallans átti sér stað með gríðarlegu innstreymi lánsfjár, sem á árinu 2000 nam því sem næst tvöföldum viðskiptahallanum, því að á sama tíma streymdi fé úr landi vegna umfangsmikilla kaupa innlendra aðila á er-

lendum verðbréfum og öðrum erlendum eignum. Áhyggjur manna reyndust ekki með öllu ástæðulausar. Meðal eftirkasta má telja u.þ.b. 30% lækkun á gengi krónunnar frá vormánuðum 2000 til nóvember 2001, aukna verðbólgu, sem varð mest 9,4% í ársbyrjun 2002, og samdrátt þjóðarútgjalda um líklega u.þ.b. 6-7% á árunum 2001-2002. Slíkar hamfarir myndu tæpast nokkurs staðar meðal þróaðra ríkja teljast „mjúk lending“, nema e.t.v. á Íslandi. Aðlögunin var þó að sumu leyti mýkri en gera mátti ráð fyrir, enda voru ytri skilyrði þjóðarbúskaparins afar hagstæð. Hjöðnun hallans gekk jafnframt hraðar fyrir sig en flesta hafði órað fyrir.

Hin hraða myndun og síðan hjöðnun viðskiptahallans er áhugaverð af ýmsum ástæðum, ekki síst í ljósi þess að eðli og afleiðingar viðskiptahalla hafa verið mjög til umræðu á alþjóðlegum vettvangi. Meðal hagfræðinga hafa verið uppi ólíkar skoðanir á þessu efni og hafa þær tekið töluverðum breytingum í árunna rás. Það sem eftir er greinarinnar skiptist í fimm hluta. Fyrst er fjallað um mismunandi viðhorf sem uppi hafa verið meðal hagfræðinga um eðli viðskiptahalla og nýlegar rannsóknir á afleiðingum hans. Næst er reynt að greina myndun viðskiptahallans á árunum 1998-2000. Þar er lagt mat á hvort hafi átt ríkari þátt í myndun hallans: fjárfesting eða einkaneysla, opinberi geirinn eða einkageirinn og loks breyting þjóðhagslegs sparnaðar eða fjármunamyndunar. Því næst er fjallað um hvaða öfl knúðu fram hjöðnun hallans árin 2001 og 2002, hvers vegna hún

1. Höfundur er deildarstjóri á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands og staðgengill aðalhogfræðings.
2. Frumdrög að hluta þessarar greinar urðu til sem þáttur í starfi samráðshóps hagfræðinga frá Fjármálaráðuneytinu, Seðlabankanum og Þjóðhagsstofnun á árinu 2001. Hugmyndin var að hópurinn sendi frá sér skýrslu um þann vanda sem steðjaði að þjóðarbúskapnum vegna viðskiptahallans. Áður en hópurinn lauk störfum var þjóðhagsstofnun lögð niður og þrjú af fimm nefndarmönnum skiptu um starfsvettvang. Á þeim tíma sem liðinn er frá því að hópurinn kom síðast saman hefur staða efnahagsmála gjörbreyst. Þar á meðal hefur viðskiptahallinn sem var tilefni starfs hans horfið. Greinin varð því óhjákvæmilega nokkuð öðruvísi en gert var ráð fyrir upphaflega. Hópurinn mynduðu auk höfundar Bolli Þór Bollason og Björn Rúnar Guðmundsson frá fjármálaráðuneytinu, Katrín Ólafsdóttir og Þórunn Friðjónsson frá Þjóðhagsstofnun og Már Guðmundsson frá Seðlabankanum. Höfundur þakkar þessu fólki góðar ábendingar, hugmyndir og aðstoð, en er einn ábyrgur fyrir öllum göllum sem eftir standa. Höfundur þakkar einnig Þóraní G. Péturssyni aðstoð og ritnefndarmönnum og fleirum ýmsar ábendingar.

varð jafn hröð og raun ber vitni og að sumu leyti áreynsluminni en efni stóðu til. Síðan er fjallað um lærdóma fyrir hagstjórn og loks nokkrar ályktanir dregnar.

## II Viðskiptahalli: sjúkdómseinkenni eða þroska-saga?

Í umfangsmikilli úttekt Sebastian Edwards (2001) á hagrænum áhrifum viðskiptahalla rekur höfundar breytingar á viðhorfum hagfræðinga til viðfangs-efnisins. Í grófum dráttum, segir Edwards, hefur afstaðan breyst úr „viðskiptahallinn skiptir máli“ í „viðskiptahallinn skiptir ekki máli svo lengi sem opinberi geirinn er í jafnvægi“, í „viðskiptahallinn skiptir máli“ enn á ný, en hið ríkjandi viðhorf um þessar mundir virðist vera „viðskiptahallinn kann að skipta máli“. Eftir miðbik síðustu aldar var hin svokallaða teygningin ráðandi (e. elasticity approach), þar sem athyglin beindist fyrst og fremst að sambandi hlutfallslegs verðlags og utanríkisviðskipta. Efnahagsstefnan sem af þessari nálgun leiddi var að beita gengisaðlögun til þess að jafna viðskiptahalla sem var orðinn óþægilega mikill.

Á áttunda áratugnum beindist athyglin í auknum mæli að „tímaháðum“ (e. inter-temporal) eiginleikum viðskiptahalla. Í skilningi þjóðhagsreikninga er viðskiptahallinn einfaldlega mismunur þjóðhagslegs sparnaðar og fjárfestingar. Þar sem bæði fjárfesting og sparnaður eru tímaháð fyrirbæri í eðli sínu, t.d. sparnaður með tilliti til lífsferils einstaklinga og fjárfesting með tilliti til væntrar ávöxtunar um langa framtíð, hlýtur viðskiptahallinn einnig að vera það. Sachs (1981) lagði þannig áherslu á að viðskiptahalli ætti ekki að vera áhyggjuefni að því marki sem hann endurspegladi ný fjárfestingartækifæri.<sup>3</sup> Samkvæmt þessari nálgun má einnig líta svo á að hagkvæmstu viðbrögð við ytri áföllum felist í því að leyfa viðskiptahalla að myndast óhindrað og ná þannig fram jafnari einkaneyslu. Sá galli er hins vegar á líkönun byggðum á þessari forsendu að niðurstöðurnar eru í engu samræmi við raunverulega þróun, þ.e.a.s. hlutföll skulda og viðskiptahalla sem myndast í líkönunum eru mun hærri en nokkurs staðar hefur komið fram.<sup>4</sup>

3. Í Obstfeld og Rogoff (1996) má finna yfirlit viðskiptajafnaðarlíkana af þessu tagi.

Áherslan á tímaháð eðli viðskiptahallans leiddi til efnahagsráðgjafar málsmetandi hagfræðinga í byrjun 9. áratugarins sem gerði lítið úr þeim vanda sem stafaði af miklum viðskiptahalla meðal margra þróunarrikja.<sup>5</sup> Blekið var vart þornað á þessum ráðleggingum þegar miklar kreppur dundu yfir mörg þessara landa. Annað afbrigði þess viðhorfs að viðskiptahallinn sé tímaháð fyrirbæri er kenningin um að viðskiptahalli sé meinlaus svo lengi sem jöfnuður ríki í fjármálum hins opinbera. Þessi kenning er oft nefnd *Lawson-kenningin*, í höfuðið á fjármálaráðherra Breta, Nigel Lawson.<sup>6</sup> Kenningin féll mjög í áltiti eftir að tímabili mikils viðskiptahalla Bretlands lauk með gengisfellingunni sterlingspundans og Bretar hrökkluðust úr gengissamstarfi Evrópuríkja (ERM) árið 1992. Af og til hefur sömu röksemdum þó skotið upp á yfirborðið síðar þegar lönd hafa staðið frammi fyrir miklum viðskiptahalla, t.d. í Mexíkó í aðdraganda kreppunnar um miðjan 10. áratuginn, í ýmsum löndum í Asíu í aðdraganda kreppu þar nokkrum árum síðar og á Íslandi í aðdraganda gjaldeyriskreppunnar, ef svo má kalla, árið 2001.<sup>7</sup>

Að líta á viðskiptahalla sem tímaháð fyrirbæri byggist að því er virðist á einföldum og augljósum sannindum. Það er því e.t.v. ekki að undra að Lawson kenningin komi upp á yfirborðið á ný þegar nokkur ár hafa liðið frá alvarlegri gjaldeyriskreppu, sem tengja má viðskiptahalla. Reynslan virðist þó sýna ótvírætt að þegar ytra jafnvægi í þjóðarþúskapnum er eingöngu skoðað í ljósi einfaldra líkana af tímaháðum ákvörðunum einkaaðila sé horft framhá mikilvægum orsakatengslum.

4. Sjá Obstfeld og Rogoff (1996) og Blanchard (1983).

5. Sachs (1981) gerði þannig lítið úr hættunni af miklum viðskiptahalla í Brasilíu og Mexíkó vegna þess að hann endurspegladi aukna fjárfestingu og hefði orðið til í samhengi vaxandi eða stöðugs þjóðhagslegs sparnaðar. Á sama hátt taldi Robischeck (1981), áhrifamikill embættismaður Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, ekki ástæðu til að hafa áhyggjur af viðskiptahalla Chile, sem nam 14% af landsframleiðslu. Stuttu síðar glímdi landið við meiri háttar gjaldeyris- og fjármálakreppu sem leiddi til 14% samdráttar landsframleiðslu.

6. Ýmsir málsmetandi hagfræðingar hafa tekið undir þetta sjónarmið einnig, t.d. Corden (1994), sem fullyrti að viðskiptahalli sem ætti sér rætur í breytingum á háttsemi einkaaðila, aukinni fjárfestingu eða minni sparnaði, ætti ekki að valda neinum áhyggjum.

7. Hvort kalla skuli sviptingarnar á íslenska gjaldeyrismarkaðnum árin 2000-2001 *gjaldeyriskreppu* er auðvitað álitamál og spurning um skilgreiningu. Allar slíkar skilgreiningar eru á vissan hátt geðþóttakenndar og gegna fyrst og fremst því hlutverki að greina tímabil mikilla sviptinga frá því sem kalla má kyrrlát tímabil (e. tranquil periods) í leit

Gjaldeyris- og bankakreppur á tveimur síðustu áratugum 20. aldar drógu athyglina að þætti viðskiptahalla í efnahagslegum kreppum sem riðu yfir fjölda landa, sem sum hver höfðu lengi verið talin fyrirmyndarríki að því áhrærir stjórn efnahagsmála. Hugtakið sjálfbær (e. sustainable) viðskiptahalli varð að mikilvægu fræðilegu og efnahagspólítísku viðfangsefni. Einnig var í auknum mæli farið að líta á viðskiptahalla sem vandamál af völdum fjármagnsinnstreymis.<sup>8</sup> Sérstaklega var á það bent í tilfalli Mexíkó að viðskiptahallinn væri að verulegu leyti fjármagnaður með innstreymi skammtíma fjármagns, einkum aukinni verðbréfafjárfestingu, og að þetta innstreymi gæti snúist við á skömmum tíma. Í Tailandi beindist athyglin að mikilli ásókn í erlend skammtímalán sem voru endurlánuð innanlands til lengri tíma, t.d. til fasteignaviðskipta. Af umfangsmikilli athugun sinni drógu Corsetti, Pesenti og Roubini (1998) þá ályktun að á heildina litið hafi þau lönd einkum orðið fyrir barðinu á gjaldeyriskreppu sem höfðu þrálátan viðskiptahalla allan 10. áratuginn. Þetta var þó ekki einhlítt. Það viðhorf virðist þó hafa orðið viðtekið í kjölfarið að viðskiptahalli umfram 5% af landsframleiðslu sé almennt séð vandamál, einkum ef hann er fjármagnaður með skammtímalánsfé.

Til þess að svara þeirri spurningu hve mikill viðskiptahalli geti talist sjálfbær hafa verið sett fram líkön þar sem sjálfbær viðskiptajöfnuður er skil-

manna að leiðandi vísbendingum. Á suma þeirra mælikvarða sem notaðir hafa verið flokkast sviptingarnar á íslenska gjaldeyrismarkaðnum sem gjaldeyriskreppa. Frankel og Rose (1996) miða t.d. við lækkingu nafngengis um a.m.k. 25% á einu ári eða 10% meiri gengislækkingu en árið áður. Það skiptir þó ekki megin máli heldur hitt að breytingar á bæði gengi og gjaldeyrisforða árin 2000 til 2001 skera sig greinlega frá sveiflum sem að jafnaði má gera ráð fyrir á íslenska gjaldeyrismarkaðnum. Þótt gengi krónunnar hafi verið sett á flot áður en til alvarlegs áhlaups á krónuna kæmi var gengið mjög nærri gjaldeyrisforðanum (nettó) til að koma í veg fyrir stórar gengissveiflur einnig eftir það. Kaminsky og Reinhart (1999) nota vísitölu sem er vegið meðaltal gengisbreytinga og gjaldeyrisforða. Þegar vísitalan vikur meira en 3 staðalfrávik frá meðaltali telst vera um kreppu að ræða. Á þennan mælikvarða lá nærri kreppu í mars 2001, þ.e.a.s. vísitalan fór nærri þröskuldinum en ekki yfir (mánaðarlokagögn). Eichengreen, Rose og Wyplosz (1996) skilgreina kreppu sem öfgagildi vísitölu (e. speculative pressure index) sem sýnir vegið meðaltal gengisbreytinga, gjaldeyrisforða og vaxtamunar gagnvart viðmiðunarlendi (Þýskalandi). Sachs, Tornell og Velasco (1996) nota vísitölu sem sýnir vegið meðaltal gengislækkunar gagnvart Bandaríkjadal og prósentubreytingar í forða til að mæla svokölluð „Tequila-áhrif“ í kjölfar gjaldeyriskreppunnar í Mexíkó.

8. Sjá t.d. Calvo o.fl. 1993; Edwards 1993.

greindur sem viðskiptajöfnuður sem samræmist greiðsluhæfi (e. solvency), sem aftur felur í sér að skuldir sem hlutfall landsframleiðslu þurfa að ná stöðugleika. Hve mikill halli getur verið sjálfbær í þessum skilningi er breytilegt eftir löndum og veltur meðal annars á þáttum sem hafa áhrif á eftirspurn eftir skuldabréfum viðkomandi lands og hagvöxt. Ades og Kaune (1997) gerðu tilraun til að leggja mat á sjálfbærni viðskiptahalla 25 landa.<sup>9</sup> Samkvæmt niðurstöðum þeirra liggur sjálfbær viðskiptahalli að jafnaði á bilinu 2%-4½% af landsframleiðslu. Slíkt mat er þó háð mikilli óvissu, meðal annars um langtíma hagvaxtarhorfur og eftirspurn eftir skuldum viðkomandi lands. Breytist eftirspurnin er að auki líklegt að hjöðnun eða umskipti í viðskiptajöfnuði til skamms tíma verði meiri en nauðsynlegt er til langs tíma, jafnvel þótt horft sé framhjá áhrifum umskipta í viðskiptajöfnuði á hagvöxt.

Athuganir á sambandi umskipta í viðskiptajöfnuði og hagvaxtar hafa ekki gefið einhlíta niðurstöðu. Veikt samband umskipta og hagvaxtar má þó sennilega rekja til þess að ekki hafi verið tekið tillit til óeinnna áhrifa umskipta í viðskiptajöfnuði á hagvöxt í gegnum fjárfestingu. Einhver umfangsmesta athugunin var gerð af Edwards (2000), sem kannaði tölfræðilega áhrif umskipta í viðskiptajöfnuði á hagvöxt og reyndi sérstaklega að greina tafir áhrif vegna minni fjárfestingar. Niðurstaðan var að umskipti í viðskiptajöfnuði, skilgreind sem hjöðnun viðskiptahalla um 3% á einu ári, hefðu að meðaltali í för með sér 1,8% samdrátt í fjármunamyndun einkageirans. Einnig var samband viðskiptahalla og fjármálakreppu skoðað og leiddi sú athugun í ljós að mikill viðskiptahalli eykur hættu á gjaldeyriskreppu.

Á heildina litið dregur Edwards (2000) niðurstöður sínar saman þannig að sterk rök séu fyrir því að mikill viðskiptahalli sé áhyggjuefni hagstjórnar. Það þýði þó vitaskuld ekki að mikill viðskiptahalli leiði ævinlega til kreppu, né heldur að kreppa geti ekki orðið nema mikill viðskiptahalli sé til staðar.

Í niðurlagi greinar sem höfundur ritaði um viðskiptahallann í *Peningamál* 2001/1 var dregin sú ályktun af fyrri hallaskeiðum héraendis og erlendis að eftirmál hallatímabilsins, sem þá hafði náð hámarki, kynnu að verða mun minni hagvöxtur en til þess tíma

9. Niðurstöður eru kynntar í Edwards (2000).

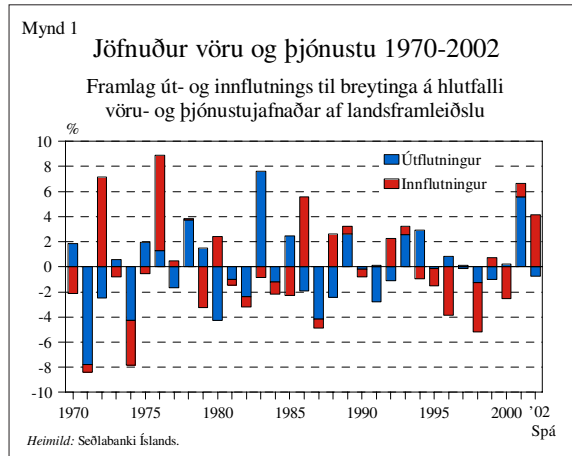
hafði verið spáð og hugsanlega samdráttur innlendrar eftirspurnar. Þetta hefur nú þegar gengið eftir. Hins vegar hefur fjármálakerfið, a.m.k. enn sem komið er, sloppið betur frá eftirköstunum en gera mátti ráð fyrir á grundvelli sögulegs samanburðar. Hraði umskiptanna í viðskiptajöfnuðinum varð meðal þess mesta sem gerst hefur meðal þróaðra ríkja. Í áratugi hefur það aðeins gerst tvisvar, gangi spár eftir, að viðskiptahalli hafi minnkað meira á tveimur árum en á Íslandi milli árunna 2000 og 2002. Um þetta verður fjallað nánar hér á eftir. Að Noregi og Íslandi undanskildum hafa svo hröð umskipti tengst alvarlegum gjaldeyris- og fjármálakreppum. Í tilfalli Íslands er að vissu leyti einnig hægt að tala um gjaldeyris-kreppu, eins og fram hefur komið, en fjármálakerfið hefur komist hjá alvarlegum áverkum til þessa. Samdráttur í einkaneyslu var mun meiri í tilfalli Kóreu og Mexíkó, en minni í tilfalli Noregs. Þessi tiltölulega hagfellda þróun gefur tilefni til að skoða nánar hvað hafi leitt til þess að eftirköstin urðu minni en í sumum löndum sem gengu í gegnum álíka mikil umskipti. Um þetta verður fjallað í þriðja kafla þessarar greinar, en í næsta kafla er rýnt í ástæður þess að mikill viðskiptahalli myndaðist á árunum 1998-2000.

### III Rætur viðskiptahallans árin 1998 - 2000

Ekki er einhlít skýring á uppruna viðskiptahallans. Efnahagsleg framvinna ræðst ævinlega af samspili margra þátta, sem geta togað hver í sína áttina eða flestir eða jafnvel allir í sömu átt. Hér á eftir er reynt að skýra aukningu hans á árunum 1997-2000 frá mismunandi sjónarhornum. Þau gefa ekki alltaf sömu niðurstöðu, en veita nokkra innsýn í þá efnahagsþróun sem leiddi til myndunar viðskiptahallans.

#### *Ástæðna hallans fremur að leita í auknum vexti innflutnings en hægun vexti útflutnings*

Viðskiptahalli getur myndast annaðhvort vegna þess að dregur úr útflutningi eða innflutningur eykst. Þegar viðskiptahallinn jókst verulega á fyrri hallaskeiðum hérlendis átti yfirleitt hvort tveggja hlut að máli. Samdráttur útflutnings var meginorsök hallamyndunar árin 1967-1968, 1972, 1975 og 1988. Nýliðið tímabil viðskiptahalla var einstakt að því leyti að hallann virðist að langmestu leyti mega rekja til skyndilegs vaxtar innflutnings, einkum árið 1998. Þetta má sjá glögglega á mynd 1. Þar eru breytingar



á hlutfalli jafnaðar vöru og þjónustu af landsframleiðslu brotnar niður á samsvarandi breytingar á hlutfalli innflutnings og útflutnings. Árin 1996, 1998 og 2000 jókst hallinn verulega, og öll árin mátti rekja það til þess að innflutningur jókst.

Árin 1996 til 2000 jókst innflutningur að jafnaði um tæp 12% á ári. Innflutningur neysluvöru jókst að meðaltali um 10% á ári, þar af innflutningur bifreiða um 17%. Til samanburðar má nefna að kaupmáttur ráðstöfunartekna jókst um 5% á ári á þessum tíma. Innflutningur fjárfestingarvöru jókst um 15½% á ári og innflutningur rekstrarvöru um 8½%, þar af innflutningur til stóriðju um ríflega 14%. Útflutningur vöru og þjónustu jókst að jafnaði um 4,3% á tímabilinu, eða u.þ.b. 1% umfram meðalvöxt undanfarinna þriggja áratuga. Vöxtur útflutnings árin 1996 til 2000 var því þökkalegur að meðaltali, þótt vöxturinn hafi verið dræmur áratugum saman miðað við vöxt heimsverslunarinnar.

#### *Viðskiptahallinn myndaðist að mestu leyti vegna vöruviðskipta, en hallinn á jöfnuði þáttatekna varð hinn mesti frá miðjum níunda áratugnum og hallinn á þjónustujöfnuði hinn mesti svo langt sem séð verður*

Viðskiptahallinn árin 1998-2000 myndaðist að mestu leyti vegna vöruviðskipta. Aukinn halli á jöfnuði þjónustu og þáttatekna átti þó einnig töluverðan hlut að máli. Sem hlutfall af landsframleiðslu hefur þjónustujöfnuðurinn reyndar aldrei orðið neikvæðari en árin 1999 og 2000, eða á bilinu 1-1½% af landsframleiðslu. Endurspeglar það þá þróun að hlutur þjónustu í þjóðarbúskapnum almennt hefur aukist, á

Tafla 1 Jöfnuður vöruskipta, þjónustu og þáttatekna

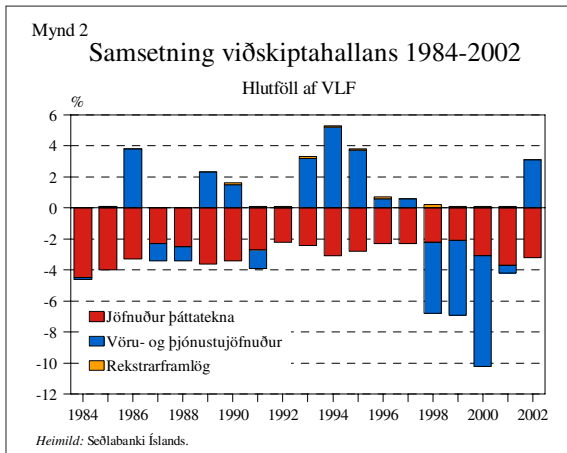
Ma.kr. á verði hvers árs	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	1.-3. ársfj. 2002
Vöruskiptajöfnuður.....	13.356	1.201	254	-25.019	-22.382	-37.480	-6.123	10.745
Þjónustujöfnuður.....	3.169	1.880	2.977	-822	-6.934	-9.525	2.275	2.739
Jöfnuður þáttatekna.....	-12.829	-11.317	-12.116	-12.647	-12.567	-19.353	-25.086	-12.540

sama tíma og þjónustutekjur af veru Bandaríkjahers hér á landi hafa minnkað.<sup>10</sup> Rétt er að hafa í huga að umtalsverð þjónustuviðskipti tengjast meiri háttar fjárfestingu og eru því töluvert sveiflukennd. Oft hefur þó uppsveifla í þjónustugjöldum haldist í hendur við uppsveiflu í þjónustutekjum, sem meðal annars má rekja til viðskipta erlendra verktaka við innlenda undirverktaka.

astir um þær mundir, þ.e.a.s. með því að stytta í líftíma útistandandi lána. Gagnstætt því sem búast hefði mátt við í ljósi vaxandi stofns skulda minnkaði því hallinn á jöfnuði þáttatekna í hlutfalli við landsframléiðslu í fyrra.<sup>11</sup>

*Aukin neysla skýrir tæplega helming aukins halla á vöruskipta- og þjónustujöfnuði árin 1998-2000*

Eins og getið var um að framan eru líkur á samdráttarskeiði í kjölfar mikils viðskiptahalla því minni sem stærrí hluti hans skýrist af fjármunamyndun en ekki ósjálfbærri uppsveiflu í neyslu. Ein leið til að bregða mælistiku á framlag fjárfestingar annars vegar og neyslu hins vegar er að skoða hvernig hlutfall þessara þátta í landsframléiðslunni hefur breyst í samanburði við jöfnuð vöru- og þjónustuviðskipta. Árið 1997 er ágætt að leggja til grundvallar, því að þá var þokkalegt jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Eftirspurn var nokkurn veginn í samræmi við framléiðslugetu, jöfnuður á viðskiptum með vöru og þjónustu (afgangur nam um 0,6% af vergri landsframléiðslu), en lítills háttar viðskiptahalli stafaði af neikvæðum jöfnuði þáttatekna. Þá var fjárfesting sem hlutfall af



Hallinn á jöfnuði þáttatekna, sem nam 3% og 3,7% af landsframléiðslu árin 2000 og 2001, hefur hins vegar stundum orðið meiri. Á tímabilunum 1982-1986 og 1989-1990 var jöfnuður þáttatekna óhagstæður um 3% af landsframléiðslu að meðaltali og um 4½% af landsframléiðslu þegar hann varð mestur árið 1984. Hrein erlend staða þjóðarbúsins var á þessum árum nokkru betri en á sl. ári. Þung vaxtabyrði þá skýrist því af hærri erlendum vöxtum. Á sl. ári nutu landsmenn hins vegar hagstæðra vaxta erlendis og virðast hafa brugðist hratt við aðstæðum að notfæra sér þá erlendu vexti sem voru hagstæð-

Tafla 2 Áætluð hlutdeild útgjaldaliða í vergri landsframléiðslu.

Prósent af vergri landsframléiðslu	1997	1998-2000	Breyting
Fjárfesting	20,2	23,5	3,3
Neysla	79,2	81,8	2,6
Einkaneysla	57,2	58,6	1,4
Samneysla	22,0	23,2	1,3
Alls	99,3	105,3	6,0

10. Tekjur af varnarliðinu námu u.þ.b. 8% útflytningstekna í byrjun 9. áratugarins, en 4½% árið 2000.

11. Hækkun gengis krónunnar um 3% á milli ára, að meðaltali, sem olli nokkurri lækkun á stofni erlendra skulda í krónum mælt, átti þar aðeins lítinn hlut að máli.

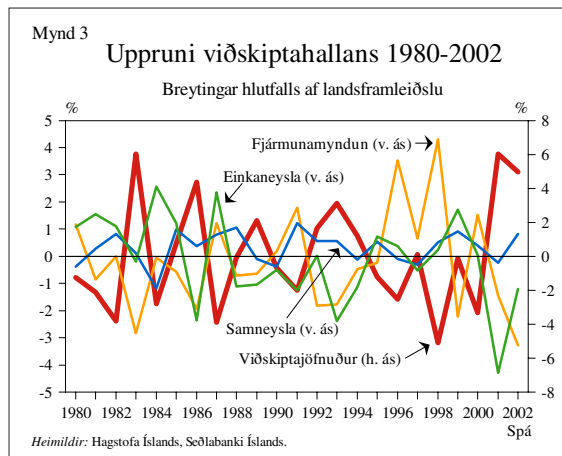


vergrí landsframleiðslu líklega ekki fjarri því sem nauðsynlegt er til að stuðla að viðunandi hagvexti til lengdar. Árið 1997 námu neysla og fjárfesting samtals rúmlega 99% af vergrí landsframleiðslu (VLF), en rúmlega 105% að meðaltali á árunum 1998-2000, þ.e.a.s. hlutdeild þjóðarútgjalda jókst 6% umfram landsframleiðslu. Er það u.þ.b. jafnmikil breyting og á hallanum á vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd.

Ef árið 1997 er lagt til grundvallar skýrir aukin fjárfesting ríflega helming hallans á viðskiptum með vöru- og þjónustu á árunum 1998-2000, en framlag aukinnar neyslu telst tæpur helmingur. Framlag einka- og samneyslu var álíka stórt. Ef hallaárin 1998-2000 eru borin saman við tímabilið 1992-1996, þegar jöfnuður ríkti að meðaltali í viðskiptum við útlönd, fæst hins vegar að aukin fjárfesting skýri hallann á vöru- og þjónustuviðskiptum að langmestu leyti. Niðurstöðurnar eru því augljóslega næmar fyrir vali á viðmiðunartíma og því ástæða til að draga ályktanir af varfærni. Þess ber hins vegar að geta að tímabilið 1992-96 hentar að mörgu leyti mun verr sem viðmiðunartímabil en árið 1997 vegna þess að þjóðarbúskapurinn var í óvenjumikilli lægð og fjárfesting afar lítil. Hvað sem því líður, ef athuginin er einskorðuð við það sem gerðist í þjóðarbúskapnum eftir árið 1997, er óhætt að slá því föstu að vöxtur einkaneyslu umfram landsframleiðslu átti þar umtalsverðan hlut að máli, sem bendir til þess að viðskiptahallinn hafi verið verulega áhættusamur.

### *Fjárfesting skýrði aukinn halla í byrjun uppsveiflunnar en aukin neysla í lok uppsveiflunnar*

Vert er að skoða aðeins nánar hvernig sveiflur í neyslu og fjárfestingu hafa lagt sinn skerf til viðskiptajafnaðar ár fyrir ár. Á mynd 3 er árlegum breytingum á hlutfalli viðskiptahallans af landsframleiðslu stillt upp andspænis samsvarandi breytingum á hlutfalli einkaneyslu, fjármunamyndunar og samneyslu. Á myndinni birtist glögg tveggja hvernig viðskiptahallinn jókst upphaflega samhliða uppsveiflu í fjármunamyndun árin 1996 og 1998. Árið 1999 var samdráttur í fjármunamyndun, en vöxtur einkaneyslu hélt uppi viðskiptahallanum og var stærsta ástæða aukins viðskiptahalla árið 2000.



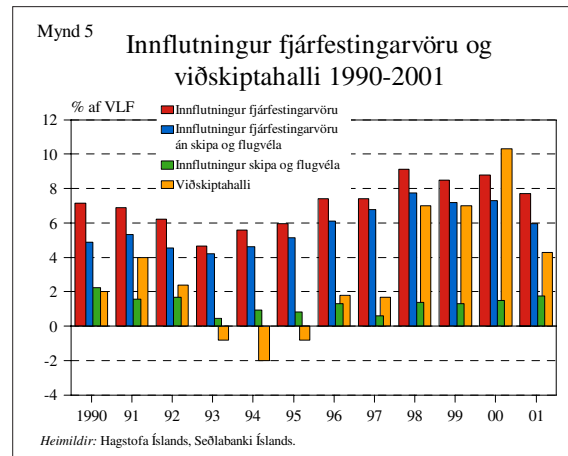
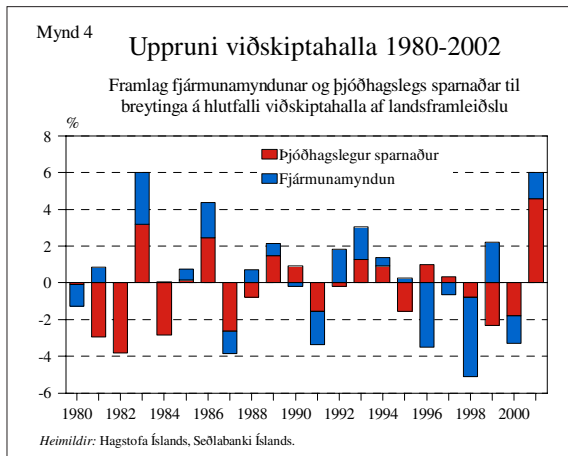
### *Aukinn viðskiptahalla árin 1998-2000 má að 3/5 hlutum rekja til lækkunar þjóðhagslegs sparnaðar*

Enn eitt sjónarhorn á myndun viðskiptahallans má fá með því að brjóta hann upp í framlag breytinga á þjóðhagslegum sparnaði og fjárfestingar, en þjóðhagslegur sparnaður er skilgreindur sem summan af fjárfestingu og viðskiptajöfnuði. Því stærra sem framlag minni þjóðhagslegs sparnaðar til myndunar viðskiptahallans er, því líklegra er að hann boði bakslag í hagvexti síðar meir. Árið 1998 nam þjóðhagslegur sparnaður 18½% landsframleiðslunnar, en hafði árið 2000 fallið niður í 13½%, eða um 5% af landsframleiðslu.<sup>12</sup> Hlutfallslega aukningu viðskiptahallans frá árinu 1997 til tímabilsins 1998-2000 má að tæplega 3/5 hlutum rekja til minni þjóðhagslegs sparnaðar, en að rúmlega 2/5 hlutum til aukinnar fjárfestingar og birgðaaukningar.<sup>13</sup> Hallamyndun á milli áruna 1995 og 1998 má hins vegar skýra að fullu með aukinni fjárfestingu.

Mynd 4 sýnir þátt breytinga á þjóðhagslegum sparnaði og fjárfestingu í breytingu viðskiptahallans ár frá ári sl. tvo áratugi. Á tímabilinu voru breytingar á þjóðhagslegum sparnaði yfirleitt ráðandi þáttur í myndun viðskiptahalla, en árin 1996 og 1998 skera sig nokkuð úr, því að þessi ár réð vöxtur fjárfestingar mestu um myndun hallans. Fara þarf allt aftur til ársins 1971 til að finna dæmi um að fjárfestingar-

12. Þess má geta að þjóðhagslegur sparnaður lækkaði ekki einungis sem hlutfall af landsframleiðslu. Á tímabilinu 1997 til 2000 minnkaði hann um 10 ma.kr. á verðlagi hvers árs.

13. Framlag minni þjóðhagslegs sparnaðar minnkar nokkuð ef miðað er við árið 1996.



uppsveifla hafi átt jafn ríkan þátt í myndun viðskiptahalla og árin 1996 og 1998.

Í báðum tilvikum jókst fjármunamyndun óvenju ört í kjölfar lægðar í fjárfestingu; árið 1971 í kjölfar samdráttar sem varð eftir að sildarstofninn hrundi og síðari árin í kjölfar langvarandi lægðar fyrri hluta sl. áratugar. Sá munur er hins vegar á fyrra tímabilinu og hinu síðara að þegar hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu reis hæst árið 1998 var það u.þ.b. jafnhátt og þegar það varð lægst í kjölfar hruns sildarstofnsins árið 1970. Þetta þýðir að ef jöfnuður hefði náðst í utanríkisviðskiptum eingöngu vegna minni fjárfestingar hefði hlutfall hennar af landsframleiðslu fallið í sögulegt lágmark.

*Viðskiptahallinn árið 2000 var meiri en sem nam öllum innflutningi fjárfestingarvöru*

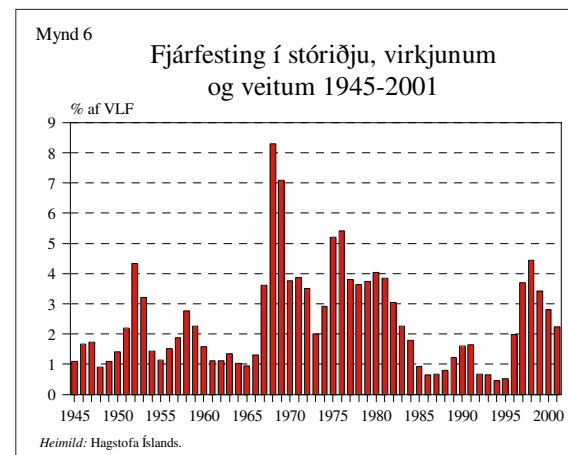
Ef viðskiptahalli myndast að meginhluta vegna uppsveiflu í fjárfestingu má gera sér vonir um að hann gangi til baka þegar dregur úr innflutningi fjárfestingarvöru til fyrra horfs. Til þess að meta í hve ríku mæli þess var kostur má bera saman innflutning fjárfestingarvöru og viðskiptahallann. Eins og mynd 5 ber með sér sker árið 2000 sig úr. Á því tímabili sem sambærilegar upplýsingar um innflutning fjárfestingarvöru ná til hefur það ekki gerst fyrr að viðskiptahallinn hafi verið meiri en sem nam öllum innflutningi fjárfestingarvöru.

Árið 2000 hefði staðið eftir halli sem nam 1,7% af landsframleiðslu jafnvel þótt innflutningur fjárfestingarvöru hefði stöðvast með öllu, en 6,3% ef innflutningur fjárfestingarvöru hefði verið eins og hann var minnstur árið 1993. Þetta undirstrikar að

líkur „mjúkrar lendingar“ viðskiptahallans árið 2000 voru ekki miklar.

*Uppbygging stóriðju hefur haft umtalsverð áhrif en minni en stundum áður*

Upphaf fjárfestingaruppsveiflu síðustu ára var að nokkru leyti bygging nýrra stóriðjuvera, stækkun þeirra sem fyrir voru og virkjanir sem því fylgdu. Slíkar framkvæmdir eru mjög fjármagnsfrekar, krefjast mikils innflutnings fjárfestingarvöru á meðan á þeim stendur og hafa umtalsverð áhrif á eftirspurn. Því er forvitnilegt að skoða hve stór hlutur stóriðju og virkjanaframkvæmda er í innflutningi fjárfestingarvöru. Erfitt er að nálgast bein gögn um innflutning sem þessum framkvæmdum fylgir, þar sem hann er að miklu leyti á vegum undirverktaka. Hins vegar má meta umfang hans lauslega með því að gera ráð fyrir



að innflutningur fjárfestingarvöru nemi að jafnaði u.þ.b. 40-50% af fjárfestingunni. Miðað við þessar forsendur hefur innflutningur fjárfestingarvöru vegna stóriðjuframkvæmda, virkjana og veitna líklega numið u.þ.b. 2% af landsframleiðslunni 1998 en 1% á árinu 2000. Þetta eru umtalsverð áhrif, en til muna minni en stundum áður þegar slíkar framkvæmdir stóðu yfir, eins og sjá má af mynd 6. Árið 1968 fór hlutfall fjárfestingar af þessu tagi t.d. í rúmlega 8% landsframleiðslunnar og var einnig mjög hátt árin 1975 og 1976 sem einnig voru ár mikils viðskiptahalla.

*Fyrirtæki án útflutningstekna standa líklega á bak við stærri hluta innflutnings fjárfestingarvöru en oftast áður*

Ef viðskiptahalla má að miklu leyti rekja til fjárfestingar kann það að vera visbending um að hann hjaðni fljótlega á ný og hafi ekki umtalsverð eftirköst í för með sér. Hlutfall fjárfestingar eitt og sér er þó ekki fullnægjandi mælikvarði. Ef fjárfesting er að stórum hluta í starfsemi sem eykur ekki framtíðargjaldeyriskjör þjóðarinnar, og tengist e.t.v. fyrst og fremst vexti innlendrar eftirspurnar eru meiri líkur að komi til bakslags í þjóðarþúskaðum en ef fjárfesting er í útflutningsgreinum. Ekki liggur fyrir heildarúttekt á hve mikil fjárfesting er sem tengist ekki útflutningi. Mikil fjárfestingar í verslunar- og skrifstofuhúsnæði, sem virðist hafa verið nálægt sögulegu hámarki árin 1999 til 2001 gefur þó ákveðna visbendingu, en hafa verið í huga að lægðin sem för á undan var einnig óvenju djúp og langdregin.<sup>14</sup> Hátt hlutfall fjárfestingar í öðrum greinum en útflutningsgreinum jók tvímælalaust áhættuna af viðskiptahallanum, sérstaklega á ljósi þess að árið 2000 var töluverður hluti fjárfestingar fyrirtækja sem ekki hafa útflutningstekjur fjármagnaður með erlendum lánum. Hlutfall erlendra lána í skuldum verslunar jókst t.d. úr 20% árið 1997 í 41% árið 2000.<sup>15</sup>

14. Einnig er hugsanlegt að þörf útflutningsgreina, t.d. á hugbúnaðarsviðinu, fyrir skrifstofuhúsnæði hafi aukist og því ekki sjálfgefið að fjárfesting í slíku húsnæði tengist ekki væntum útflutningstekjum.

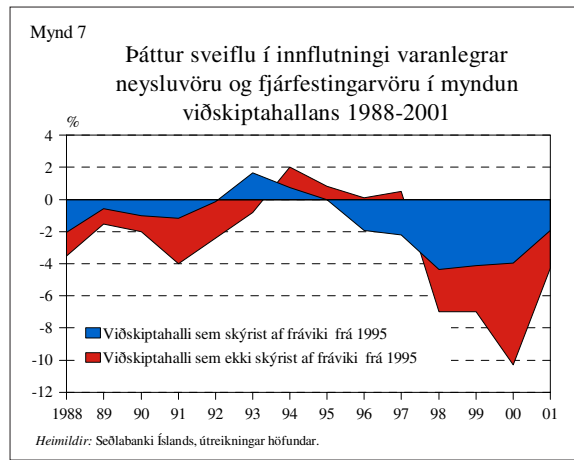
15. Jafnvel einstaklingar tóku umtalsverð erlend lán árið 2000, eða sem nam 17 ma.kr. Í ársbyrjun 1998 var slíkt nánast óþekkt.

*Sveiflur í innflutningi fjárfestingarvöru og varanlegrar neysluvöru átti stóran þátt í myndun hallans en árið 2000 virðast þó meira en 3/5 hlutar hans hafa verið af öðrum uppruna*

Fjárfesting fyrirtækja kallar, sem fyrr segir, á innflutning fjárfestingarvöru og lánsfjárinnstreymi til skamms tíma, en skapar í kjölfarið útflutningstekjur sem standa undir greiðslu vaxta til erlendra aðila í framtíðinni. Heimilin dreifa einnig neyslu varanlegra gæða yfir löng tímabil þótt greiðsla fyrir þau og innflutningur fari fram áður. Ef raungengi gjaldmiðils sveiflast umtalsvert, getur beinlínis verið skynsamlegt að tímasetja kaup neysluvöru á toppi uppsveiflu, þótt neysla þeirra eigi sér stað á lengra tímabili. Til að bregða upp betri mynd af tímaháðum eiginleikum viðskiptahallans er því heppilegt að skoða hvort tveggja.

Sem smáríki er Ísland í þeirri stöðu að flytja inn bróðurpart fjárfestingarvöru og nær alla varanlega neysluvöru. Bæði fjárfesting og kaup varanlegrar neysluvöru eru næm fyrir hagsveiflunni. Því má álykta að viðskiptahalli smáríkja sé að öðru óbreyttu sveiflufenndari en viðskiptahalli stærri ríkja, vaxi á góðæristímum þegar uppsveifla er í fjárfestingu og einkaneyslu, en dragist hratt saman þegar harðnar á dalnum.

Á mynd 7 er brugðið ljósi á þátt innflutnings fjárfestingarvöru og varanlegrar neyslugæða í myndun viðskiptahallans. Tekið er mið af innflutningi þessara þátta árið 1995, þegar u.þ.b. jöfnuður ríkti í utanríkisviðskiptunum, og reiknað frávik sem hlutfall af landsframleiðslu. Mismuninn á þessu hlutfalli og stærð viðskiptahallans er því hægt að túlka sem þann



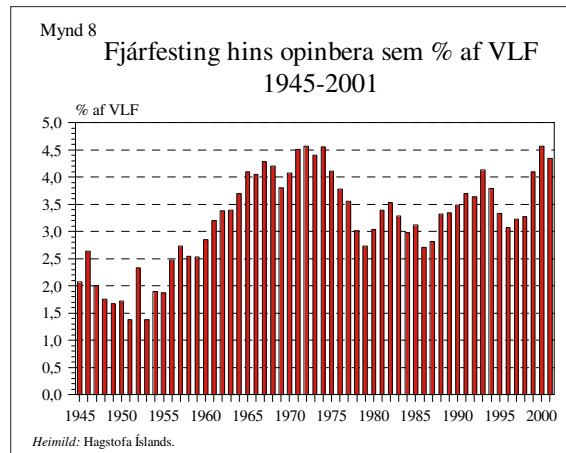


hluta hallans sem tengist ekki tímaháðum ákvörðunum heimila og fyrirtækja og því hugsanlega vísbending um stærð ósjálfbærs viðskiptahalla. Greinilegt er að sveiflur í innflutningi fjárfestingarvöru og varanlegrar neysluvöru áttu stóran þátt í myndun hallans árin 1998-2000. Verulegur hluti hallans, eða sem nemur meira en 6% af landsframleiðslu árið 2000, verður þó ekki skýrður með þessum hætti. Áhrif sveiflna í fjárfestingu á viðskiptahallann kunna reyndar að vera meiri en fram koma á myndinni. Í tengslum við stór fjárfestingarverkefni er að jafnaði keypt umtalsverð þjónusta erlendra verktaka og sérfræðinga, sem fellur niður þegar framkvæmdum lýkur, auk þess sem innflutningur framkvæmdaaðila á rekstrarvöru eykst einnig meðan á framkvæmdum stendur. Erfitt er þó að gera sér grein fyrir nettóframlagi slíkrar þjónustu til viðskiptahallans, enda kunna erlendir verktakar að kaupa þjónustu af innlendum undirverktökum, þannig að bæði tekjur og gjöld fyrir þjónustu aukast á sama tíma.

*Bein áhrif hins opinbera hafa í grófum dráttum verið hlutlaus en hlutfall fjármunamyndunar hins opinbera af landsframleiðslu hefur þó farið hækkandi*

Umsvif hins opinbera geta haft bæði bein og óbein áhrif á viðskiptahallann. Framkvæmdir á vegum hins opinbera kalla á innflutning fjárfestingarvöru og hafa því bein áhrif á viðskiptahallann. Jafnframt hafa umsvif hins opinbera áhrif á heildareftirspurn í hagkerfinu, auk þess sem framkvæmdagleði hins opinbera getur haft ákveðin sálræn áhrif.

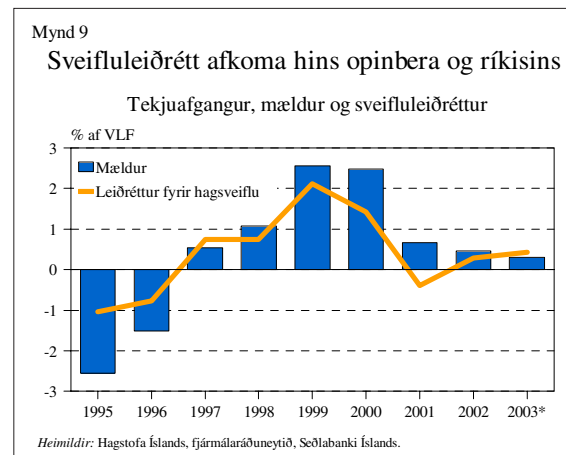
Um hin beinu áhrif er erfitt að fullyrða þar sem ekki er vitað hve stóran hluta innfluttrar fjárfestingarvöru má rekja til framkvæmda hins opinberra. Að því gefnu að hlutfall innflutnings af heildarfjárfestingu sé tiltölulega stöðugt má þó ætla að bein áhrif hins opinbera hafi verið jákvæð (þ.e.a.s. ýtt undir viðskiptahallann). Í besta falli má segja að athafnasemi hins opinbera hafi verið tiltölulega hlutlaus. Hlutfall fjárfestingar hins opinbera af landsframleiðslu jókst umtalsvert frá árinu 1996, en hefur þó verið mun lægra en oft áður. Alla vega er ekki sýnilegt út frá ofangreindum gögnum að fjárfestingarstefna hins opinbera hafi unnið markvisst gegn hagsveiflunni, nema síður sé. Fjárfesting þess jókst að raungildi um u.þ.b. 14% á ári frá 1997 til 2000, en meðalvöxtur undanfarna þrjá áratugi var undir 3%. Það gefur til kynna að hið opinbera hefði getað lagt meira af



mörkum til þess að stuðla að betra jafnvægi í þjóðarþúskapnum með því að draga úr opinberum framkvæmdum.

*Kerfislægur jöfnuður hins opinbera sýnir neikvæð eftirspurnaráhrif árin 1998-2000, en áhrif ofpenslunnar kynnu að vera vanmetin*

Til að leggja mat á aðhaldssemi í fjármálum hins opinbera er oft reiknaður svokallaður kerfislægur jöfnuður (e. structural balance), þ.e.a.s. afgangur eða halli á rekstri hins opinbera sem stæði eftir ef landsframleiðslan væri u.þ.b. eins mikil og framleiðslugetan leyfir án þess að verðbólga aukist eða hjaðni. Fyrir hverja prósentu sem landsframleiðsla vex umfram framleiðslugetu eru tekjur taldar aukast um 1,1%. Mælt á þennan mælikvarða jókst aðhald opinberra fjármála nokkuð á heildina litið síðari hluta



10. áratugarins. Einkum á það við ríkissjóð einan og sér, sem var með kerfislægan afgang árin 1999 og 2000 sem nam rúmlega 2% af landsframleiðslu. Hins vegar eru áhrif hagsveiflunnar á tekjur ríkissjóðs sennilega vanmetnar með hefðbundinni aðferðafræði, því að þær eru afar næmar fyrir sveiflum í innflutningi, sem voru helsta orsök viðskiptahallans.

Einnig má meta aðhaldsátak ríkisfjármála með því að bera saman vöxt útgjalda ríkisins eða hins opinbera umfram fjölsfjölgun og verðbólgu við vöxt tekna umfram nafnvöxt landsframleiðslu. Miðað við þennan mælikvarða hefur aðhald á þenslutímanum verið tiltölulega hlutlaust.

Enn eitt sjónarhorn má fá með því að bera saman útgjöld hins opinbera annars vegar og einkaaðila hins vegar við tekjur þeirra. Ef þannig er litið á málin stafaði meira en allur viðskiptahallinn af auknum útgjöldum einkaaðila. Áætlaður samanlagður tekjuafgangur hins opinbera árin 1998-2001 nam 37 milljörðum króna á sama tíma og „tekjuhali einkaaðila“ var margföld sú fjárhæð, en hafði verið í jafnvægi árið 1996.

Draga má saman niðurstöður af framansögðu með eftirfarandi hætti:

- Ólíkt mörgum fyrri hallaskeiðum skýrist viðskiptahalli árána 1998-2000 fyrst og fremst af auknum innflutningi, fremur en samdrætti eða hægum vexti útflutnings.
- Tæplega helming hallans má skýra með hærra hlutfalli neyslu (einka- og samneyslu) sem hlaut að vekja alvarlegar grunsemdir um ósjálfbærni hallans. Í byrjun átti þó uppsveifla í fjárfestingu stærstan hlut að máli, en vöxtur einkaneyslu var ráðandi á síðari stigum.
- Breyting á þjóðhagslegum sparnaði hafði töluvert meiri áhrif á myndun hallans en fjárfesting – enn ein vísbending um ósjálfbæran viðskiptahalla.
- Það er enn frekar til marks um hve háskalegur hallinn var orðinn að árið 2000 var viðskiptahallinn töluvert meiri en allur innflutningur fjárfestingarvöru, en slíkt hefur ekki gerst áður svo langt aftur sem séð verður.
- Þáttur stóriðjufjárfestingar var umtalsverður, en þó minni en oft áður.
- Að því er þátt fjármunamyndunarinnar áhræfir má álykta að fjárfesting fyrirtækja án útflutnings-

tekna hafi staðið á bak við stærri hluta hallamyndunarinnar en í fyrri fjárfestingarbylgjum.

- Bein áhrif hins opinbera á hallamyndunina hafa í besta falli verið hlutlaus, en hlutfall hins opinbera af landsframleiðslu jókst á tímabilinu.
- Óbein áhrif opinberra fjármála á eftirspurn voru neikvæð að því er virðist, en áhrifin eru líklega vanmetin með hefðbundinni hagsveifluleiðréttingu á tekjum ríkissjóðs.
- Þá má geta þess að þáttur aðhaldssamrar peningastefnu, sem fjallað er um síðar í þessari grein, fyrir tilstilli hækkunar raungengis, í myndun viðskiptahallans var sennilega litill

#### IV Hjöðnun viðskiptahallans 2001-2002

##### *Hjöðnun viðskiptahallans á Íslandi 2001-2002 var hin þriðja mesta meðal OECD-rikja í áratugi*

Viðskiptajöfnuður virðist hafa verið u.þ.b. í jafnvægi á sl. ári, og gæti jafnvel hafa verið nokkur afgangur. Hallinn hafði því minnkað um sem nam rúmlega einum tíunda af landsframleiðslu á tveimur árum. Svo mikil umskipti eru fátíð meðal þróaðra ríkja, en ekki einsdæmi. Undanfarna þrjú áratugi hafa hraðari umskipti í viðskiptajöfnuði á tveggja ára tímabili aðeins orðið í tveimur tilvikum meðal aðildarlanda OECD. Viðskiptajöfnuður S-Kóreu fór úr 4,4% halla árið 1996 í 12,8% afgang árið 1998 og viðskiptajöfnuður Noregs úr 14% halla árið 1977 í 2,2% halla árið 1979. Á hælana koma Írland árin 1981-1983, Tyrklandi árin 2000-2001, Mexíkó árin 1994-1996. Þá má nefna Nýja-Sjáland árin 1986-1988 og Finnland 1991-1993. Til viðbótar væri hægt að þylja upp ýmis lönd sem standa utan OECD, t.d. Tæland og Rússland, sem hafa gengið í gegnum mjög snögg umskipti á sl. árum. Bæði Kórea og Mexíkó gengu í gegnum kreppu skömmu eftir að löndin höfðu gerst aðilar að OECD.

Sameiginlegt þessum fjórum mestu umskiptaskeiðum í sögu OECD er að innlend eftirspurn dróst snögglega saman í kjölfar undangengins vaxtar og útflutningur jókst verulega næstu tvö ár. Að öðru leyti eru þau að ýmsu leyti ólík. Þannig sker Noregur sig úr að því leyti að hagnöxtur hélst öflugur meðan umskiptin áttu sér stað, en það má rekja til þess að oliuútflutningur jókst hratt í kjölfar tímabils fjárfestingar í olíuvinnslu, sem var rót viðskiptahallans,

Tafla 3 Samanburður sex mestu umskipta í viðskiptajöfnuði OECD-ríkja á tveimur árum frá 1973

%	Hlutföll af landsframleiðslu			Mesti samdráttur eða minnsti vöxtur í innlendri eftirspurn og framleiðslu á einu eða tveimur árum				Breyting á tveggja ára aðlögunartíma	
	Viðskipta jöfnuður		Mis- munur	Innlend eftir- spurn alls	Fjár- muna- myndun	Einka- neysla	VLF	Vöxtur útflutn- ings	Vöxtur innflutn- ings
	Viðskipta jöfnuður í hámarki	2 árum síðar							
Kórea 1996-1998.....	-4,4	12,8	17,2	-20,4	-22,9	-11,7	-6,7	38,5	-19,6
Noregur 1977-1979.....	-14,0	-2,2	11,8	-9,2	-22,6	-1,2	4,7	30,5	-6,7
Ísland 2000-2002.....	-10,3	0,0	10,3	-6,2	-17,8	-4,5	0,0	13,7	-12,0
Írland 1981-1983.....	-13,4	-5,9	7,5	-4,7	-12,7	-7,1	-0,2	16,6	-3,1
Tyrkland 2000-2001 <sup>1</sup> .....	-4,9	2,3	7,2	-18,4	-31,7	-9,0	-7,4	7,4 <sup>1</sup>	-24,8 <sup>1</sup>
Mexíkó 1994-1996.....	-7,1	-0,7	6,4	-14,0	-29,0	-9,5	-6,2	53,9	4,5

1. Eitt ár. Útflutningur Tyrklands óx um fimmtung árið 2000, sama ár og viðskiptahallinn náði hámarki, en innflutningur um fjórðung.

á sama tíma og innflutningur fjárfestingarvöru dróst saman. Í samanburði við hin löndin dróst einkaneyslan tiltölulega lítið saman eða um 1,2% á tveimur árum. Hagvöxtur virðist hafa verið nálægt núlli hérlendis á sl. ári, en í Mexíkó og Kóreu dróst landsframleiðslan saman um 6-7% í kjölfar gengisfallsins, sem einkum má rekja til þess að einkaneysla dróst mun meira saman í þessum löndum en á Íslandi og í Noregi.

Þetta ætti ekki að koma á óvart, því að bæði löndin þurftu að glíma við erfiðar bankakreppur auk gjaldeyriskreppu. Af löndunum fjórum dróst innlend eftirspurn á Íslandi minnst saman, eða um rúmlega 6% árin 2001 og 2002 (miðað við spá fyrir 2002). Fjármunamyndun hér á landi varð aldrei eins mikil og í Noregi þegar olíuævintýrið stóð sem hæst og dróst minna saman. Samdráttur einkaneyslu hér var hins vegar meiri en í Noregi. Ólíkt Kóreu og Mexíkó kom íslenska fjármálakerfið nokkuð sterkt út úr samdrættinum, a.m.k. til skamms tíma, sem forðaði þjóðarbúskapnum frá jafn snörpum samdrætti innlendrar eftirspurnar og í löndunum tveimur.

Í samanburði við fyrri innlend hjöðnunarskeið viðskiptahalla var hjöðnunarskeiðið 2000-2002 hið mesta, ásamt tímabili hjöðunar viðskiptahalla árin 1947-1948. Í styrjaldarlok urðu umskiptin reyndar sneggri. Á aðeins einu ári fór hallinn þá úr 12,8% í 2,5% af landsframleiðslu. Árin 1968-1970 urðu umskiptin álíka mikil þegar aðlögun átti sér stað í kjölfar þess að sildarstofninn hrundi (10,1%) og

viðskiptakjör bötnuðu seinna árið. Önnur tímabil hraðrar hjöðunar í viðskiptajöfnuði sem komast nálægt tveimur fyrrgreindum tímabilum voru árin 1975-1976 (8,7% á einu ári), þegar viðskiptakjör bötnuðu og útflutningur jókst eftir afturkipp, árin 1960-1962 (7,7%) af sömu ástæðu og 1982-1983 (6%), þegar útflutningur jókst á sama tíma og innflutningur dróst saman í kjölfar gengislækkunar.

#### Ytri skilyrði voru hagstæð á aðlögunartíma

Breytingar á ytri skilyrðum, t.d. viðskiptakjörum, geta knúið fram og haft veruleg áhrif á hraða aðlögunar í ytri jöfnuði þjóðarbúskaparins. Því er forvitnilegt að bera saman þróun ytri skilyrða á umskipta-tímabilinu hérlendis og í fyrrgreindum löndum, með áhrif þeirra á hraða aðlögunarinnar í huga. Á árunum 1997-1998 bötnuðu viðskiptakjör þjóðarinnar umtalsvert, en með hækkandi olíuverði hrakaði kjörnum nokkuð árin 1999 og 2000 og átti það nokkurn þátt í að magna hallann árið 2000. Árin 2001 og 2002, þegar hjöðnun viðskiptahallans var komin á fullt skrið, var þróun viðskiptakjara hins vegar tiltölulega hagstæð, fyrir utan álverð sem var lágt.<sup>16</sup> Lögðust þar á eitt, hækkandi verðlag sjávarafurða frá miðju ári 2000 til haustmánaða 2002 og lækkun olíuverðs árið 2001. Gæftir voru einnig góðar og upp-sjávarafli mikill á síðasta ári. Árið 2001 jókst útflutn-

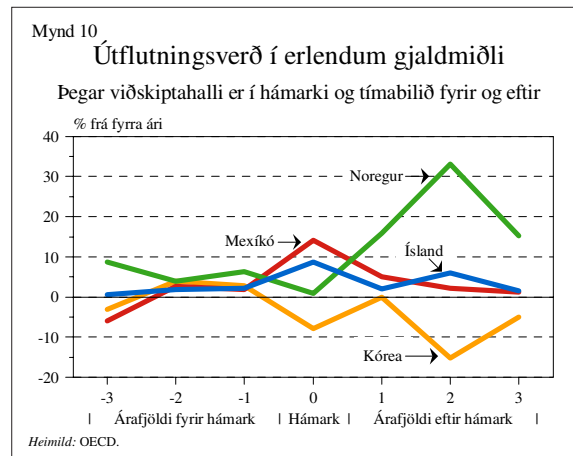
16. Vegna þess að verð innflutts hráefnis til álframleiðslu breytist oftast í takt við álverð verða áhrifin á viðskiptakjörin þó minni en ella.

ingur um tæp 8% að magni og útflutningstekjur, þ.e.a.s. kaupmáttur útflutnings gagnvart innflutningi álika mikið.<sup>17</sup> Erfitt er að greina í sundur svo óyggjandi sé áhrif aflabragða og aukins vinnsluvirðis, sem rekja má til tækniframfara og markaðsstarfs liðinna ára, frá viðbrögðum við gengislækkun krónunnar, sem væntanlega hafa verið nokkur. Aukinn álútflutningur var vitaskuld ávöxtur fjárfestingar árána á undan, vöxtur tekna af álútflutningi nam u.þ.b. fimm-tungi hjöðnunar viðskiptahallans það ár. Á heildina litið má þó slá því föstu að tiltölulega hagstæð framvinda ytri skilyrða hafi flýtt verulega fyrir aðlögun viðskiptahallans árin 2001 og 2002.

Á mynd 1 hér að framan má sjá hvernig hin hagstæðu ytri skilyrði birtast í hlutfallslegu framlagi útflutnings og innflutnings til hjöðnunar hallans á vöruskipta- og þjónustujöfnuði. Hjöðnun hallans má einkum rekja til útflutningsþróunar árið 2001, en innflutningsþróunar árið 2002. Gott verðlag á erlendum mörkuðum, ágætur útflutningur og gengisþróun lögðust á eitt árið 2001 og útflutningur þandist um 31% að nafnvirði á sama tíma og nafnvöxtur innflutnings var minni en landsframleiðslunnar, sem jókst um 13%. Árið eftir fór saman magnsamdráttur og verðlækkun innflutnings. Útflutningur var einnig í nokkrum vexti árið 2002, en verðlag (einkum áls) lækkaði og útflutningur óx hægar en landsframleiðslan.

Í Noregi var þróunin enn hagstæðari en á Íslandi. Útflutningsverð snarhækkaði á árunum 1979-1981, þegar olía á heimsmarkaði hækkaði á sama tíma og framleiðsla Norðmanna jókst. Í ljósi þessa er tiltölulega sársaukalítil aðlögun í Noregi ekkert undrunar-efni. Öðru máli gegndi um Kóreu, þar sem snörpustu umskiptin áttu sér stað. Útflutningur Kóreu og annarra nýmarkaðsríkja í Asíu féll verulega í verði árið 1996 og aftur tveimur árum seinna (sjá mynd 10). Rýrnun viðskiptakjara átti ásamt öðru þátt í að veikja svo efnahagslíf margra landa í Asíu að gjaldeyris- og bankakreppa hlaut af og var um leið hlekkur þeirrar keðjuverkunar sem magnaði kreppuna enn frekar. Mexíkó átti það hins vegar sameiginlegt með Íslandi að ekki virðist hægt að kenna ytri skilyrðum um umskiptin. Snarpari samdrátt innlendrar eftirspurnar þar en hérlendis má líklega rekja til allsherjarflóta

skammtímafjármagns sem greip um sig þegar erlendir fjárfestar sem höfðu fjárfest ótæpilega í mexíkóskum skuldabréfum sannfærðust um að gengi pesóans væri of hátt skráð. Erlendir fjárfestar höfðu fest litið fé í skuldabréfum á Íslandi og því var ekki sama hættu fyrir hendi hér og víða annars staðar.



Fleira var íslenskum þjóðarbúskap hagstætt á aðlögunartímanum. Hagstæð þróun vaxta dró verulega úr vaxtagreiðslum til útlanda á árinu 2002. Árið 2001 námu vaxtagiöld þjóðarinnar 41,7 ma.kr. Fyrstu 3 fjórðunga ársins 2002 námu vaxtagiöldin aðeins 23,8 ma.kr., samanborið við 32,5 ma.kr. á sama tíma árið áður.<sup>18</sup> Í ljósi skuldafáfnunar þjóðarinnar í útlöndum árið á undan er þessi þróun eftirtektarverð, en hana má að mestu rekja til töluverðrar lækkunar vaxta, einkum skammtímaxaxta, sem lántakendur nýttu sér með virkum hætti með því að stytta líftíma útistandandi lána, gengishækkunar krónunnar og gengislækkunar Bandaríkjadals gagnvart öðrum gjaldmiðlum.<sup>19</sup>

#### Samdráttur í innflutningi fjárfestingarvöru og varanlegrar neysluvöru skýrir minna en helming hjöðnunar viðskiptahallans árið 2001

Þrátt fyrir verulegan samdrátt innflutnings fjárfestingarvöru og varanlegrar neysluvöru árið 2001 var hjöðnun þess hluta viðskiptahallans sem skýrist

17. U.þ.b. fjórðung vaxtar útflutnings á árinu má rekja til aukinnar álframleiðslu, en á móti kemur aukinn innflutningur á hráefnum til álvinnslu.

18. Gengi krónunnar var að meðaltali u.þ.b. hið sama á báðum tímabilum.

19. Hlutdeild Bandaríkjadals í erlendum skuldum þjóðarins er líklega nálægt því að vera 2/5, en hann vegur tæplega 1/4 í hinni opinberu gengisvísitölu.

ekki af samdrætti ofangreindra þátta enn hraðari (sjá mynd 10 hér að framan). Líta má á það sem skýra vísbendingu um að viðskiptahallinn var kominn langt fram úr þeim mörkum sem telja má sjálfbæran viðskiptahalla. Af hjöðnun viðskiptahallans um 6% árið 2001 má rekja u.þ.b. 2% til þess að innflutningur fjárfestingarvöru og varanlegrar neysluvöru dróst saman, en 4% til annarra þátta.

Stór þáttur sveiflna í innflutningi varanlegrar neysluvöru og fjárfestingarvöru í myndun og hjöðnun viðskiptahalla á Íslandi er að sumu leyti kostur. Ef íslenska hagkerfið væri lokaðra en það er og sjálfu sér nægt um varanlega neyslu- og fjárfestingavöru kæmu slíkar sveiflur fram innan þjóðarbúskaparins. Eftirspurn eftir vinnuafli væri þá til muna breytilegri og atvinnuleysi líklega að meðaltali meira, með tilheyrandi afleiðingum fyrir stöðugleika verðlags. Sveiflur í innflutningi og viðskiptahalla hafa því mildandi áhrif á hagsveiflur hérlendis og eru að því að vissu marki æskilegar. En verði þær óhóflega miklar, eins og árin 1998-2000, eru þær jafnframt vísbending um undirliggjandi spennu og yfirvofandi hættu á efnahagslegum óstöðugleika.

#### *Samspil skuldabróunar og gengis stuðlaði að hraðri hjöðnun viðskiptahalla*

Fáum getur blandast hugur um að sveiflur í gengi krónunnar gegndu lykilhlutverki í aðlögun viðskiptahallans á sl. tveimur árum. Að meðaltali var nafngengi krónunnar árið 2001 17% lægra en árið áður og raungengi 13% lægra (miðað við verðlag). Þetta var mesta lækkun gengis frá árinu 1989, en þá var verðbólga mun meiri og lækkun raungengis sem af hlaust því töluvert minni, a.m.k. ef miðað er við hlutfallslega verðlagsbreytingu. Fara þarf allt aftur til ársins 1975 til að finna jafn mikla eða meiri lækkun hlutfallslegs verðlags, en lækkun hlutfallslegs launakostnaðar á einingu var svipuð árin 1983 og 1989. Lækkun á gengi krónunnar hefur áhrif á viðskiptajöfnuð eftir ýmsum leiðum:

- Í fyrsta lagi hefur gengislækkun áhrif á heildar eftirspurn. Hún leysir úr læðingi verðhækkningar á innfluttum vörum og innlendum vörum sem eru í samkeppni við þær. Kaupmáttur launa fellur, eða eykst hægar en ella og einkaneysla verður minni sem því nemur. Lækkun gengis er einnig líkleg til að hafa neikvæð áhrif á væntingar einstaklinga um kaupmátt framtíðartekna sinna. Daprari vænt-

ingar um framtíðina hafa áhrif á eftirspurn, einkum eftir varanlegri neysluvöru, því að neysla hennar og greiðslur fyrir hana dreifast á langt tímabil og eru því næmari fyrir breyttum væntingum um framtíðartekjur og auðvelt er að slá kaupum slíkrar vöru á frest þegar horfur versna. Áhrif gengislækkunar á fjárfestingu fyrirtækja eru ekki jafn augljós. Þar togast á gagnstæð áhrif. Verð innfluttrar fjárfestingarvöru hækkar þegar gengi heimagjaldmiðils lækkar, sem dregur úr reiknaðri arðsemi fjárfestingar þar sem innflutt fjárfestingarvara kemur við sögu. Ef skuldir fyrirtækja eru, eins og hér á landi, að verulegu leyti í erlendum gjaldmiðlum hefur lækkun á gengi krónunnar neikvæð áhrif á greiðslubyrði fyrirtækja, sem dregur úr arðsemi þeirra eftir fjármagnsliði og getu til frekari fjárfestingar. Þess er að vænta að lakari horfur um vöxt einkaneysla dragi úr fjárfestingu fyrirtækja sem selja fyrst og fremst á heimamarkaði. Á hinn bóginn eykur gengislækkun framlegð fyrirtækja sem hafa tekjur í erlendum gjaldmiðlum og erlend lántaka verður hagkvæm ef gengi heimagjaldmiðils er tímabundið lágt meðan aðlögun stendur yfir í kjölfar hallaskeiðs. Horft til skamms tíma eru áhrif stórfelldrar gengislækkunar á fjárfestingu fyrirtækja þó líkleg til að vera neikvæð, enda tengist lækkun gengis einnig lakari horfum um framtíðar hagvöxt.

- Í öðru lagi hefur gengisbreyting áhrif á hlutfallslegt verð innflutnings og útflutnings. Innfluttar vörur verða hlutfallslega dýrari en innlendar. Vegna þess að samkeppni við innlendar staðkvæmdarvörur er oft ekki fyrir hendi eða takmörkuð við örfáa aðila gerist þessi hlutfallslega verðbreyting tiltölulega hratt, en að sama skapi þarf líklega töluvert mikla verðbreytingu til að hafa umtalsverð áhrif á innflutninginn. Svipaða sögu má segja um viðbrögð útflutnings við gengisbreytingum. Hlutdeild innlands markaðar í tekjum flestra útflutningsfyrirtækja sem máli skipta, í sjávarútvegi og álframleiðslu, er ekki stór. Svigrúm þeirra til að bregðast við gengisbreytingum með því að draga úr framboði á innlendan markað og auka framboð á erlendan markað er því líklega minna en í löndum þar sem skipting sölu á milli innlands og erlends mark-



aðar er jafnari. Áhrif gengislækkunar á útflutning verða því líklega fremur fyrir tilstilli aukinnar arðsemi útflutningsatvinnuvega en beinlínis vegna þess að hlutfallslega hagkvæmara sé orðið að selja á erlendan en innlendan markað. Enn fremur hljóta viðbrögðin að takmarkast verulega af kvóta í sjávarútvegi og löngum meðgöngutíma fjárfestingar í áliðnaði. Ferðapjónusta ætti þó að vera nokkuð næm fyrir varanlegri breytingu raungengis.

Það flækir málin að eftirspurnaráhrif gengisbreytinga verða ekki auðveldlega skilin frá áhrifum breytinga í eftirspurn er tengjast hagsveiflunni, burt séð frá gengisbreytingum, en geta komið fram á svipuðum tíma.

- Í fyrsta lagi, að því marki sem uppsveifla í þjóðarútgjöldum endurspeglar betri horfur um hagvöxt, hafa útgjöld til varanlegra neyslugæða og fjárfestingarvöru tilhneigingu til að hverfa aftur í fyrri horf eftir að stofn varanlegra neyslugæða og fjármuna hefur náð nýrri jafnvægisstöðu.
- Önnur hlið á sama teningi er dýnamík skulda- og eignasöfnunar og síðan hjöðunar, sem einnig tengist þróun eignaverðs, en hvort tveggja hefur áhrif á eftirspurn.
- Að auki geta tilviljunarkenndar breytingar ytri skilyrða ýmist aukið á hraða aðlögunar eða dregið hana á langinn.

Hver þessara þátta hafði mest áhrif á hjöðnun viðskiptahallans árin 2000-2002 er erfitt að fullyrða. Ætla má að snögg umskipti í viðskiptajöfnuði árin 2001 og 2002 megi rekja til þess að margir áhrifaþættir urðu virkir samtímis. Á sama tíma og uppsveiflan í þjóðarbúskapnum var á undanhaldi vegna þess að stofn fjármagns og varanlegra neyslugæða hafði vaxið til samræmis við vænta þörf (e.t.v. nokkuð umfram það í ljósi hlutafjárskuldunar) – og á sama tíma og heimili og fyrirtæki voru að laga neyslu og fjárfestingu að vaxandi greiðslubyrði í kjölfar hraðrar skulda- og eignamyndunar – gerðist það að gengi krónunnar lét undan. Gengislækkunin og verðbólga sem af hlaust urðu til þess að hægja það mikið á vexti ráðstöfunartekna að eiginlegt ráðstöfunarfé<sup>20</sup> og einkaneysla drógust saman og það jók enn frekar á óhjákvæmilegan samdrátt fjármunamyndunar. Samspil hagsveiflu og gengissveiflu getur

auðveldlega leitt til þess að áhrifin verði meiri en summan af einstökum áhrifaþáttum. Sérstaklega á það við ef hröð aðlögun leiðir til fjármálakreppu, eins og átti sér stað í þremur þeirra sex OECD-landa sem gengið hafa í gegnum mest umskipti í viðskiptajöfnuði.

Áhugavert er að velta fyrir sér framvindu aðlögunar í þjóðarbúskapnum ef ekki hefði komið til gengislækkunar krónunnar. Gengisbreyting er ekki nauðsynleg til að knýja fram aðlögun í þjóðarbúskapnum. Svæðisbundið ójafnvægi á stórum gjaldmiðlasvæðum leitar jafnvægis á ný fyrir tilstilli breytinga hlutfallslegs verðlags, samkeppnisstöðu, atvinnuástands og skuldadýnamikur. Gengisbreyting hefur hins vegar veruleg áhrif á hraða aðlögunarinnar, því að gengi er það hlutfallslega verð í þjóðarbúskapnum sem er hvað auðbreytanlegast. Á þetta hafa talsmenn sveigjanlegs gengis oft bent, og er Milton Friedman sennilega þekktastur í þeirra hópi. Hin mikla dýfa sem krónan tók árin 2000-2001 ætti þó að vekja menn til umhugsunar um hvort aðlögunin hafi verið of hröð; hvort gengisdýfan hafi leitt eða muni leiða til óþarflega mikils samdráttar innlendrar eftirspurnar, verðbólgu og gjaldþrota fyrirtækja og heimila. Hagstæð ytri skilyrði milduðu efnahagslægdina í fyrstu og nýjar stórfamkvæmdir á sviði stóriðju og orkumála kunna að koma í veg fyrir langdregna efnahagslægd. Hefðu viðskiptakjör snúist til verri vegar á sama tíma og aðlögun eftirspurnar í kjölfar ofpenslu stóð yfir, eins og reyndin varð t.d. í Kóreu, hefði sjálfmagnandi samspil fjármagnsflotta og gengislækkunar getað leitt til enn meiri gengislækkunar og djúprar kreppu. Leiðir það hugann að sjálfstæðu framlagi fjármagnshreyfinga til umskipta í þjóðarbúskapnum árin 2001 og 2002.

### *Útstreymi vegna verðbréfafjárfestingar átti ekki umtalsverðan þátt í lækkun krónunnar eftir að hún fór á flot árið 2001*

Venjulega er litið svo á að viðskiptajöfnuður ákvarðist af efnahagslegum grunnþáttum (e. fundamentals) en spegilmynd hans, fjármagnsjöfnuðurinn, feli í sér nánast „óvirka“ fjármögnun viðskiptahalla, þ.e.a.s. sé í raun afleidd bókhaldsleg spegilmynd hans. Fjármála- og gjalddeyriskreppur sl. áratugar gefa tilefni til

20. Þ.e.a.s. ráðstöfunartekjur að frádrögnum vaxtagreiðslum og afborgunum en að viðbættum nýjum lánum.

efasemda um þessa sýn á viðskiptahallann og aðra þætti greiðslujafnaðar. Til dæmis má líta svo á að mikið innstreymi verðbréfafjárfestingar hafi ýtt undir myndun viðskiptahalla í Mexíkó í byrjun 10. áratugarins og átt stóran þátt í þeim efnahagslegu hamförum sem leiddu til þess að hallinn nánast hvarf á tveimur árum. Því má líta svo á að sveiflur í viðskiptajöfnuði geti að nokkru leyti verið afleiðing af sveiflum í fjármagnsjöfnuði.

Sveiflur á fjármagnsmarkaði hafa vissulega verið stórfelldar á undanförmum árum. Þó er erfitt að sjá að spákaupmennska með verðbréf hafi haft afgerandi áhrif á myndun eða brotthvarf viðskiptahalla á Íslandi á þeim tíma. Árin 1998-2000, þegar halli á viðskiptum við útlönd var sem mestur, átti sér stað stórfellt útstreymi vegna kaupa innlendra aðila, einkum lífeyrissjóða, á erlendum verðbréfum. Að öðru óbreyttu stuðlaði þetta útstreymi fjármagns að hærri innlendum vöxtum en ella og því fremur unnið gegn uppsveiflunni en með. Kaup innlendra aðila á erlendum verðbréfum náðu hámarki á fyrri hluta ársins 2000, skömmu fyrir hámark viðskiptahallans og átti þátt í því að krónan tók að veikjast á vormánuðum það ár. Undir lok ársins dró mjög úr útstreyminu, en það jókst nokkuð á ný í ársbyrjun 2001, í aðdraganda þess að krónan var sett á flot. Á þeim tíma sem gengi krónunnar hriðlækkaði í kjölfar þess að gengismarkmiðið var afnumið, keyptu innlendir aðilar hins vegar sáralítið af erlendum verðbréfum. Raunar hófst ekki umtalsvert útstreymi á ný vegna verðbréfakaupa fyrir en gengi krónunnar var farið að styrkjast á ný á sl. ári. Á heildina lítið er ekki að sjá að fjármagnsflótti hafi átt stóran þátt í að knýja fram umskiptin í viðskiptajöfnuði árin 2001 og 2002, þrátt fyrir að mikil kaup á erlendum verðbréfum hafa átt þátt í að veikja krónuna frá vormánuðum árið 2000.<sup>21</sup>

21. Útstreymi vegna kaupa á erlendum verðbréfum hófst að marki árið 1997, í kjölfar þess að lífeyrissjóðum var heimilað að fjárfesta í erlendum verðbréfum og taka gjaldeyrissáhattu sem nemur allt að 40% hreinnar eignar. Heimildir til gjaldeyrissáhattu voru rýmkaðar enn frekar árið 2000, þegar lífeyrissjóðum var heimilað að bera gjaldmiðlaáhattu sem nemur allt að 50% af hreinni eign þeirra. Til ársins 1999 má líklega líta á útstreymið sem þátt í strúkturbreytingu á eignasafni sjóðanna, þ.e.a.s. aðgerðir til að dreifa áhattu í eignasafni þeirra á milli erlendra og innlendra eigna, en auknið útstreymi árið 2000 endurspeglar væntanlega að einhverju leyti áhyggjur fjárfesta af gengi krónunnar.

Raunar er merkilegt að ekki skuli hafa gripið um sig meiri fjármagnsflótti en raun ber vitni í ljósi þess viðkvæma efnahagsástands sem ríkti árið 2001. Að nokkru leyti má þakka það því að stofn innlendra verðbréfa í eigu erlendra aðila var og er enn sem komið er smár, en eins og fyrr var getið hafa erlendir aðilar oft leitt hjörðina þegar fjármagnsflótti brestur á.<sup>22</sup> En fleira kemur til. Meginþorri fjárfestingar innlendra aðila var í erlendum hlutabréfum, á meðan fjárfesting í skuldabréfum var fremur takmörkuð (sjá mynd 16). Á sama tíma og gengi krónunnar tók að veikjast og ósjálfbærni viðskiptahallans blasti við var verð erlendra hlutabréfa á hraðri niðurléið. Lífeyrissjóðir og aðrir héldu því að sér höndum með frekari fjárfestingu, þrátt fyrir neikvætt útlit. Til greina hefði komið að auka verulega fjárfestingu í erlendum skuldabréfum og njóta þannig samtímis ábata af lækkandi krónu og lækkandi skammtímavöxtum á erlendum mörkuðum. Flestir fjárfestar virðast hins vegar hafa vanmetið stórlega hættuna á áframhaldandi gengislækkun erlendra hlutabréfa, þann þrýsting sem viðskiptahallinn setti á krónuna þegar dró úr hagvexti og verðbólgunu sem af gengislækkuninni hlaut á sama tíma. Um leið ofmátu innlendir fjárfestar líklega líkur á skjótum efnahagsbata í helstu viðskiptalöndum, sem hefði bundið enda á vaxtalækkunarferlið þar tiltölulega fljótt. Vanmat fjárfesta á veikri undirstöðu krónunnar, sem ráða má af mun minna verðbólguálagi skuldabréfa en sem nam raunverulegri verðbólgu, kom því í veg fyrir að fall hennar yrði enn meira en raun varð á og umskiptin í viðskiptajöfnuði sem því næmi sneggri. Auk þess hefur útstreymið á árunum 1998 til vors 2000 væntanlega stuðlað að minni raungengishækkun á því tímabili en ella. Án þess má ætla að gengisstefnan sem þá var við lýði hefði krafist þess að Seðlabankinn keypti erlendan gjaldeyri fyrir tugi ma.kr. Uppsafnað útstreymi vegna kaupa innlendra aðila á erlendum verðbréfum frá fyrsta fjórðungi

22. Tillneigingu erlendra fjárfesta til að leggja á flóta fyrir en aðrir þegar breistir koma í ljós í fastgengisstefnu, eins og t.d. gerðist á Norðurlöndum á 9. áratugnum og í Mexíkó rúmum áratug síðar, má hugsanlega skýra með því að meginþorri skuldbindinga þeirra er í öðrum gjaldmiðlum, einkum heimagjaldmiðli og áhættan því meiri en innlendra fjárfesta (t.d. lífeyrissjóða) sem hafa skuldbindingar að mestu í heimagjaldmiðli. Einnig er hugsanlegt að þeir hafi takmarkaðri upplýsingar en heimaaðilar og séu því fyrri til að fyllast ótta þegar neikvæðar fréttir koma fram.

ársins 1997 til fyrsta fjórðungs ársins 2000 nam 86 ma.kr., sem gefur lauslega hugmynd um nettógjald-eyrisinnstreymi sem Seðlabankinn hefði hugsanlega þurft að kljást við.

Jöfnuður beinnar fjárfestingar kynni að hafa haft meiri neikvæð áhrif á gengi krónunnar, enda samfelld töluvert neikvæður frá miðju ári 2000 til jafnlengdar 2001. Þó ber að hafa í huga að algengt er að bein fjárfesting erlendis sé fjármögnuð að verulegu leyti með erlendu lánsfé. Sé bein samsvörun milli erlendra fjárfestingar og lántöku gæti gjaldeyrisstreymi verið lítið, jafnvel ekkert, í tengslum við fjárfestinguna.

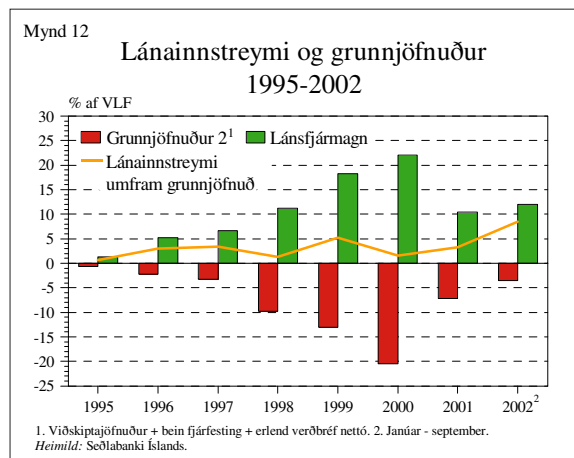
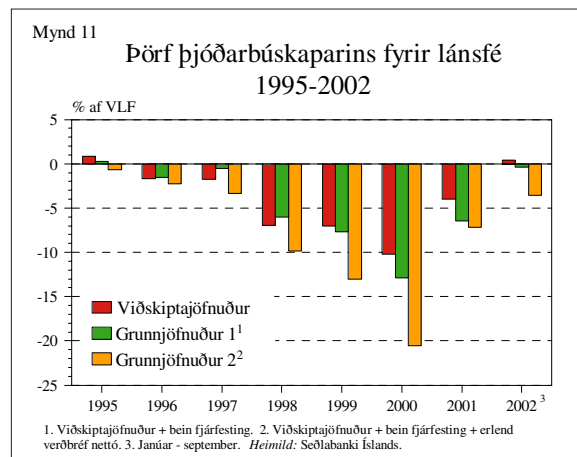
### Mikil lánsfjárförf árið 2000 fól í sér hættu á harkalegum umskiptum

Að fjármagna viðskiptahalla á bilinu 7-10% af vergri landsframleiðslu er að öllu jöfnu mikil ögrun í sjálfu sér, enda svo mikill halli jafnan undanfari umtalsverðrar röskunar á gengisstöðugleika, samdráttar innlendra eftirspurnar eða hvors tveggja. Stórfellt útstreymi vegna beinnar fjárfestingar og kaupa innlendra aðila á erlendum verðbréfum árin 1998-2000, samhliða óvenjumiklum viðskiptahalla, hvort heldur í sögulegum og alþjóðlegum samanburði, gerir hins vegar reynslu Íslands einstaka í sinni röð. Árið 2001 kallaði útstreymi fjármagns sem sprottið var af þessu tvennu á álíka mikið innstreymi lánsfjár og þurfti til þess að fjármagna viðskiptahallann. Samanlögð lánsfjárförf vegna viðskiptahallans, beinnar fjárfestingar nettó og kaupa landsmanna á erlendum verðbréfum nam á sl. ári u.þ.b. fimmtungi landsframleiðslunnar. Svo mikið lánsfjárinnstreymi

er án fordæma í íslenskri hagsögu, að því er best verður séð.

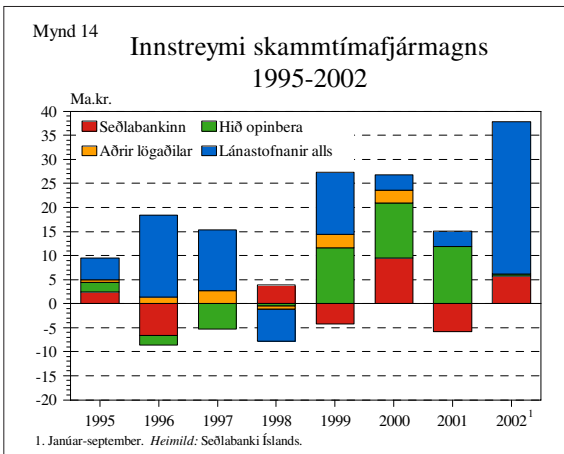
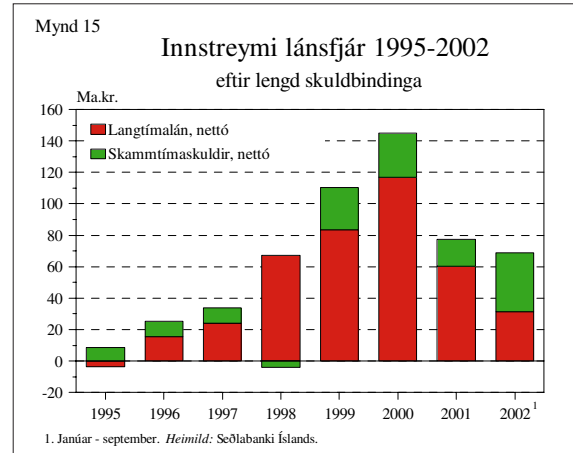
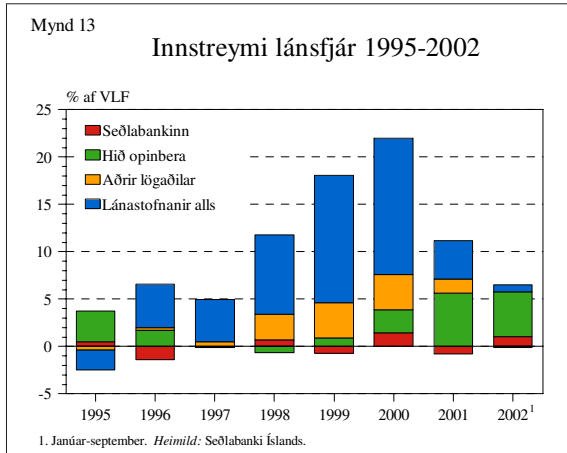
Á mynd 11 má sjá 3 mælikvarða á þörf þjóðarþúskaþarins fyrir lánsfé. Í fyrsta lagi er um að ræða viðskiptajöfnuðinn einan og sér, sem kallar á samsvarandi afgang á fjármagnsjöfnuði. Í öðru lagi er reiknaður svokallaður grunnjöfnuður 1, en hann stendur saman af viðskiptahallanum og nettóútstreymi vegna beinnar fjárfestingar. Þriðji mælikvarðinn, grunnjöfnuður 2, sýnir ofangreinda lánsfjárförf að viðbættum nettókaupum landsmanna á erlendum verðbréfum.

Við þetta má svo bæta að á árinu 2000 keyptu innlendir aðilar innlend hlutabréf af erlendum aðilum fyrir næstum 8 ma.kr. (rúmlega 1% landsframleiðslu), sem ekki eru talin með í grunnjöfnuði 2 en juku á lánsfjárförfina.



Á mynd 12 má sjá hvernig lánsfjárförf skv. grunnjöfnuði 2 var í meginatriðum mætt, þ.e.a.s. með skuldabréfaútgáfu erlendis og beinni lántöku. Rúmlega allri lánsfjárförfinni eins og hún er skilgreind að ofan var mætt með þessum hætti. Þó ber að hafa í huga að ef tekið er tillit til kaupa innlendra aðila á innlendum hlutabréfum í eigu útlendinga dugði innstreymi lánsfjármagns ekki til að fjármagna grunnjöfnuð 2. Þess má einnig geta að 1,7 ma.kr. söfnun viðskiptaskulda átti sér stað á árinu 1998 sem gekk til baka árið 1999, en þær hreyfingar eru ekki sýndar í ofangreindum tölum.

Lánastofnanir stóðu á bak við meirihluta erlendra lántöku árin 1998-2000, en aðrir lögaðilar (þ.e.a.s. fyrirtæki önnur en lánastofnanir, þ.á.m. Landsvirkjun



*Skuldasöfnun heimila og fyrirtækja þvingaði fram aðlögun eftirspurnar og hjöðnun viðskiptahallans*

Á það var minnst hér að framan að skuldasöfnun heimila og fyrirtækja á undanförunum árum væri einn þeirra þátta sem óhjákvæmilega hefðu knúið fram hjöðnun viðskiptahallans í tímans rás, burtséð frá breytingum á gengi krónunnar. Þetta tvennt, skuldirnar og gengið, eru reyndar ekki óháðar heldur samofnar breytur í framvindu íslenskra efnahagsmála.

Eins og oft hefur komið fram í ritum Seðlabankans eru íslensk heimili og fyrirtæki á meðal þeirra skuldsettustu í heimi, og skuldsettari en þau hafa verið áður. Frá árslokum 1997 til loka árs 2001 jukust skuldir heimilanna úr 72% af landsframleiðslu í u.þ.b. 91% og skuldir fyrirtækjanna úr u.þ.b. 80% í 120% landsframleiðslunnar. Óvenjuör skuldaaukning bæði heimila og fyrirtækja á tímabilinu er andhverfa viðskiptahallans. Eins og sýnt var fram á í grein í *Peningamálu* í maí sl. getur einkaneysla vart aukist frekar nema heimilin haldi áfram að taka lán umfram áfallna vexti og afborganir.<sup>23</sup> Samdrátt einkaneyslu árið 2001, þrátt fyrir nokkurn raunvöxt ráðstöfunartekna, má rekja til þess að fé sem heimilin höfðu í reynd til ráðstöfunar eftir að þau höfðu greitt skatta, vexti og afborganir af lánum, en að viðbættu nýju lánsfé, dróst saman. Sama á líklega við um árið 2002, því að samkvæmt áætlun dróst einkaneysla einnig saman þá, þrátt fyrir að kaupmáttur ráðstöfunartekna ykist. Vaxandi greiðslubyrði hefur því þegar knúið heimilin til að auka sparnað sinn veru-

og einstaklingar) juku þó verulega erlenda lántöku árin 1998-1999, eins og sjá má á mynd 13. Árin 1999 og 2000 nam erlend lántaka þessara aðila nettó rúmum 3,6% landsframleiðslunnar. Lántaka einkaaðila nam samtals tæpum 17% landsframleiðslunnar árið 1999 og bætti enn um betur ári síðar og fór í tæp 18%. Er óhætt að fullyrða að erlend lántaka einkaaðila hafi aldrei áður orðið jafn mikil. Hið opinbera stóð á bak við meiri erlenda lántöku árin 2001 og 2002 en árin á undan, eða sem nam 2,4% af landsframleiðslu, en hún var þó minni í hlutfalli af landsframleiðslu en t.d. árið 1995.

Að meginhluta hefur innstreymi lánsfjár verið í formi langra lána. Sl. tvö ár hefur þó innstreymi skammtímalána verið nokkurt. Á sl. ári var að stærstum hluta um skammtímalántökur Seðlabankans og hins opinbera að ræða, en á árinu 1999 áttu lánastofnanir auk hins opinbera stærstan hlut að máli.

23. Sjá *Peningamál* 2002/2 bls. 41

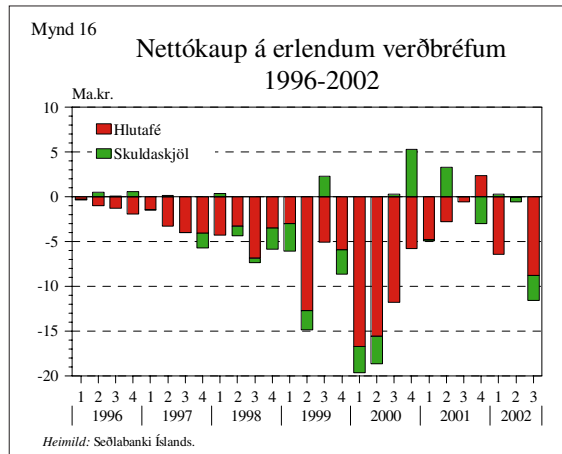
lega, þó ekki svo mikið að skuldir séu teknar að lækka á ný. Fara þar aftur til ársins 1993 til að sjá svipaða þróun, þ.e.a.s. samdrátt einkaneyslu þrátt fyrir vöxt ráðstöfunartekna.

Framreikningur á grundvelli tiltækra líkana af þjóðarbúskapnum getur gefið afar villandi mynd af þeim vanda sem fyrrgreind þróun felur í sér. Í langtímadæmi Þjóðhagsstofnunar frá því í mars 2000 var t.d. gert ráð fyrir afar „mjúkri lendingu“ þar sem viðskiptahallinn var áætlaður að meðaltali 8% af landsframleiðslu til ársins 2005. Slík þróun gat raunar aldrei orðið að veruleika í ljósi þess hvað hún fól í sér um skuldir þjóðarbúsins, fyrirtækja og einstaklinga. Áframhaldandi vöxtur innlendrar eftirspurnar með tilheyrandi viðskiptahalla hefði falið í sér versnun erlendrar skuldastöðu þjóðarbúsins um tugi ma.kr. Viðbótarskuldir hefðu fallið að fullu og meira en það á herðar fyrirtækja og heimila, því að með áframhaldandi hagvexti hefði ríkissjóður væntanlega haldið áfram að greiða niður skuldir. Tiltæk þjóðhagslíkön eru hins vegar ekki gerð til þess að sjá fyrir óhjákvæmileg umskipti sem leiðir af dýnamík vaxtar og hjöðunar skulda.

*Erlend verðbréfaeign kom að litlu haldi við að skjóta sterkari stöðum undir krónuna*

Á móti mikilli skuldasöfnun erlendis, eins og fyrr hefur komið fram, átti sér stað umtalsverð eignamyndun. Eins og getið var um hér að framan hófust veruleg kaup á erlendum verðbréfum árið 1997 og ágerðust á árinu 2000 og í aðdraganda þess að gengi krónunnar fór á flot í mars árið 2001. Hins vegar er erfitt að sjá, eins og komið hefur fram, að þau hafi verið meginástæða dýfunnar sem krónan tók eftir það og stóð yfir til nóvemberloka 2001.

Í ljósi mikillar söfnunar erlendra eigna á síðustu árum hefði mátt ætla að eignahreyfingar til landsins gætu stuðlað að stöðugleika krónunnar þegar gengi hennar fellur lengra en markaðurinn telur samrýmast þjóðhagslegu jafnvægi til lengri tíma.<sup>24</sup> Því meira



sem raungengi krónunnar fellur niður fyrir það stig sem talið er samrýmast langtíma jafnvægi því meiri verða líkur á umtalsverðri raungengishækkun (annað hvort fyrir tilstilli verðlags- eða gengishækkunar), sem og áhættan sem því fylgir að hafa umtalsverðan hluta eignasafns bundinn í erlendum verðbréfum. Við slíkar aðstæður ætti því að vera ábataamt að draga úr vægi erlendra verðbréfa í eignasöfnum. Ástæðu þess að þetta gerðist ekki má e.t.v. greina á mynd 16 Meginhluti fjárfestingar innlendrar aðila í erlendum verðbréfum frá því að fjárfesting lífeyrisjóða í erlendum verðbréfum var heimiluð er í hlutabréfum eða hlutabréfasjóðum. Gengi þeirra hrundi á sama tíma og krónan féll og má ætla að fjárvörsluáðilum hafi ekki þótt fýsilegt að selja erlend hlutabréf á gengi sem þeir hafa sennilega talið lágt. Það hvíldi því að langmestu leyti á aðlögun í viðskiptum með vöru og þjónustu að koma fótunum undir gengi krónunnar á ný.

*Lækkun krónunnar átti sér efnahagslegar forsendur og spákaupmennska hafði tiltöhlulega lítil áhrif á atburðarásina*

Þrýstingur á gengi gjaldmiðla er oft hvað mestur einum til tveimur ársfjórðungum eftir að byrjar að draga úr viðskiptahalla. Þetta kemur heim og saman við þróunina árin 2000 og 2001.<sup>25</sup> Mestur varð við-

24. Þessarar tilhneigingar gæti gætt sérstaklega hjá lífeyrissjóðum sem væru komnir nálægt leyfðum mörkum gjaldreyrisáhættu (50% af hreinni eign). Nokkrir sjóðir voru líklega komnir nálægt þessum mörkum á tímabili, þótt ekki sé ljóst að hve miklu leyti erlend gjaldreysisstaða þeirra var varin. Þar sem gengislækkun krónunnar felur í sér að hluteild erlendra eigna í eignasafni þeirra hækkar sjálfkrafa gæti lækkun á gengi krónunnar knúði lífeyrissjóði til þess að selja erlend verðbréf í söfnum sínum, sem myndi styrkja gengi krón-

unnar. Verðlækkun erlendra hlutabréfa vó hins vegar á móti hækkun erlendra gjaldmiðla árin 2000 og 2001 og því kom ekki til þess að þessi staða hefði áhrif, auk þess sem gjaldreyrisáhætta flestra lífeyrissjóða er langt innan leyfðra marka.

25. Sjá Eichengreen o.fl. (1995).



skiptahallinn á síðasta fjórðungi ársins 2000, en gengislækkun krónunnar varð einna hröðust tveimur ársfjórðungum síðar. Ekki er augljós skýring á því hvers vegna þessarar tilhneigingar gætir. Til greina koma tvær skýringar: Í fyrsta lagi að gengi krónunnar hafi byrjað að lækka þegar tók að draga úr innlendra fjárfestingu og innstreymi fjármagns sem henni fylgdi. Það hafi í raun verið gangur hagsveiflunnar sem réð styrkleika og veikleika gengisins. Í öðru lagi að væntingar um styrk krónunnar hafi orðið neikvæðar þegar hallinn var kominn á háskalegt stig undir lok árs 2000, sem hafi haft neikvæð áhrif á lánsfjáröflun erlendis og ýtt undir erlend verðbréfakaup. Líklega hefur hvort tveggja komið við sögu, en eins og getið var um að framan, sýndu fjárfestar í raun ótrúlegt ædruleysi gagnvart viðskiptahallanum. Fjárúttstreymi á öðrum fjórðungi ársins 2001, þegar króna lækkaði sem hraðast, stafaði að þremur fimmtu hlutum af beinni erlendri fjárfestingu, sem tæpast hefur verið gerð á grundvelli spákaupmennskusjónarmiða, þótt framvindan í gengismálum kunnir að hafa haft einhver áhrif á tímasetningar.

Draga má saman niðurstöður þessa hluta greinarinnar þannig:

- Sjaldgæft er að umskipti í viðskiptajöfnuði verði eins snögg og árin 2001-2002. Hjöðnun viðskiptahallans á tveimur árum var hin þriðja hraðasta meðal OECD ríkja um áratuga skeið, en nokkur dæmi eru um álíka hraða hjöðnun viðskiptahalla í íslenskri hagsögu.
- Hagstæð ytri skilyrði á aðlögunartímanum, bæði hvað áhrærir viðskiptakjör og vexti, áttu verulegan þátt í því að hjöðnun viðskiptahallans gekk eins hratt fyrir sig og raun ber vitni. Í löndum þar sem hjöðnunin tengdist ytri áföllum urðu afleiðingarnar mun alvarlegri.
- Þótt samdráttur í innflutningi fjárfestingar- og varanlegrar neysluvöru, að lokinni uppsveiflu, hafi átt umtalsverðan þátt í hjöðnun viðskiptahallans virðist stór hluti hjöðnunarinnar hafa orðið af öðrum ástæðum.
- Vaxandi greiðslubyrði í kjölfar skuldasöfnunar hlaut að kalla fram aðlögun innlendra eftirspurnar og hjöðnun viðskiptahalla burtséð frá gengislækkun.
- Stórfelld gengislækkun krónunnar magnaði hins

vegar samdrátt innlendra eftirspurnar sem þegar var yfirvofandi. Hins vegar er ekki augljóst að lægra gengi hafi örvað útflutning verulega, enda aðrar skýringar á tiltölulega góðum vexti útflutnings.

- Óhjákvæmileg tregða í lántöku eftir gríðarlegt lánsfjárinnstreymi árið 2000 virðist hafa knúið fram gengislækkun árið 2001 fremur en spákaupmennska gegn krónunni. Gengisdýfan var því ekki hreint yfirskot í þeim skilningi að það hafi byggt á misskilningi markaðsaðila á efnahagslegum forsendum gengisins, eins og stundum hefur verið látið að liggja. Hins vegar var um að ræða yfirskot í þeim skilningi að meiri aðlögunarhraði fjármálamarkaða en markaða fyrir vöru- og þjónustu þvingaði fram umtalsvert meiri lækkingu gengis en samrýmdist þjóðhagslegu jafnvægi til lengri tíma litið.

## V Viðskiptahallinn og verkefni hagstjórnar

*Viðskiptahallinn er mikilvæg vísbending fyrir hagstjórn en ætti ekki beinlínis að vera markmið hennar*

Viðskiptahallinn árin 1998-2000 var vísbending um alvarlegt ójafnvægi í þjóðarbúskapnum, sem leiddi til verðbólgu og að lokum töluverðs afturkippis í þjóðarbúskapnum.<sup>26</sup> Áleitinn spurning er hvort aðgerðir stjórnvalda hafi að einhverju leyti kynt undir ofþenslunni eða a.m.k. hvort hægt hefði verið að koma í veg fyrir hana með markvissari aðgerðum. Að setja markmið um viðskiptahalla, líkt og lagt er til í nýlegu riti Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands,<sup>27</sup> er hins vegar ekki raunhæft. Það væri að ráðast að sjúkdómseinkenni fremur en sjúkdómnum sjálfum. Aðgerðir í peningamálum sem beinast að rótum óhóflegs viðskiptahalla geta til dæmis aukið á hallann til skamms tíma litið. Að auki geta ástæður viðskiptahalla verið mismunandi, eins og fyrr hefur verið nefnt, og því erfitt að ákveða einhver algild mörk í þeim efnunum. Viðskiptahalli sem nemur 1/10 af landsframleiðslu felur þó að öllu jöfnu í sér skýr skilaboð um að nauðsynlegt sé að grípa til einhverra

26. Óhóflegur vöxtur útlána, verðbólga og launabreytingar bentu til hins sama.

27. Sjá Gústaf Sigurðsson, Gylfi Zoega, Marta G. Skúladóttir og Tryggvi Þór Herbertsson (2000).

aðhaldsaðgerða. Við skulum líta á þátt Seðlabankans og hins opinbera í þeim efnum.

*Þáttur peningastefnunnar í myndun viðskiptahallans lítill – en aðhald hefði þurft að auka áður en viðskiptahallinn fór úr böndum*

Því hefur stundum verið haldið fram að Seðlabankinn hafi ýtt undir viðskiptahallann með aðhaldssamri peningastefnu. Á þessu máli eru tvær hliðar. Aðhaldssöm peningastefna dregur úr innlendri eftirspurn og stuðlar því þegar fram í sækir að minni viðskiptahalla, ekki meiri, og hefur líklega þegar upp er staðið engin áhrif. Leiði peningastefnan hins vegar til aukins vaxtamunar við útlönd getur hún þó til skamms tíma haft þau hliðaráhrif að raungengi krónunnar hækkar, sem veikir samkeppnisstöðu fyrir tækja á innlendum sem erlendum markaði og stuðlar að auknum innflutningi og þess vegna auknum viðskiptahalla. Liggja rætur aukins viðskiptahalla í of miklum vexti innlendrar eftirspurnar verður hins vegar ekki komist hjá þessari aukaverkun á meðan verið er að ná langtímamarkmiðinu um stöðugleika. Flest fyrri tímabil óhóflegs viðskiptahalla urðu í tengslum við hækkun raungengis umtalsvert yfir meðalstöðu til langs tíma. Aðhald í peningamálum hafði lítið með það að gera. Hækkun raungengis stafaði af því að verðlag og laun – ekki nafngengi – hækkuðu meira en í viðskiptalöndunum á sama tíma og gengi krónunnar var haldið stöðugu. Möguleikar stjórnvalda til að beita markaðsaðgerðum til virks aðhalds voru af skornum skammti.

Til þess að leggja mat á þátt peningastefnunnar í auknum viðskiptahalla til skamms tíma má meta i) samband vaxta og raungengis og ii) samband raungengis og viðskiptahalla. Samkvæmt mati sem gert hefur verið í Seðlabankanum má ætla að áhrif vaxtahækkana Seðlabankans til hækkunar raungengis á tímabilinu 1996-2000 hafi numið 2-2½% eða í mesta lagi 5½%.<sup>28</sup> Einfalt líkan af sambandi raungengis og viðskiptajafnaðar gefur til kynna að viðskiptajöfnuður versni mest árið eftir raungengishækkun. Þegar áhrif vaxtahækkana Seðlabankans voru mest hafa þau skv. þessu mati líklega numið á bilinu ½-1% af landsframleiðslu. Til langs tíma ættu áhrifin að

ganga til baka og langtímaáhrif að vera engin. Þjóðhagslíkan Þjóðhagsstofnunar gefur svipaðar niðurstöður til eins árs lítið, en áhrifin töluvert meiri til lengri tíma lítið, eða allt að 3½% eftir fimm ár ef raungengishækkun gengur til baka eftir 3 ár. Raunhæfara er þó að gera ráð fyrir áhrifum á bilinu 1½-2½%. Í ljósi þess að hækkun raungengis árin 1999-2000 reyndist skammvinn virðist ekki ástæða til að gera mikið úr skammtímaáhrifum aðhaldssamrar peningastefnu á viðskiptahallann.

Við upphaf þeirrar uppsveiflu sem nú er um garð gengin var staða stjórnvalda að ýmsu leyti betri. Gjaldeyrir- og fjármálamarkaðir, sem eru nauðsynlegur vettvangur nútíma peningastefnu, höfðu slitið barnsskónum og verðbólga var á svipuðu reki og í viðskiptalöndunum. En var þeim tækjum sem Seðlabankinn hafði yfir að ráða beitt af nægri framsýni, eða var umgjörð peningastefnunnar e.t.v. hindrun í vegi virkrar beitingar þessara stjórn tækja?

Þegar leitað er svara við þessum spurningum er rétt að hafa í huga að reynsla Íslands undanfarin ár er ekki einsdæmi. Ýmis lönd hafa gengið í gegnum tímabil ofpenslu og viðskiptahalla í kjölfar þess að höft á fjármagnshreyfingar voru afnumin á sl. tveimur áratugum. Má þar nefna Norðurlöndin og fleiri Evrópuríki árin 1992-1993 og röð atburða síðan þá: í Mexíkó, víða í Asíu, Rússlandi, Brasilíu, Tyrklandi og Argentínu, svo að það helsta sé nefnt. Í öllum tilvikum var viðleitni stjórnvalda til að halda gengi stöðugu á endanum borin ofurlíði, en eftir á að hyggja hefði hugsanlega mátt koma í veg fyrir eins harkaleg umskipti ef peningastefnan hefði verið óbundin af því að halda gengi stöðugu, þótt um það skuli ekki fullyrt.

Þegar horft er um öxl, bendir margt til þess að auka hefði þurft aðhald peningastefnunnar fyrir til að koma í veg fyrir að innlend eftirspurn færi jafn mikið úr böndum og raun bar vitni, sérstaklega í ljósi þess að vextir á skuldabréfum til langs tíma, yfirleitt verðtryggðum, eru fremur tregnæmir fyrir breytingum á skammtíma vöxtum. Í því sambandi er þó tvennt sem taka þarf tillit til. Í fyrsta lagi var Seðlabankinn bundinn af markmiðinu um stöðugt gengi. Að visu leyfðu formleg vikmörk 6% frávik til hvorrar áttar frá miðgengi, sem gaf e.t.v. raunhæft svigrúm upp á 3-4%, en framan af var lítið svo á að fyrst og fremst væri um öryggismörk að ræða. Sveigjanleikinn var þó smám saman aukinn og vikmörkin víkkuð

28. Sjá Þórarinn G. Pétursson, Mat á hlut vaxtahækkana Seðlabankans í auknum viðskiptahalla, Seðlabanki Íslands, óbirt minnisblað frá 24. janúar 2001.

í 9% til hvorrar áttar í febrúar árið 2000. Breytingin kom þó of seint og tók gengi krónunnar að veikjast skömmu síðar. Í öðru lagi voru ákvarðanir í peningamálum byggðar á upplýsingum og spám sem síðar kom í ljós að vanmátu styrk uppsveiflunnar. Það sem eftir á að hyggja virðist nokkuð augljóst var því ekki jafn víst á þeim tíma þegar ákvarðanir voru teknar.

Rökin fyrir því að auka hefði þurft sveigjanleika gengisstefnunnar fyrr (eða jafnvel afnema vikmörk stefnunnar með öllu) eru t.d. þessi: Meiri sveigjanleiki hefði gert Seðlabankanum kleift að hækka vexti fyrr og hraðar. Það hefði leitt til herra gengis, dregið úr arðsemi og fjárfestingu í atvinnurekstri og haft neikvæð áhrif á verðbólguna. Jafnframt hefði herra og breytilegra gengi leitt til meiri gengisóvissu og þannig hamlað gegn stórfelldri sókn í erlent lánsfé. Aðlögun innlendrar eftirspurnar hefði því sennilega hafist fyrr og samdráttur e.t.v. ekki orðið eins mikill og nýjustu áætlanir gefa til kynna. Þó er alls ekki víst að ferli aðlögunarinnar hefði orðið í grundvallaratriðum frábrugðið því sem varð.

#### *Stefnan í ríkisfjármálum hefði einnig getað verið aðhaldssamari*

Staða ríkissjóðs var með miklum blóma á ofpenslu-tímanum. Sterk staða ríkissjóðs var þó að verulegu leyti ávöxtur ofpenslunnar. Að teknu tilliti til hennar var stefnan í ríkisfjármálum líklega nálægt því að vera hlutlaus. Eigi að síður hélt hlutdeild hins opinbera í landsframleiðslu áfram að vaxa árin 1998-2000. Hækkun launa umfram verðlag á þar hlut að máli, en hækkun hlutfalls opinberrar fjárfestingar af ört vaxandi landsframleiðslu (sbr. mynd 8) bendir til að fjármálum hins opinbera hefði mátt beita á virkari hátt, t.d. með því að fresta opinberum framkvæmdum. Með tilliti til hagsveiflunnar hefðu verið sterk rök fyrir því að hækka fremur en lækka tekju-skattshlutfall, eins og gert var. Rétt er þó að hafa í huga að vegna þess að skattleysismörk fylgdu launaþróun ekki eftir, var tekjumissir ríkissjóðs ekki mikill. Þá átti framkvæmd einkavæðingar, þ.e.a.s. sala á FBA með afar rúmri eiginfjárstöðu, þátt í því að kynda undir framboð lánsfjár.

#### *Aðlögun með samdrætti eftirspurnar eða gengislækkun – áttu stjórnvöld val?*

Stjórnvöld geta við vissar aðstæður haft um það nokkurt val hvort aðlögun í lok ofpensluskeiðs verður í formi samdráttar í eftirspurn eða gengislækkunar. Undir árslok árið 2000 mátti hins vegar vera ljóst að staða stjórnvalda í þessum efnum hafði þrengst verulega. Þá þegar höfðu markaðsöflin tekið völdin af stjórnvöldum að nokkru leyti, eins og oft gerist þegar ójafnvægi í þjóðarbúskapnum verður mjög mikið. Nánast óhjákvæmilegt var að gengi krónunnar myndi lækka meira en æskilegt væri frá sjónarhóli verðlagsstöðugleika. Þessa gengislækkun gat Seðlabankinn tæpast komið í veg fyrir nema með griðarlega háum vöxtum og stórfelldum inngrípum á gjaldeyrismarkaði, en hvort tveggja hefði haft enn meiri samdrátt í för með sér en raun varð á. Jafnvel slíkt dugir stundum ekki til, ef marka má reynslu fjölmargra ríkja á undanförunum árum, ef traust á gjaldmiðli og efnahag viðkomandi lands bregst illilega. Ógerlegt er að fullyrða hvað gerst hefði ef peningastefnan hefði verið umtalsvert aðhaldssamari eða slakari en raun varð á – án þess þó að fara út í neinar öfgar. Hóflæg lækkun gengis getur haft örvandi heildaráhrif á þjóðarbúskapinn. Stórfelld gengislækkun getur hins vegar valdið samdrætti í sjálfu sér, vegna þess að neyslu- og fjárfestingarvara (ekki bara innflutt) verður dýrari og traust á framtíðarhagvöxt minnkar. Mikil gengislækkun getur ennfremur kipt rekstrargrundvelli undan skuldugum fyrirtækjum og heimilum, í versta falli fjármálakerfisins, sem getur ekki síður leitt til mikils samdráttar en háir vextir. Ef samdráttur innlendrar eftirspurnar verður hvort eð er ekki umflúinn, eru það sterk rök fyrir að beita hagstjórnartækjum á þann veg að ekki ýti undir frekari gengislækkun.

## VI Niðurlag

Eins og höfundur fjallaði um í grein á sama vettvangi fyrir tveimur árum gaf samanburður við fyrri tímabil mikils viðskiptahalla hérlendis og erlendis til kynna að búast mætti við töluvert harkalegri aðlögun í kjölfar tímabils eins mikils viðskiptahalla og varð árin 1998-2000.<sup>29</sup> Þetta gekk eftir, þótt ekki séu öll kurl

29. Sjá Arnór Sighvatsson, „Viðskiptahallinn í alþjóðlegum og sögulegum samanburði“, *Peningamál* 2001/1.

komin til grafar. Reyndar munu stórframkvæmdir á sviði stóriðju og orkumála koma sem ljúfur afréttari, sem léttir landsmönnum þjáningar timburmanna eftir margra ára gleðskap. Í samanburði við lönd sem gengið hafa í gegnum álíka mikil umskipti viðskipta-jafnaðar undanfarna áratugi má segja að íslenskur þjóðarbúskapur hafi sloppið nokkuð vel. Í a.m.k. þremur af sex OECD-löndum sem gengu í gegnum svipuð umskipti átti fjármálakreppa hlut að máli. Noregur og Ísland sluppu við slíkar hremmingar. Í báðum löndum urðu hagstæð ytri skilyrði á tímum aðlögunar eftirspurnar að loknu ofþensluskeiði til þess að draga úr eftirköstunum. Gott verðlag á erlendum mörkuðum og ágætur útflutningur höfðu mest áhrif árið 2001, en árið eftir átti raunsamdráttur og verðlækkun innflutnings stærstan hlut að máli, auk þess sem erlend vaxta- og gengisþróun var hagstæð.

Að hluta til má skýra hina hröðu hjöðnun viðskiptahallans með því að hann átti að töluverðu leyti rót sína að rekja til minni innflutnings neyslu- og fjárfestingarvöru, að aflokinni fjárfestingar- og endurnýjunarbylgju. Þáttur þess hluta hjöðunarinnar sem ekki er hægt að rekja til þessara tveggja þátta var þó meiri. Ofþensluskeiðið sem á undan fór var einfaldlega komið að endalokum. Þegar tregðu tók að gæta í lánsfjárinnstreymi, sem hafði haldið

uppi óeðlilega mikilli innlendri eftirspurn, féll gengi krónunnar og magnaði hjöðnun eftirspurnar, sem óhjákvæmilega hlaut að fylgja afturhvarfi til jafnvægis í sparnaði einkageirans. Krafa um efnahagslega aðlögun fremur en spákaupmennska eða örvilun virðist hafa þvingað fram gengisbreytingar, þótt krónan hafi fallið langt niður fyrir það gengi sem þurfti til að koma á jöfnuði í þjóðarbúskapnum.

Í samanburði við mörg fyrri tímabil myndunar og hjöðunar viðskiptahalla er erfitt að sjá að hagstjórn hafi haft afgerandi áhrif, þótt finna megi að ýmsum þáttum hennar. Gengisfyrirkomulagið kann vissulega að hafa verið peningastefnunni töluverður fjötur um fót. Þó er ekki víst að framvindan hefði orðið með öllu ólík þótt núverandi stefnu hefði verið fylgt. Gæði hagstjórnar takmarkast mjög af getu stjórnvalda til að sjá fyrir um afleiðingar atburða, sem hver um sig virðist ekki líklegur til að valda stórvægilegri röskun jafnvægis í þjóðarbúskapnum, en valda til samans miklum og ófyrirsjáanlegum sveiflum. Þótt Seðlabankinn hafi lengi varað við þeim ofþenslu-merkjum sem greinileg voru strax árið 1998, sá hvorki bankinn né aðrir fyrir þær öfgar sem einkenndu árið 2000. Þetta er hollt að hafa í huga um þessar mundir þegar stjórnvöld standa frammi fyrir einhverjum mestu framkvæmdum Íslandssögunnar.

## Heimildir

Ades, Alberto, og Fredrico Kaune (1997). „A new measurement of current account sustainability for developing countries“. *Goldman-Sachs Emerging Markets Economic Research*.

Arnór Sighvatsson (2001). „Viðskiptahallinn í alþjóðlegum og sögulegum samanburði“, *Peningamál* 2002/1.

Blanchard, Olivier (1983). „Debt and the current account deficit in Brazil“, í Pedro Aspe Armella, Rudiger Dornbush og Maurice Obstfeld (ritstj.), *Financial Policy and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries*. University of Chicago Press.

Calvo, Guillermo A., Leonardo Leuiderman og Carmen Reinhart (1993). „Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors.“. *IMF Staff Papers* 40, mars.

Corden, W. Max (1984). *Economic Policy, Exchange Rates, and the International System*. Oxford University Press & University of Chicago Press.

Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti og Nouriel Roubini (1998). „Paper tigers? A model of the Asian crisis.“ *NBER-Bank of Portugal International Seminar on Macroeconomics, Lissabon* 14.-15. júní.

Edwards, Sebastian (1993). „Exchange rates as Nominal Anchors“, *Weltwirtschaftliches Archiv* 129.

Edwards, Sebastian (2001). „Does the current account matter?“ *Working Paper 8275*, NBER maí.

Eichengreen, B., A.K. Rose og C. Wyplosz (1995). „Exchange market mayhem: The antecedents and aftermath of speculative attacks“, *Economic Policy Journal* 21.

Frankel, J., and A. Rose (1996). „Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment“, *Journal of International Economics* 41.

Gústaf Sigurðsson, Gylfi Zoëga, Marta G. Skúladóttir og Tryggvi Þór Herbertsson (2000). *Velferð og viðskipti. Um eðli og orsakir viðskiptahalla*, haustskýrsla Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands.

Kaminsky, G. og C. Reinhart (1999), „The twin crises: The cause of banking and balance of payment problems,“ *American Economic Review*, 89 bindi, nr. 3.

Milesi-Ferretti, Gian Maria, og Assaf Razin (2000). „Current account reversals and currency crises: Empirical regularities“, í Paul Krugman (ritstj.), *Currency Crises*, University of Chicago Press.

Obstfeld, Maurice, og Kenneth Rogoff (1996). *Foundations of International Macroeconomics*. MIT Press.

Sachs, Jeffrey (1981). „The current account and macroeconomic adjustment in the 1970s. *Brookings Papers of Economic Activity* 1.

Þórarinn G. Pétursson, „Mat á hlut vaxtahækkana Seðlabankans í auknum viðskiptahalla“, Seðlabanki Íslands, óbirt minnisblað frá 24. janúar 2001. Sjá helstu niðurstöður í *Peningamállum* 2001/1.