

H a u s t s k ý r s l a 2 0 0 0

# Velferð og viðskipti

Um eðli og orsakir viðskiptahalla

Gústav Sigurðsson

Gylfi Zoëga

Marta Guðrún Skúladóttir

Tryggvi Þór Herbertsson

Hagfræðistofnun Háskóla Íslands



# Velferð og viðskipti

Um eðli og orsakir viðskiptahalla

Gústav Sigurðsson

Gylfi Zoëga

Marta G. Skúladóttir

Tryggvi Þór Herbertsson

Hönnun kápu: Hunang ehf.

Prentun: Gutenberg

**Velferð og viðskipti**

**Um eðli og orsakir viðskiptahalla**

Höfundarréttur © 2000 Hagfræðistofnun Háskóla Íslands

ISBN 9979-9045-1-8

## Efnisyfirlit

Efnisyfirlit.....	3
Myndalisti.....	4
Töflulisti.....	5
Rammar.....	6
Formáli.....	7
Ágrip.....	11
1. Inngangur.....	21
2. Viðskiptajöfnuður, neysla og fjárfesting.....	23
2.1 Nokkrar bókhaldsjöfnur.....	23
2.2 Eðli viðskiptajöfnuðar.....	26
2.3 Viðskiptajöfnuður og alþjóðlegir fjármagnsmarkaðir.....	34
2.4 Viðskiptahalli og neyslujöfnun.....	37
2.5 Skuldabyrðin og afleiðingar langvarandi viðskiptahalla.....	43
2.6 Umfang viðskipta milli tímabila.....	48
2.7 Getur viðskiptahalli/-afgangur verið slæmur?.....	51
2.8 Viðskiptajöfnuður og stjórnmál.....	52
3. Ríkisfjármál og viðskiptajöfnuður.....	55
3.1 Mælikvarði á fjármálastefnu ríkissjóðs.....	55
3.2 Tengsl fjárlagahalla og viðskiptajöfnuðar.....	56
3.3 Neyslujöfnun og skattastefna.....	60
3.4 Ríkisútgjöld og aldurssamsetning þjóða.....	61
3.5 Kynslóðareikningar.....	65
3.6 Hættan af of mikilli skuldasöfnun ríkissjóðs.....	70
3.7 Erlendar eða innlendar skuldir?.....	76
4. Gengisstefna, framleiðsla og viðskipti til skemmri tíma.....	77
4.1 Gengi og framleiðsla.....	78
4.2 Fjármálastefnan og viðskiptahallinn.....	88
4.3 Hagstjórn, innra og ytra jafnvægi.....	88
4.4 Áhrif eignaverðs á eftirspurn.....	92
4.5 Hvað gerist ef viðskiptahalli er viðvarandi?.....	97
4.6 Samspil viðskiptahalla og fjármálakerfis.....	98
5. Stöðugleiki fjármálakerfisins.....	103
5.1 Markaðsbrestir.....	104
5.2 Hrakval og freistnivandi í bankastarfsemi.....	106
5.3 Stöðugleiki fjármálakerfisins.....	112
5.4 Hagstjórn og stöðugleiki íslenska fjármálakerfisins.....	115
6. Niðurstöður og tillögur.....	127
Heimildir.....	135
Viðauki A. Ráðgáta Feldsteins og Horioka.....	139
Viðauki B. Alþjóðlegur samanburður.....	145
English Summary.....	152

## Myndalisti

Mynd 2.1 Hreinn útflutningur Íslendinga til Bretlands 1935-50, verðlag 1999.....	28
Mynd 2.2 Hreinn vöruútflutningur Íslendinga til helstu viðskiptalanda á 20. öldinni ..	30
Mynd 2.3 Breytingar viðskiptajöfnuðar og aflaverðmætis .....	33
Mynd 2.4 Metinn og raunverulegur viðskiptajöfnuður .....	38
Mynd 2.5 Samband metins viðskiptajöfnuðar og ýmissa þjóðhagsstærða.....	39
Mynd 2.6 Samband hagvaxtar og sparnaðar í OECD, 1990-97 .....	40
Mynd 2.7 Samband mannfjölda og alþjóðaviðskipta í OECD, 1960-97.....	42
Mynd 2.8 Samband mannfjölda og breytileika viðskiptajöfnuðar í OECD, 1960-97 .....	43
Mynd 2.9 Jafnbyrðisferlar vaxtastigs og skuldahlutfalls og staðsetning Íslands 1970-99 .....	45
Mynd 2.10 Erlendar skuldir og vaxtastig (vextir–hagvöxtur), 1980-99 .....	47
Mynd 2.11 Samband erlendra skuldasöfnunar og viðskiptajöfnuðar á Íslandi 1968- 2000 .....	48
Mynd 2.12 Fjárfesting, sparnaður og vöruskiptajöfnuður á Íslandi 1945-99 .....	50
Mynd 2.13 Bein fjárfesting og fjárfesting í hlutabréfum Íslendinga í útlöndum og útlendinga á Íslandi, 1990-99 .....	51
Mynd 3.1 Raunveruleg afkoma og kerfisafkoma ríkissjóðs, 1990- 2000 .....	56
Mynd 3.2 Samband ríkishalla og viðskiptajöfnuðar í ríkjum OECD, 1988-97 .....	58
Mynd 3.3 Samband ríkishalla og viðskiptajöfnuðar á Íslandi, 1972-97 .....	58
Mynd 3.4 Samband afkomu ríkissjóðs og viðskiptajöfnuðar í Bandaríkjunum, 1960-97 .....	59
Mynd 3.5 Samband aldurssamsetningar þjóða og fjármála hins opinbera í 84 löndum, 1960–90 .....	62
Mynd 3.6 Meðalskattgreiðslur eftir aldri og kyni árið 1998.....	66
Mynd 3.7 Meðalendurgreiðslur eftir aldri og kyni árið 1998.....	67
Mynd 4.1 Vaxtamunur erlendra og innlendra þriggja mánaða ríkisvixla, 1. jan. 1997–18. okt. 2000 .....	80
Mynd 4.2 Gengisvísitala íslensku krónunnar og forvextir Seðlabanka Íslands, 1. jan.–8. nóv. 2000 .....	81
Mynd 4.3 Samband raungengis á mælikvarða hlutfallslegra launa og bílainnflutnings, 1985–98 .....	82
Mynd 4.4 Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af VLF og raungengi á mælikvarða hlutfallslegs verðlags, 1960–99.....	83
Mynd 4.5 Raungengi á mælikvarða hlutfallslegs verðlags, jan. 1980 – sept. 2000 ....	84
Mynd 4.6 Samband verðbólgbreytinga og atvinnuleysis á Íslandi, 1962–90 .....	86
Mynd 4.7 Samband viðskiptajöfnuðar og framleiðslu við fljótandi gengi.....	89
Mynd 4.8 Hagvöxtur og viðskiptajöfnuður, atvinnuleysi og verðbólga, 1990–99 (spár 2000).....	90

Mynd 4.9 Afkoma ríkissjóðs og hins opinbera 1990–99 (spá 2000), gengisvísitala krónunnar og raungengi á mælikvarða verðlags, 1990–sept. 2000 .....	91
Mynd 4.10 Þróun hlutabréfavísitölu VÞÍ tímabilið 31. des. 1992–20. okt. 2000 og fermetraverðs fasteigna á höfuðborgarsvæðinu tímabilið jan. 1996–ágúst 2000. 93	
Mynd 5.1 Útlánatap íslenskra fjármálastofnana og fjöldi gjaldþrotáúrskurða félaga 1989-99.....	110
Mynd 5.2 Hreint streymi fjármagns til Íslands 1990- 99 .....	116
Mynd 5.3 Vöxtur útlána (12 mánaða breyting) og erlendar skuldir innlánsstofnana, jan. 1990 - maí 2000 .....	117
Mynd 5.4 Innlendar og erlendar skuldir fyrirtækja sem hlutfall af landsframleiðslu og skuldir heimilanna sem hlutfall af ráðstöfunartekjum þeirra 1980- 99.....	118
Mynd 5.5 Erlend skamm- og langtímalán innlánsstofnana tímabilið jan. 1990 til maí 2000 á verðlagi september 2000.....	122
Mynd 5.6 Erlendar eignir og skuldir innlánsstofnana og vaxtamunur íslenskra og erlendra ríkisvixla .....	123

## Töflulisti

Tafla 2.1 Samband vaxtastigs, skuldahlutfalls og vaxtabyrði.....	44
Tafla 2.2 Vaxtabyrði sem hlutfall af VLF.....	46
Tafla 3.1 Kynslóðareikningar fyrir Ísland 1998 .....	68
Tafla 3.2 Skattbyrði komandi kynslóða .....	69
Tafla 4.1 Auðsáhrif á neyslu .....	93
Tafla 4.2 Samband V/H-hlutfalls, ávöxtunarkröfu og hagvaxtar .....	95
Tafla 5.1 Lækkun eiginfjár eftir gengislækkun og útlánatap.....	124
Tafla 5.2 Eiginfjárhlutfall innlánsstofnana eftir gengislækkun og útlánatap.....	125
Tafla B.1. Einkaneysla, % af vergri landsframleiðslu .....	145
Tafla B.2. Samneysla, % af vergri landsframleiðslu .....	145
Tafla B.3. Verg fjármunamyndun, % af vergri landsframleiðslu.....	146
Tafla B.4. Útflutningur vöru og þjónustu, % af vergri landsframleiðslu .....	146
Tafla B.5. Innflutningur vöru og þjónustu, % af vergri landsframleiðslu .....	147
Tafla B.6. Hreinn sparnaður, % af vergri landsframleiðslu.....	147
Tafla B.7. Viðskiptajöfnuður, % af VLF.....	148
Tafla B.8. Mesti viðskiptahalli, 1960-97.....	148
Tafla B.9. Viðskiptajöfnuður og fjárfesting einkaaðila og hins opinbera, % af VLF..	149
Tafla B.10. Greiðslujöfnuður árið 1998, % af VLF .....	149
Tafla B.11. Greiðslujöfnuður 1989-98, % af VLF.....	150

## Rammar

Rammi 2.1	Hlutur vöruskipta- og þjónustujöfnuðar í viðskiptajöfnuði.....	25
Rammi 2.2	Neyslujöfnun til forna .....	27
Rammi 2.3	Kenningin um hlutfallslega yfirburði .....	31
Rammi 2.4	Olúsjóður Norðmanna.....	34
Rammi 2.5	Sparnaður, fjárfesting og viðskiptahalli á Írlandi.....	35
Rammi 2.6	Reagan árin .....	36
Rammi 2.7	Samband aldursamsetningar þjóða og viðskiptahalla .....	41
Rammi 3.1	Fjármálastefna ríkissjóðs.....	55
Rammi 3.2	Ríkisútgjöld á stríðstímum .....	60
Rammi 3.3	Jafngildiskenning Ricardos .....	64
Rammi 3.4	Lánshæfismat.....	72
Rammi 4.1	Áhrif peningamálastefnu .....	79
Rammi 4.2	Kenningin um náttúrulegt atvinnuleysi.....	85
Rammi 4.3	Baráttan um álagninguna.....	87
Rammi 4.4	Íslenski hlutabréfamarkaðurinn.....	96
Rammi 4.7	Er viðskiptaafgangur alltaf eftirsóknarverður? .....	98
Rammi 4.8	Viðskiptahalli í öðrum löndum .....	99

## Formáli

Undanfarna áratugi hafa Þjóðhagsstofnun og Seðlabanki Íslands, auk sérfræðinga í ráðuneytum, farið með efnahagsráðgjöf fyrir ríkisstjórnina hverju sinni og jafnframt tekið þátt í því að móta efnahagsstefnu til skamms tíma. Ekki er annað að sjá en að vel hafi til tekist og að svo verði áfram. Á hinn bóginn hefur nokkuð skort á að litið sé til lengri tíma. Til þess að bæta úr þessu er ætlunin að Hagfræðistofnun Háskóla Íslands hleypi af stokkunum röð rannsókna sem beinast að því að skoða langtímaþróun ýmissa þátta efnahagslífsins og munu þær verða birtar í svokallaðri haustskýrslu Hagfræðistofnunar. Er þetta bókarkorn fyrsta skýrslan í þeirri ritröð.

Á síðustu árum hefur mikill viðskiptahalli verið þrálátur hérlendis og af því hefur spunnist mikil opinber umræða. Hins vegar hefur nokkuð skort á að hinar ýmsu hliðar málsins fengju ítarlega umfjöllun, jafnframt því sem borið hefur á misskilningi á eðli hallans. Í þessari fyrstu haustskýrslu Hagfræðistofnunar eru settar fram helstu kenningar hagfræðinnar um eðli og orsakir viðskiptahalla í ljósi íslenskra aðstæðna.

Hér verða færð rök fyrir því að jöfnuður á viðskiptum við útlönd eigi ekki að skipa sama sess á meðal hagstjórnarmarkmiða ríkisvaldsins eins og efling hagvaxtar, lítið atvinnuleysi og stöðug og lág verðbólga. Þessi þrjú markmið efnahagsstjórnar eiga að skipast í öndvegi, en ekki viðskiptajöfnuðurinn. Mikill og stöðugur hagvöxtur verður til þess að lífskjör batna ár frá ári og því skipar hann hæstan sess meðal markmiða hagstjórnar. Um mikilvægi fullrar atvinnu þarf ekki að fara mörgum orðum, enda þótt almannatryggingar hafi dregið úr því böli sem atvinnuleysi fylgir. Um þriðja markmiðið, stöðuga og jafnframt lága verðbólgu, hafa á stundum verið nokkuð skiptar skoðanir. Það getur þó ekki farið á milli mála, allra síst með tilliti til reynslu hér á landi, að komist verðbólga á skrið er ekki unnt að halda henni stöðugri, né heldur er hlaupið að því að koma henni aftur niður. Mikil og sveiflukennd verðbólga útilokar hins vegar alla skynsamlega áætlanagerð fyrirtækja jafnt sem heimila og hlýtur þess vegna að lama hagvöxt þegar til langs tíma er litið, auk þess usla sem hún veldur í tekjuskiptingu.

En af hverju skyldi jöfnuður á viðskiptum við útlönd ekki eiga heima meðal þessara hagstjórnarmarkmiða? Viðskiptahalli felur í sér að verðmæti innfluttrar vöru og þjónustu er meira en verðmæti útflutnings. Þannig fæst meira frá umheiminum en gefið er til baka. Af hverju skyldi það vera slæmt? Ef til vill eiga þessar áhyggjur rætur að rekja til þess að það sé talið merki óstjórnar þegar þjóð lifir um efni fram. Hugsunin er sú að viðvarandi halli hljóti að enda með því að þjóðfélagið komist í þrot. Hér virðist



viðskiptajöfnuði jafnað saman við fjárhag heimilanna. En sé þeirri samlíkingu haldið áfram er ljóst að áhyggjurnar eiga oft og tíðum ekki rétt á sér.

Halli getur verið á viðskiptum heimilis við umheiminn þótt ekki sé óstjórn og brúli um að kenna. Þannig lifa námsmenn um efni fram ef þeir reiða sig á námslánakerfið. Ungar fjölskyldur sem eru að koma þaki yfir höfuðið eyða um efni fram þegar lán eru tekin til húsnæðisкупа. Lán tekin til kaupa á bílum og heimilistækjum eru þá sömuleiðis merki um umframeyðslu. Einnig er ljóst að fólk sem komið er á eftirlaun lifir yfirleitt á uppsöfnuðum sparnaði. Það eyðir meiru en það aflar. Viðskiptahalli eldri kynslóða er þannig oft umtalsverður eins og hinna ungu. Á móti kemur að fólk sem hefur lokið námi, hafið störf og séð sér fyrir húsakosti hefur yfirleitt afgang á viðskiptum sínum við umheiminn. Fyrir vikið getur þjóðin sem heild haft jöfnuð á viðskiptum við útlönd, þ.e.a.s. ef fjöldi vinnandi fólks er nægilega mikill í samanburði við fjölda ungmenna og eldri borgara.

Hugsanle ga má einnig rekja áhyggjur af viðvarandi viðskiptahalla til hagfræðikenninga fyrri tíma, en samkvæmt kaupskaparstefnunni átti ávallt að leitast við að hafa afgang á viðskiptum við útlönd og að þeim þjóðum vegnaði best sem ættu mest gull í hirslum sínum. Ljóst er af því sem að framan er sagt að skýrsluhöfundar telja viðskiptajöfnuð ekki eiga heima meðal helstu markmiða opinberrar hagstjórnar. Skoðun þeirra er sú að viðskiptajöfnuður sé í sjálfu sér hlutlaust fyrirbæri. En að þessu sögðu er þó rétt að taka fram að viðskiptajöfnuður sé millimarkmið stjórnvalda vegna þeirra áhrifa sem mikill viðskiptahalli getur haft á stöðugleika fjármálakerfisins.

Brestir í starfsemi fjármálastofnana, rekstri heimila og fyrirtækja geta þó valdið því að einkaneysla aukist of mikið frá einu ári til annars og lagt sé í óarðbæra fjárfestingu sem standi ekki undir vöxtum og afborgunum í framtíðinni. Viðskiptahallinn býður þá heim verri lífskjörum í framtíðinni, en almennt má segja að hallinn sé eingöngu vandamál ef rekja má hann til bresta í rekstri fyrirtækja, heimila og fjármálastofnana.

Í bráð hefur hagstjórn veruleg áhrif á viðskiptajöfnuð. Undanfarin misseri hefur peningamálastefnan leitt til mikils vaxtamunar á milli Íslands og útlanda sem hefur örvað innstreymi fjármagns til landsins og valdið hækkun raungengis. Hátt raungengi lækkar innflutningsverðlag og eykur eftirspurn eftir innflutningi og þar með viðskiptahallann. Hátt raungengi skerðir einnig stöðu samkeppnisatvinnugreinanna þar sem útflutningur þeirra er verðminni í íslenskum krónum en við lágt gengi, en það bætir enn á hallann. Á þennan hátt verður aðhaldssöm peningamálastefna sem beint er gegn verðbólgu til þess að auka á viðskiptahalla.

Skýrslan fjallar einnig um áhrif peningamálastefnunnar á stöðugleika fjármálakerfisins. Færð eru rök fyrir því að hætta sem stafar af núverandi viðskiptahalla felist fyrst og fremst í aukinni gengisáhættu og útlánaáhættu fjármálastofnana.

Meginniðurstaða skýrsluhöfunda er því sú að þótt jöfnuður á viðskiptum við útlönd sé ekki mikilvægt hagstjórnarmarkmið í sjálfu sér, þá sé afar mikilvægt að hafa áhrif peningamálastefnunnar á stöðugleika fjármálakerfisins í huga. Mælt er með því að öflugt eftirlit sé haft með áhættustjórn útlánastofnana og áætlanir verði gerðar um hugsanleg viðbrögð við áhrifum gengislækkunar og útlánataps á stöðugleika fjármálakerfisins. Í lok skýrslunnar er komið með tillögur sem horft gætu til úrbóta í hagstjórn á Íslandi og er þar eingöngu horft til langs tíma.

Rannsóknin var unnin á tímabilinu maí til október 2000 af Gylfa Zoëga, dósent við Birkbeck College, Gústavi Sigurðssyni og Mörtu Skúladóttur, sérfræðingum við Hagfræðistofnun og undirrituðum. Sérstakar þakkir fær Jónas H. Haralz sem las handritið yfir í heild og kom með fjölda athugasemda og ábendinga sem allar leiddu til bóta. Hagfræðingarnir Ásgeir Jónsson, Friðrik Már Baldursson, Ásta Hall og Sveinn Agnarsson, hjá Hagfræðistofnun, Már Guðmundsson aðalhagfræðingur Seðlabanka Íslands og Ólafur Davíðsson, ráðuneytisstjóri frosætisráðuneytisins lásu yfir og komu með gagnlegar ábendingar. Þessir aðilar bera þó á engan hátt ábyrgð á villum sem kunna að leynast í ritinu né lýsir það sköðunum þeirra á málefninu. Þórarinn G. Pétursson hjá Seðlabanka Íslands veitti dygga aðstoð við tölfræðimat á auðsáhrifum eignaverðs. Þá skrifaði Jerry Coackley, prófessor við Guildhall University viðauka við skýrsluna um samband sparnaðar og fjárfestingar. Rannsóknin er styrkt af Forsætisráðuneytinu.

Hagfræðistofnun, 15. nóvember 2000

Tryggvi Þór Herbertsson  
forstöðumaður



## Ágrip

Rannsókn þessi fjallar um áhrif viðskiptajöfnuðar á efnahag þjóða og hvort jöfnuður á utanríkisviðskiptum eigi að vera sérstakt markmið stjórnvalda á sama hátt og t.d. hagvöxtur, full atvinna eða lág og stöðug verðbólga.

### *Viðskiptajöfnuður, neysla og fjárfesting*

Í þjóðhagsreikningum er viðskiptajöfnuður skilgreindur sem mismunur sparnaðar og fjárfestingar innanlands. Sem slíkur mælir hann breytingar á hreinni eign þjóðarinnar erlendis. Þegar fjárfesting er meiri en innlendir sparnaður þarf þjóðin að taka erlend lán eða selja eignir til útlendinga til þess að brúa bilið. Viðskiptahalli leiðir því til þess að hrein eignastaða landsmanna erlendis rýrnar.

En halli á milliríkja viðskiptum þarf þó ekki að vera vandamál og getur hvoru tveggja verið merki um efnahagslegan styrk eða veikleika. Erlend lán sem tekin eru til þess að fjármagna arðbærar fjárfestingar og auka velferð í framtíðinni verða að teljast af hinu góða. Viðskiptahalli sem er afleiðing slíkrar framfarasóknar getur þá ekki heldur talist slæmur. En hvað má segja um erlend lán sem fyrst fremst ganga til þess að fjármagna neyslu?

Ef framleiðsla dregst tímabundið saman vegna lélegra aflabragða, slæmra viðskiptakjara, svo ekki sé talað um náttúruhamfarir og aðra óáran, er hagkvæmt að hafa halla á viðskiptum við útlönd þar til jafnvægi er aftur náð í þjóðarþúskapnum. Þannig er komið í veg fyrir sveiflur í lífskjörum þjóðarinnar og að ákveðnir hópar eða einstaklingar geti lent á vonarvöl vegna tímabundinna efnahagsferiðleika. Erlendu lánin eru síðan greidd upp með viðskiptafgangi þegar betur árar. Þannig er enn fremur komið í veg fyrir að landsmenn sleppi fram af sér beislinu í tímabundnu góðæri. Með öðrum orðum, erlend lántaka og sveiflur á viðskiptajöfnuði geta orðið til þess að jafna neyslu á milli tímabila og auka þannig velferð.

Þetta eru aðeins tvö dæmi um hvernig aðgangur að alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum samfara breytingum á viðskiptajöfnuði getur falið í sér hagsbætur. Í íslenskri hagsögu eru mörg dæmi um að viðskiptahalli hafi myndast í kjölfar aflabrests og einnig samfara miklum fjárfestingum.

Hins vegar eru aðrir þættir sem snerta hreinan sparnað einstakra þjóða og hafa áhrif á viðskiptajöfnuð, þar með talið aldurs samsetning þjóðarinnar. En flestir lifa umfram efni í upphafi ævi sinnar og þegar dregur að lokum hennar. Ungt fólk tekur lán til þess að standa straum af námskostnaði og öðrum fjárútlátum sem nauðsynleg eru til þess að

koma sér fyrir. Þeir sem eldri eru lifa aftur á móti á uppsöfnuðum lífeyrissparnaði og ganga þannig á eignir sínar. Hins vegar eyðir fólk á miðjum aldri yfirleitt minna en sem svarar tekjum í því augnamiði að spara til elliáranna. Þannig má, svo dæmi sé tekið, rekja mikinn viðskiptaafgang Japana á undanförunum 10-20 árum til þess að hlutfallslega margir Japanir fæddust eftir seinna stríð og þeir árgangar eru nú á miðjum aldri og spara þeir nú fyrir eftirlaunum sínum.

Sú spurning kann ef til vill að vakna hvort byrði af erlendum skuldum geti orðið of mikil. Í því efni verður að líta til hagvaxtar. Ef vöxtur þjóðarframleiðslu er jafn vöxtum á erlendum lánum, er unnt að taka lán til þess að standa straum af vöxtum og afborgunum án þess að skuldir vaxi sem hlutfall af þjóðarframleiðslu. Þá er skuldabyrðin stöðug. Ef vextir eru meiri en hagvöxtur, vex skuldabyrði með tíma og jafnframt gengur á þau efni sem landsmenn geta varið til neyslu. Í þessu riti er sýnt fram á að ef hlutfall skulda er hátt, skipta vextir og hagvöxtur mun meiru fyrir skuldabyrðina en breytingar á höfuðstól erlendra skulda. Aftur á móti ef skulda-hlutfallið er mjög lágt þá eru það fyrst og fremst breytingar á höfuðstólnum sjálfum sem ráða skuldabyrðinni.

Hámark þolanlegrar skuldabyrði ákvarðast síðan af því hversu mikið er unnt að draga úr neyslu og þannig skapa þjóðahagslegan sparnað, í þeim tilgangi að greiða vexti og afborganir af erlendum lánum. Þetta hámark veltur meðal annars á stofnunum þjóðfélagsins og stöðugleika hagkerfisins. Það skiptir til dæmis máli hvaða viðmið verkalyðshreyfingin hefur í kaupkröfum sínum, en einnig hversu sterk hefð er fyrir eignarrétti, lögum og reglu. Þá ræður tekjuskipting miklu, þ.e.a.s. hvernig hagur af erlendri skuldasöfnun, viðskiptahalla hvers árs, hefur dreifst á þegnana í tímans rás. Af þessu leiðir að hámark skuldabyrði er breytilegt á milli landa og einnig á milli tímabila. Því er einungis unnt að meta með huglægum hætti hvenær hættuástand gæti skapast.

En getur viðskiptahallinn sjálfur aldrei talist til vandamála svo lengi sem skuldabyrðin er bærileg? Jú, ýmsir markaðsbrestir og mistök í rekstri fyrirtækja, væntinga heimila og lánastofnana geta mögulega orðið til þess að mikill halli getur myndast. Mikil útlánþensla, sem lýsir sér í því að venjubundinni varúð í lánveitingum er varpað fyrir róða, getur valdið þenslu og viðskiptahalla sem erfitt er að réttlæta með þeim hagkæmnisrökum sem hér hafa verið sett fram. Þetta á einnig við um væntingar um gengislækkun sem örva kaup á varanlegum neysluvörum. Ef innflutningur eykst mikið vegna þess að gengið er hátt og útlán mikil er ljóst að áhrifin á þjóðhagslega velferð geta verið neikvæð. Hér eru þá á ferð markaðsbrestir sem verða þess valdandi að viðskiptahalli getur orðið of mikill í þeim skilningi að þjóðarhagur skaðist.

Annað dæmi um óhóflegan viðskiptahalla felst í áhrifum mikillar og óarðbærrar fjárfestingar. Þegar mistök og markaðsbrestir í útlánakerfinu verða þess valdandi að ráðist er í framkvæmdir sem eru annað hvort áhættusamar eða arðlittlar, geta útlánatöp orðið til þess að draga úr neyslu framtíðar þegar lánin eru greidd til baka. Slík

fjárfestingarmistök geta þannig valdið viðskiptahalla sem ekki er unnt að réttlæta með hagkvæmnisrökum okkar.

En hvað um ýmsar opinberar fjárfestingar og útgjöld sem ekki gefa beinhardan arð en þykja þó horfa til framfara? Hvað með tónleikahallir, sínfóníuhljómsveitir og aðra menningar- og listastarfsemi sem þarfnast opinberra styrkja? Ríkisútgjöld sem standa straum af slíkum framkvæmdum minnka þjóðhagslegan sparnað á meðan á framkvæmdum stendur og verða þá til þess að auka viðskiptahallann. Við tökum þá erlend lán til þess að standa straum af fjárfestingu á menningarsviðinu. Afleiðingin verður sú að einkaneysla verður minni í framtíðinni en samneysla á listum og öðru andlegu fæði meiri.

En sjást þess einhver merki að hallinn á rekstri hins opinbera, sem felur í sér minni þjóðhagslegan sparnað, útskýri breytingar viðskiptahalla yfir tíma eða mismun á milli landa? Unnt er að finna nokkur dæmi þess, svo sem áhrif sameiningar Þýskalands og aukning ríkisútgjalda af því tilefni á viðskiptahalla landsins. En þegar rættu eru gögn sem ná til margra landa er erfitt að finna tölfræðilegt samband á milli breytinga á opinberum útgjöldum og viðskiptahalla. Niðurstaðan er því sú að þótt ríkishalli auki á viðskiptahallann, þá eru margir aðrir þættir sem koma hér að verki og því er oft erfitt að finna tölfræðilega marktækt samband á milli þessara tveggja breyta.

### *Viðskiptajöfnuður til skamms tíma*

Þegar hugað er að áhrifum hagsveiflna, þá leiðir skammtímaaukning eftirspurnar eftir vörum og þjónustu til þess að viðskiptajöfnuður versnar, jafnframt því sem landsframleiðsla eykst. En í litlu landi eins og Íslandi hlýtur drjúgur hluti neysluvöru að vera innfluttur. Aukning útflutningseftirspurnar veldur því hins vegar að viðskiptahalli minnkar og framleiðsla eykst. Til þess að stemma stigu við slíkri hagsveiflu, sem felur í sér skammtímabreytingar atvinnustigs og framleiðslu, geta stjórnvöld beitt bæði stýritækjum peningamálastjórnar og ríkisfjármála.

Ef Seðlabankinn hækkar vexti styrkir það gengi krónunnar og þar með hækkar raungengi þegar til skamms tíma er litið. Þá minnkar eftirspurn og framleiðsla jafnframt því sem íslenskar vörur verða hlutfallslega dýrari innanlands sem utan og viðskiptajöfnuður versnar. Oft gerist það þó að sígandi gengi fylgir í kjölfar mikillar gengishækkunar svo væntanleg ávöxtun innlendra og erlendra skuldabréfa haldist jöfn. Því má segja að vaxtahækkun valdi ávallt nægilega mikilli gengishækkun til þess að markaðurinn geti búist við lækkun gengis í framtíðinni. Aukning ríkisútgjalda eða skattalækkunar verka aftur á móti til gengislækkunar og þar með hækkan á hlutfallsverði innlendra framleiðslu þegar til skamms tíma er litið. Í þessu tilviki eykst framleiðsla en viðskiptajöfnuður versnar.

Niðurstaðan er því sú að ef stjórnvöld vilja stemma stigu við vaxandi verðbólgu og viðskiptahalla samtímis, eins og verið hefur hérlendis undanfarin misseri, þá verða þau að beita aðhaldi í ríkisfjármálum. En ef slíkt aðhald er ekki nægilegt verða einnig að

koma til vaxtahækkunar og aðhaldssöm stefna í peningamálum. En það skyldi þó haft í huga að hækkun vaxta dregur úr verðbólgu en hættir jafnframt til þess auka halla á viðskiptum við önnur lönd. Af þessum sökum er varasamt að reiða sig einungis á peningamálaaðgerðir í þeirri viðleitni að viðhalda innra jafnvægi í þjóðarbúskapnum, s.s. stöðugu verðlagi, og einnig ytra jafnvægi sem felst í því að viðskiptahalli (afgangur) verði ekki „of“ mikill. Þó verður að nefna að hugtök eins *of mikið* eða *of lítið* verða hér að teljast matsatriði.

Undanfarin misseri hafa stýrivextir Seðlabankans verið hækkaðir mikið hér á landi í því skyni að draga úr eftirspurn og stemma stigu við verðbólgu. Er svo komið að munur innlendra og erlendra skammtíma vaxta er um 6%. Af þessum sökum hefur viðskiptahalli verið enn meiri en vöxtur einkaneyslu og fjárfestingareftirspurnar gefur tilefni til. Hér hefur Seðlabankinn brugðist rétt við til þess að draga úr þenslu á vinnumarkaði og launaskriði. Slík stefna er réttlætanleg þegar atvinnuleysi er lægra en svokallað *náttúrulegt atvinnuleysi*, sem er það stig atvinnuleysis sem samrýmist stöðugri verðbólgu. En óumflýjanleg afleiðing þessarar stefnu hefur verið vaxandi viðskiptahalli.

### *Stöðugleiki fjármálakerfisins*

Við bendum á ýmsar hættur sem steðja að stöðugleika fjármálakerfisins og tengjast tækjum og markmiðum peningamálastefnunnar. Við sýnum fram á að hinn mikli vaxtamunur sem verið hefur á milli innlendra og erlendra fjármagnsmarkaða hefur leitt til þess að fjárfestar hafa tekið erlend lán í gegnum innlendar lánastofnanir og fjárfest í verðbréfum innanlands. Slíkt er ábatasamt að gefnum vaxtamun ef gengið helst nokkuð stöðugt. En þessu fylgir áhætta. Ef gengi krónunnar lækkar verður það til þess að skuldir þessara aðila hækka í krónum talið og ef þeir geta ekki staðið í skilum verða bankarnir að taka á sig tjónið og standa í skilum við erlenda lánardrottna.

Segja má að lánastofnanir gegni hlutverki tryggingafyrirtækis í endurlánastarfsemi sinni. Einstakir fjárfestar eiga erfitt með að fá beinan aðgang að erlendum lánastofnunum vegna skorts á langtímatengslum, veðum og ábyrgðum. Þá geta innlendar lánastofnanir tekið ábyrgð á því að innlendir fjárfestar standi í skilum við erlenda lánardrottna í skiptum fyrir fasta greiðslu sem felst í hluta af vaxtamuninum.

Slíkt tryggingafyrirkomulag gefst vel ef hagur og greiðslugeta viðskiptavina breytist ekki á kerfisbundinn hátt. Bankarnir lenda því ekki í vanda svo fremi sem ekki verða þjóðhagsleg áföll sem valda erfiðleikum hjá miklum fjölda viðskiptamanna. En við sýnum fram á að lækkun eignaverðs sem rýrir eigið fé fyrirtækja, efnahagslegur óstöðugleiki og síðast en ekki síst gengislækkun, kunna að valda því að stór hluti skuldunauta bankanna getur ratað í erfiðleika. Þá verða innlendar bankastofnanir fyrir tjóni og eigið fé þeirra skerðist. Við sýnum fram á að ekki þarf að koma til mikils gengissigs og útlánataps til þess að lánastofnanir hér á landi lendi í erfiðleikum. Slíkt getur þá haft víðtæk áhrif í efnahagslífinu og einnig kallað á opinbera fyrirgreiðslu.

Við sjáum ýmis önnur merki þess að almennt efnahagsástand og núverandi stefna í peningamálum geti stefnt stöðugleika lánastofnana í hættu. Mikil útlánaþensla, sem stafar bæði af innlendri uppsveiflu og viðbrögðum Seðlabankans við henni (í formi vaxtahækkana) felur það í sér að fjöldi nýrra viðskiptavina fær lán hjá bönkunum. Þeim fylgir ávallt meiri áhætta vegna þess að minni reynsla er af skilvísi þeirra og meiri óvissa ríkir um framtíðarviðskipti þeirra við bankann. Því er meiri áhætta fólgin í útlánum til slíkra aðila. En ekki er þar með öll sagan sögð.

Háir útlánavextir verða til þess að ýta til hliðar öruggum fjárfestingum með hóflegri arðsemi fyrir fjárfestingum sem bera hærri arð en jafnframt mun meiri áhættu. Hærri vextir leiða því sjálfkrafa til aukinnar áhættu í útlánum. Hér eru á ferðinni tveir markaðsbrestir sem einkenna alla bankastarfsemi, *freistni* og *hrakval*. Bankar veita lántakendum tryggingu fyrir því að fjármagnskostnaður verði stöðugur óháð því hversu vel fjárfesting gengur, en ef illa gengur tapa þeir framlagi sínu. Fjárfestar eru þannig að nokkru leyti verndaðir fyrir afleiðingum gerða sinna þar sem hrein eign þeirra er oft lítil miðað við þá fjárhagslegu áhættu sem þeir taka. Fyrir vikið geta þeir freistast til þess að taka meiri áhættu en ella og áhættusæknir einstaklingar geta gengið hart eftir fjármagni. Auðvelt er að sýna fram á að þegar vextir hækka þá verða þessi vandamál erfiðari viðfangs og væntanlegt útlánatap meira.

Núverandi efnahagsástand er um margt snúið. Verðlag hefur hækkað, vextir eru háir, verð á fasteignum og hlutabréfum er hátt og viðskiptahalli mikill. Skyndileg lækkun eignaverðs, hvort sem um ræðir hlutabréf eða fasteignir, getur valdið óstöðugleika í fjármálakerfinu. Þá minnka eignir heimila og fyrirtækja og er líklegt að þau sækji þá í áhættusamari fjárfestingu en áður auk þess sem veð rýrna og vanskil á lánum aukast. Ef slík verðlækkun fer saman við kreppu í efnahagslífinu, háa vexti og gengislækkun er mögulegt að stöðugleika bankakerfisins verði ógnað vegna vaxandi útlánatapa.

### *Tillögur að úrbótum*

Við drögum þá ályktun af þessum hugleiðingum að eitt helsta áhyggjuefnið um þessar mundir sé samspil peningamálastefnu, viðskiptahalla og stöðugleika fjármálakerfisins. Af þessum sökum er æskilegt að stjórnvöld setji sér það langtíamarkmið að afgangur eða halli á viðskiptum við útlönd takmarkist af ákveðnum vikmörkum. Ekki yrði gripið til aðgerða til þess að hafa áhrif á þróun viðskiptajöfnuðar nema þegar hallinn eða afgangurinn nærði einhverju fyrirfram ákveðnu marki.

Vegna þess að viðskiptajöfnuðurinn endurspeglar meðal annars erlenda skuldastöðu leggjum við til að sett verði vikmörk fyrir þróun viðskiptajöfnuðar án þáttatekna, fremur en viðskiptajöfnuðar í heild. Jöfnuðurinn án þáttatekna er betri mælikvarði á efnahagslegt ástand á hverjum tíma, þ.e. framleiðslu, neyslu og fjárfestingu vegna áhrifa erlendra skulda á viðskiptajöfnuð.

Við ákvörðun vikmarka vöruskiptajöfnuðarins verður að taka tillit til þess hvort efnahagslífið hefur orðið fyrir einhverjum augljósum áföllum.



### Fyrsta tillaga:

Millimarkmið hagstjórnar ætti að vera að halda viðskiptajöfnuði án þáttatekna innan tiltekinnar fyrirfram ákveðinna vaxmarka. Einungis ætti að leyfa frávik frá reglunni ef sérstakt utanaðkomandi ástand krefst þess. Ekki ætti að leyfa frávik ef rekja má þau til eftirspurnarhliðar hagkerfisins, þ.e. til neyslu eða fjárfestingar.

Stjórn peningamála hefur með vaxtaákvörðunum áhrif á gengi og viðskiptajöfnuð. Í skýrslunni er því lýst hvernig háir vextir geta aukið viðskiptahallann tímabundið. Sérstakar aðstæður sem kalla á vaxtabreytingar geta réttlætt slík frávik frá ofangreindri reglu.

Þegar verðbólguþrýstingur er mikill er hugsanlega hægt að réttlæta mikinn viðskiptahalla sem hliðaráhrif aðhalds í peningamálum. Þegar eftirspurn vex og spenna myndast á vinnumarkaði er viðbúið að seðlabanki hækki vexti til þess að draga úr eftirspurn og halda innflutningsverðlagi niðri. Þá eykst viðskiptahalli. Við viljum leggja sérstaka áherslu á þessa ástæðu:

- Á tímum vaxandi verðbólgu leiðir mikil eftirspurn eftir vörum og þjónustu til viðskiptahalla. Ef seðlabanki bregst við með aðhaldi í peningamálum mun viðskiptahalli aukast, að öðru óbreyttu. Halli sem stafar af aðhaldi seðlabanka getur undir sérstökum kringumstæðum réttlætt frávik frá reglunni hér að framan.

Í skýrslunni er það rakið hvernig aðhaldssöm peningamálastefna getur valdið auknum viðskiptahalla. Háir vextir valda streymi fjármagns til landsins sem síðan er notað til að fjármagna hallann. Áhersla er lögð á að ef slíkt fjárstreymi stafar af erlendum lántökum þá getur það aukið á óstöðugleika fjármálakerfisins.

Bankar taka beina og óbeina gengisáhættu þegar þeir nýta sér vaxtamun á milli landa til þess að taka erlend lán með lágum vöxtum og endurlána innan lands með hærri vöxtum. Skuldarar bankanna sem taka lán hjá bönkum í erlendri mynt taka einnig á sig gengisáhættu. Ef erlendar skuldir bankanna eru meiri en erlendar eignir, eins og raunin hefur verið hér á landi frá lokum árs 1998, verður gengissig til þess að rýra eigið fé banka og skuldunauta þeirra. Gengissig getur breytt svo hag skuldunauta sem skulda í erlendri mynt að útlánatap bankanna aukist.

Í skýrslunni er efnahagsreikningur innlánsstofnana á Íslandi skoðaður og nokkur dæmi tekin um áhrif gengissigs og útlánataps á eigið fé þeirra. Niðurstöður benda til þess að hugsanlega nægði 10% gengislækkun og aukið útlánatap sem nemur um 3% af útlánum í erlendri mynt til þess að eiginfjárlutfall innlánsstofnananna félli niður fyrir 8% markið sem alþjóðareglur kveða á um, og eru víkjandi lán þá talin með. Hér er þó

einungis um mjög grófa áætlun að ræða sem einungis er ætlað að gefa hugmynd um stöðugleika fjármálakerfisins.

Við þessa gengisáhættu bætast ýmsir þeir áhættuþættir sem hér hefur verið lýst. Þegar bankar auka útlán á hærri vöxtum er líklegt að væntanleg útlánatöp aukist einnig af þeim sökum. Þetta stafar annars vegar af því að nýir viðskiptavinir koma til sögu sem ekki liggja eins miklar upplýsingar fyrir um. Í því sambandi má sérstaklega benda á mikla aukningu svokallaðra bílalána undanfarin ár. Hins vegar geta miklar vaxtahækkunar einnig leitt til þess að fjárfestar velji áhættusamari fjárfestingarkosti og áhættusæknir einstaklingar leynist á meðal lánsúmsækjenda.

Aukning útlána getur einnig haft áhrif á eignaverð, t.d. verð á hlutabréfum og fasteignum. Þegar eignaverð hækkar mikið á stuttum tíma er sá möguleiki alltaf fyrir hendi að það lækki aftur. Ef lækking verður mjög snörp getur eigið fé fyrirtækja og heimila orðið fyrir skakkaföllum. Slíkt eykur enn hættuna á útlánatapi bankanna.

Afleiðingar aukinnar lántöku erlendis og útlánaþenslu eru því miður þær að fjármálakerfið verður óstöðugra en ella vegna gengisáhættu og aukinnar hættu á útlánatöpum. Af þessum ástæðum verður að fara varlega í beitingu aðhaldssamrar peningamálastefnu þegar verðbólga og viðskiptahalli fara vaxandi. Hér skiptir höfuðmáli hver áhrif peningamálastefnunnar eru á stöðugleika bankakerfisins. Í skýrslunni er lögð áhersla á öflugt bankaefirlit sem fylgist ekki einungis með því hvort settum reglum sé fylgt heldur leggur einnig mat á áhættustjórnun lánastofnana.

### Önnur tillaga:

Komið verði á samráði sem hefði það hlutverk að fylgjast með stöðugleika fjármálakerfisins og þaulhuga viðbrögð við mögulegum skakkaföllum. Slíkt samráð væri viðbót við stöðugleikanefnd Seðlabankas og væri ekki ætlað að fara inn á verksvið hennar. Meginhlutverk ráðsins væri að leggja mat á stöðugleika fjármálakerfisins og koma með tillögur að samræmingu peninga- og fjármála- aðgerða með það fyrir augum að koma í veg fyrir slys af því tagi sem orðið hafa á Norðurlöndum, Bandaríkjunum, Japan, ýmsum löndum í Suðaustur-Asíu og víðar.

Í ljósi þess hve aðhaldssöm peningamálastefna getur haft mikil áhrif á stöðugleika fjármálakerfisins er bent á aðrar leiðir sem unnt er að fara til þess að koma í veg fyrir vaxandi verðbólgu og geta þannig létt undir með peningamálastefnunni.

Fyrst er sú grundvallarregla að bregðast ávallt fljótt við vaxandi eftirspurn. Ef vart verður við vinnuafllsskort er mikilvægt að beita hagstjórn eins snemma og unnt er til þess að koma í veg fyrir óhóflega aukningu launa umfram framleiðni þannig að

aðhaldsaðgerðir þurfi ekki að verða harkalegar. Hér skiptir höfuðmáli að þekkja það atvinnustig er samræmist stöðugri verðbólgu.

Tímabundinn innflutningur vinnuafis minnkar spennu á vinnumarkaði á þenslutímum og dregur þannig úr líkunum á vaxandi verðbólgu. Þá verður minni þörf fyrir aðhaldssama peningamálastefnu og minni vaxtamunur hefur í för með sér stöðugra fjármálakerfi.

### Þriðja tillaga:

Innflutningur á tímabundnu vinnuafli til landsins verði auðveldaður. Í því felst að umsóknarferli þarf að vera einfalt og skilvirkt, skattlagning gagnsæ og hagkvæm og sníða þarf annmarka af velferðar- og heilbrigðiskerfi sem hefta tímabundna aðlögun erlends vinnuafis að íslensku samfélagi.

Síðast en ekki síst verður að huga að stefnunni í ríkisfjármálum. Við höfum sýnt fram á að lækkun ríkisútgjalda, sem og skattahækkanir, minnka eftirspurn og ná því samtímis að stemma stigu við verðbólgu og að draga úr viðskiptahalla. Slík stefna er því gagnleg við núverandi skilyrði þar sem verðbólga og viðskiptahalli hafa farið vaxandi. Með samræmdri peningamála- og ríkisfjármálastjórn er unnt að ná bæði verðbólgu markmiðum og einnig þeim markmiðum í þróun viðskiptahalla sem við leggjum til hér að ofan.

Hér er mikilvægt að huga að því grundvallaratriði hagstjórnar að til þess að ná tveimur markmiðum þarf tvö stjórnæki. Ef vilji stendur til þess að ráða niðurlögum verðbólgu en einnig minnka viðskiptahallann verður að beita aðhaldssamri fjármálastefnu, því peningamálastefnan ein sér getur ekki náð báðum markmiðunum.

Kostir peningamálastefnunnar felast í því hvað hún er fljótverk. Fjármálastefnan er hins vegar svifasein vegna þess að hún byggist að verulegu leyti á samningu og framkvæmd fjárlaga. Af þessum sökum mun stjórn peningamála gegna lykilhlutverki í eftirspurnarstjórn hér á landi. Í ljósi þeirrar staðreyndar leggjum við áherslu á að eftirlit með bönkum sé öflugt og að náði sé fylgst með stöðugleika fjármálakerfisins.

Undanfarin ár hafa ríkissjóðir margra landa verið reknir með afgangi og svo er einnig hér á landi. Víða er útlit fyrir að afgangur haldist um fyrirsjáanlega framtíð, jafnvel nógu lengi til að greiða að fullu upp skuldir hins opinbera. Áriðandi er að velta fyrir sér áhrifum rekstrarafgangs á ríkissjóði fyrir fjármálakerfið og hvaða stefna í útgáfu ríkisskuldabréfa sé best til þess fallin að styðja við þróun þess og um leið lágmarka lántökukostnað ríkisins þegar til lengri tíma litið.

Skilvirkur markaður með ríkistryggð skuldabréf er mikilvægur fyrir þróun margs konar fjármálaþjónustu. Öruggar upplýsingar um grunnvexti skipta miklu fyrir viðskipti af þessu tagi, en þær upplýsingar fást einmitt á markaði fyrir ríkisskuldabréf þar sem kaup og sala fara fram í miklu magni með litlum tilkostnaði.

### Fjórða tillaga:

Ríkið gefi út skuldabréf eins og áður, en í staðinn fyrir að greiða upp skuldir sé rekstrarafgangur lagður í sérstakan sjóð og fjárfest sé úr honum í eignum erlendis. Þannig væri þekkingu á lánaumsýslu og áhættustjórn með lántökum hins opinbera haldið við auk þess sem fjármagnsmarkaðurinn hefði nauðsynlega viðmiðunarvexti.

Af ofangreindu er ljóst að það er einkum tvennt sem mælir með því að skilvirkur markaður með ríkisskuldabréf sé til staðar, óháð skuldastöðu erlendis. Í fyrsta lagi getur ríkið lágmarkað kostnað sinn og áhættu af lántökum innanlands. Í öðru lagi stuðlar slíkur markaður að heilbrigðri þróun fjármálaþjónustu og leiðir til skilvirkari dreifingar áhættu í hagkerfinu. Um leið skiptir hann miklu máli fyrir virka stjórn peningamála.



## 1. Inngangur

Jafnvægi á viðskiptum við útlönd er oft talið meðal meginmarkmiða hagstjórnar. Í þessu riti er fjallað um eðli og orsakir viðskiptahalla og mat lagt á hvort telja eigi hann meðal þeirra markmiða sem stjórnvöld ættu að hafa í forgangi. Í almennri umræðu um efnahagsmál skipar viðskiptajöfnuður oft sama sess og hagvöxtur, verðbólga og atvinnuleysi.

Á árinu 2000 er því spáð að hallinn á viðskiptum við útlönd verði rúmir 54 milljarðar króna eða sem nemur um 8% af landsframleiðslu. Í tilefni af þessum mikla halla var í *Morgunblaðinu* fimmtudaginn 23. mars 2000 eftirfarandi frásögn: „Eins og horfur eru nú í þjóðarbúskapnum að mati Þjóðhagsstofnunar skiptir í tvö horn með líklega þróun efnahagsmála á árinu. Útlitið er bjart þegar litið er til framleiðslu og atvinnu en sé hins vegar litið til verðbólgu og *viðskiptahalla* hafa horfurnar versnað andstætt fyrri vonum.“ Í leiðara *Morgunblaðsins* hafði áður komið fram:<sup>1</sup> „... viðvörunarbjöllur hringja í efnahagsmálum vegna mikils *halla á viðskiptum við útlönd*, sem varð á fyrri helmingi þessa árs. Hallinn fyrstu sex mánuðina nam 24 milljörðum króna, eða um fjögur þúsund milljónum á mánuði. Þetta er alltof mikill viðskiptahalli til að geta gengið nema í tiltölulega skamman tíma. Horfur í efnahagsmálum þjóðarinnar eru mjög góðar og því ekki ástæða til harkalegra viðbragða, en samt er rétt fyrir stjórnvöld að hyggja grannt að þessari þróun og grípa til aðgerða sem dregið geta úr hallanum.“

Sú spurning hlýtur að vakna af hverju varast skuli halla á viðskiptum við útlönd. Hér verður reynt að nálgast spurninguna um hættuna af viðskiptahalla út frá tvenns konar viðmiðun. Fyrst verður litið til þess hvað gerist til lengri tíma litið þegar verð á aðföngum og afurðum er sveigjanlegt og markaðir virkir. Í ljós kemur að erfitt er að finna ástæður til þess að óttast viðskiptahalla, jafnvel þó hann sé viðvarandi, í slíku „fullkomnu“ markaðshagkerfi. Síðan verður hugað nánar að ýmsum markaðsbrestum sem gera það að verkum að ástæða er til þess að hafa nokkrar áhyggjur af miklum viðskiptahalla í bráð.

Fyrirtæki safna skuldum til þess að standa straum af kostnaði vegna fjárfestingar eða tímabundins tapreksturs og sömuleiðis heimili þegar þau festa kaup á íbúðarhúsnæði eða fjárfesta í nennun. En heimilin geta líka tekið lán fyrir neyslu, t.d. til að jafna neyslu á milli tímabila eins og kemur fram síðar. Slík skuldasöfnun er alls ekki

---

<sup>1</sup> Skáletrun bætt inn. 15. september 1998.

óæskileg heldur þvert á móti einkenni þróaðs fjármagnsmarkaðar þar sem fjármagn leitar í hagkvæmasta farveg, þangað sem arðsemi fjárfestingar er hvað mest. Sýnt verður fram á að viðskiptahallinn er í eðli sínu samtala skuldasöfnunar heimila, fyrirtækja og hins opinbera. Það liggur því fyrir að orsakir hallans megi rekja til hallareksturs þessara aðila. Spurningin er því sú af hverju erlend skuldasöfnun þjóðar ætti að teljast annars eðlis en skuldasöfnun heimila og fyrirtækja, og af hverju við ættum að hafa meiri áhyggjur af henni en annarri skuldasöfnun.

Í síðari hluta rannsóknarinnar er því lýst hvað veldur viðskiptahalla til skamms tíma, þ.e.a.s. á þeim tíma sem það tekur verðlag að breytast að fullu í kjölfar breyttrar eftirspurnar. Í ljós kemur að til skamms tíma getur viðskiptahalli verið merki um mikla innlenda eftirspurn eftir vörum og þjónustu, eins og raunin hefur verið á Íslandi undanfarin ár. Viðskiptahalli getur orðið mikill þegar innlend eftirspurn eykst og fer hann þá saman við mikla atvinnu og hækkandi verðlag. Slíkur viðskiptahalli er einmitt einkenni almennrar þenslu frekar en að vera vandamál í sjálfu sér. En halli á viðskiptum við útlönd getur einnig komið fram þótt eftirspurn hafi ekki aukist eins og rakið verður síðar. Því er ekki hægt að draga þá ályktun af viðskiptahallanum að eftirspurn sé of mikil þótt mikil eftirspurn leiði oft af sér halla.

Í fjórða og fimmta kafla verða rök leidd að því að viðvarandi viðskiptahalli í litlu opnu hagkerfi eins og á Íslandi geri fjármálakerfið óstöðugt og bjóði þar með heim hættu á fjármálakreppu. Þetta er ekki sú ástæða sem almennt er gefin fyrir ótta við viðskiptahalla en sýnt verður hvernig viðskiptahalli og erlend skuldasöfnun geta valdið erfiðleikum í bankastarfsemi og þar með í öllum fyrirtækjarekstri.

Í síðasta kafla bókarinnar má finna niðurstöður og tillögur til úrbóta.

## 2. Viðskiptajöfnuður, neysla og fjárfesting

Í þessum kafla verður ljósi varpað á eðli og orsakir viðskiptahalla í „fullkomnu“ markaðshagkerfi þar sem verð gegnir því hlutverki að jafna framboð og eftirspurn á öllum mörkuðum. Enda þótt hagkerfi án markaðsbresta fyrirfinnist ekki er þessi fræðilega greining gagnleg þar sem hún auðveldar skilning á hugtakinu viðskiptajöfnuður. Í næsta kafla verður svo vikið að afleiðingum hinna ýmsu markaðsbresta og ófullkomleika sem einkenna raunveruleg hagkerfi. En áður en lengra er haldið er rétt að líta á hvernig viðskiptajöfnuður kemur fram í þjóðhagsreikningum.

### 2.1 Nokkrar bókhaldsjöfnur

Í hagfræðibókum hefst umfjöllun um viðskiptahalla gjarnan á einföldum bókhaldsjöfnum sem teknar eru úr þjóðhagsreikningum og sem samkvæmt skilgreiningu eru ætíð sannar. Enga hagfræðikenningu þarf til að setja þessar jöfnur fram. Þær eru óumdeilanlegar og haldast undir öllum kringumstæðum.

Samkvæmt skilgreiningu er viðskiptajöfnuður jafn mismun þjóðarútgjalda og framleiðslu:

$$\text{viðskiptajöfnuður} = \text{þjóðarútgjöld} - \text{þjóðarframleiðsla}$$

Halli á viðskiptum við útlönd jafngildir því að þjóðin eyði meiru en hún aflar. Nauðsynlegt er að taka fram að í útgjöldum felst ekki aðeins neysla heldur einnig margs konar fjárfesting. Þetta merkir því ekki endilega að neysla sé meiri en tekjur, þar sem fjárfesting, bæði einkafjárfesting og fjárfesting hins opinbera, telst einnig til þjóðarútgjalda. Þess vegna getur viðskiptahalli myndast án þess að neysla sé sérstaklega mikil.

Ekki er heldur unnt að leggja að jöfnu viðskiptahalla og neikvæðan þjóðhagslegan sparnað. Innlendir sparnaður getur verið mikill þrátt fyrir halla á viðskiptum við útlönd, sé innlend fjárfesting einnig mikil. Réttara er að líta á viðskiptaafgang sem erlenda eignasöfnun og hallann sem erlenda eignaminnkun eða skuldasöfnun. Þannig lýsir viðskiptajöfnuðurinn breytingu á erlendri eignastöðu þjóðarbúsins frá ári til árs. Hann segir hins vegar ekkert um það hvort innlend fjárfesting sé mikil eða sparnaður lítill.



Gera verður greinarmun á því hvort þjóðarútgjöld eru mikil vegna tímabundinnar aukningar einkaneyslu eða vegna fjárfestingar í menntun, heilsugæslu eða samgöngum. Það er því ljóst að halli á viðskiptum við útlönd þarf ekki að vera slæmur í sjálfu sér, hann getur allt eins verið af hinu góða ef fjármagninu er varið til fjárfestinga sem skila arði í framtíðinni eða ef hann er til þess fallinn að jafna neyslu á milli tímabila.

Í opnu hagkerfi er unnt að standa straum af kostnaði vegna fjárfestingar einkageirans með innlendum sparnaði, þ.e. sparnaði heimila og fyrirtækja og opinberum sparnaði, eða með erlendum sparnaði eins og eftirfarandi bókhaldsjafna sýnir:

$$\text{innlend fjárfesting} = \text{einkasparnaður} + \text{opinber sparnaður} + \text{viðskiptahalli}$$

Viðskiptahallinn samsvarar því erlendum sparnaði því að útlendingar flytja meira til okkar en frá og framleiðsla þeirra er þá meiri en eigin útgjöld. Við fáum fleiri vörur frá þeim en við flytjum til þeirra. Jöfnuna má umskrifa á eftirfarandi hátt:

$$\text{viðskiptahalli} = \text{innlend fjárfesting} - \text{einkasparnaður} - \text{opinber sparnaður}$$

eða:

$$\text{viðskiptahalli} = \text{innlend fjárfesting} - \text{innlendum sparnaður}$$

Þar sem innlendum sparnaður er samtala opinbers sparnaðar og einkasparnaðar. Þannig er viðskiptahallinn mismunur innlendar fjárfestingar og innlends sparnaðar.

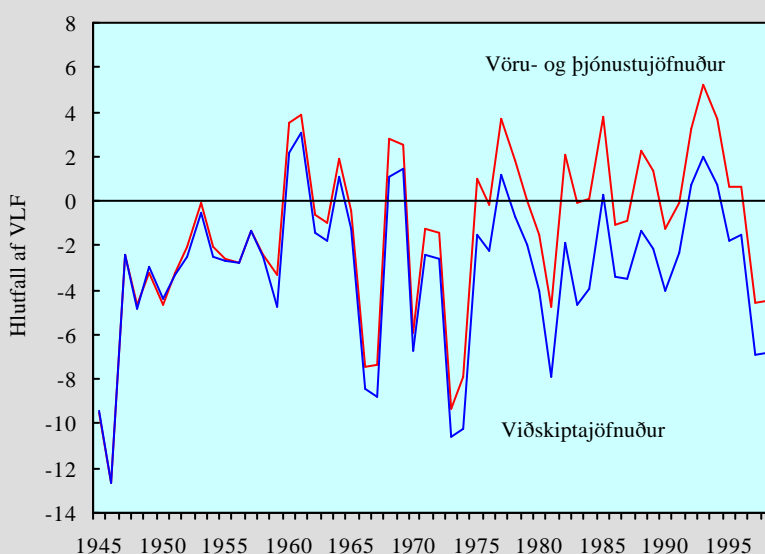
Ljóst er að þættir eins og gengi, tollar og höft hafa ekki bein áhrif á viðskiptahallann. Þetta kann að koma á óvart vegna þess að fyrstu viðbrögð við viðskiptahalla fela oftast í sér viðleitni til þess að draga úr innflutningi.

Alræmdust slíkra aðgerða eru innflutningshöft í mynd kvóta eða gjaldeyris-skömmtnar en einnig eru tollar og ýmsar aðrar viðskiptahindranir notaðar í sama skyni. Hér á landi var slíkum aðferðum ríkulega beitt til stjórnar efnahagsmála á árum fyrri heimsstyrjaldar, á kreppuárunum eftir 1930 og á árunum eftir stríð allt fram til 1960. Eins og hér verður sýnt fram á hafa innflutningshöft einungis áhrif á viðskiptajöfnuð ef þau breyta innlendri fjárfestingu eða innlendum sparnaði. Gera má ráð fyrir að þau dragi úr einkaneyslu og auki þar með sparnað fyrst í stað þegar framboð á neysluvörum dregst saman en hætt er við að fljótlega sækji í sama horf og áður þar sem tekjur hafa ekki breyst og eftirspurnin beinist nú að öðrum vörum en þeim sem skammtaðar eru, þótt neytendur kjósi þær síður. Afdrífárikara og hagkvæmara er því að draga úr hallanum með því að skattleggja tekjur eða neyslu einstaklinga. Á hliðstæðan hátt má skattleggja fyrirtæki í þeim tilgangi að minnka fjárfestingu þeirra. Hjá því verður þó ekki komist að slík skattlagning, í líkingu við innflutningshöft, leiði til þess að velferð minnki.

## Rammi 2.1 Hlutur vöruskipta- og þjónustujöfnuðar í viðskiptajöfnuði

Viðskiptajöfnuður er samtala vöruskiptajöfnuðar, þjónustujöfnuðar og þáttatekna frá útlöndum. Vöruskiptajöfnuðurinn er mismunur útfluttrar og innfluttrar vöru og þjónustujöfnuðurinn að sama skapi mismunur útfluttrar og innfluttrar þjónustu. Þáttatekjur frá útlöndum eru aftur á móti vaxta- og launatekjur frá útlöndum að frádregnum vaxtagjöldum og launum til útlendinga.

### Vöru- og þjónustujöfnuður og viðskiptajöfnuður á Íslandi 1945-99



Heimildir: Hagskinna – Sögulegar hagtölur um Ísland, og Þjóðhagsstofnun

Þegar litið er á þróun viðskiptajöfnuðar frá árinu 1945 sést að þáttatekjurnar voru fremur lítill þáttur í viðskiptajöfnuðinum framan af og það var ekki fyrr en í lok áttunda áratugarins að eitthvað fór að kveða að þeim að ráði. Eins og sést, má rekja mikinn hluta viðskiptahallans á undanförunum áratugum til ójöfnuðar þáttatekna sem á rætur sínar í vaxta- og arðgreiðslum til útlendinga.

Hið sama má segja um áhrif gengisskráningar við fastgengi. Gengislækkun hækkar innlent verð innflutnings og útflytjendur fá meira fyrir framleiðslu sína. Þeir geta þar með aukið markaðshlutdeild sína erlendis með því að lækka erlent verð á afurðum sínum. En viðskiptahallinn minnkar einungis ef gengisfelling hefur áhrif á

einkasparnað eða fjárfestingu. Til skamms tíma eykst framleiðsla vegna meiri eftirspurnar eftir útflutningi og einkaneysla dregst saman og sparnaður eykst. Til langs tíma hækka nafnlaun og verðlag innanlands og inn- og útflutningur leitar í nýtt jafnvægi. Í kafla 4 er hugað sérstaklega að áhrifum gengislækkana.

## 2.2 Eðli viðskiptajöfnuðar

Í hagkerfum þar sem frelsi ríkir í fjármagnsflutningum geta þjóðartekjur fallið tímabundið án þess að þjóðarútgjöld fylgi á eftir. En þá er hægt að jafna neyslu og fjárfestingu með erlendum lántökum. Á sama hátt er hægt að fjárfesta erlendis þegar þjóðartekjur eru óvenju háar um tíma. Slíkar lánveitingar og lántökur fela í sér viðskipti á milli tímabila. Neyslu og fjárfestingu má auka með því að taka lán og hafa halla á viðskiptum við útlönd. Aukin neysla í dag er þannig keypt með minni neyslu í framtíðinni. Þannig geta þjóðir hagnast á því að hafa halla eða afgang á viðskiptum, einmitt vegna þess að slíkt felur í sér viðskipti á milli tímabila. Hagur af slíkum viðskiptum er í engu minni en hagur af hefðbundnum viðskiptum með vöru og þjónustu.

Dæmi um gagnsemi viðskiptahalla eru mörg. Ef uppskerubrestur leiðir um skeið til minni framleiðslu er augljóst að gott er að geta keypt aukna neyslu í skiptum fyrir minni neyslu í framtíðinni. Þessi skoðun er hvorki frumleg né ný af nálinni eins og sjá má af umfjöllun í ramma 2.2.

Annað dæmi um gagnsemi viðskiptahalla eru ófriðartímar, sbr. viðskipti Íslendinga og Bretar í seinni heimsstyrjöldinni. Íslendingar seldu sjávarafurðir á stríðsárunum, að nokkru fyrir nauðsynjar en að miklu leyti fyrir inneignir í Englandsbanka. Þannig höfðu Bretar halla á viðskiptum við Íslendinga, fengu fisk en fluttu lítið út til Íslands. Í staðinn fyrir fiskinn fengu Íslendingar inneignir í Englandsbanka sem þeir síðan gátu innleyst að styrjöld lokinni. Þannig seldu Íslendingar neyslu á stríðstímum og fengu í staðinn aukna neyslu að styrjöld lokinni og Bretar keyptu aukna neyslu á stríðstímum en seldu neyslu að styrjöld lokinni. Báðir aðilar högnuðust á viðskiptunum. Með því að sérhæfa sig í fiskframleiðslu og stunda viðskipti til þess að afla iðnvarnings gátu Íslendingar aukið velferð sína. Og með því að kaupa aukna neyslu á friðartímum með minni neyslu á stríðstímum gátu Bretar gert hið sama.

Á mynd 2.1 sést ljóslega að á tímum síðari heimsstyrjaldarinnar var jákvæður vöruskiptajöfnuður við Bretland, en bæði árin fyrir og eftir styrjöldina var hins vegar innflutningur frá Bretlandi til landsins meiri en útflutningurinn. Afgangur á viðskiptum nam 4,5 milljörðum króna árin 1940-45 á verðlagi ársins 1999 sem var um 7,5% af einkaneyslu á Íslandi árið 1945 og um 6,4% af vergri þjóðarframleiðslu.

## Rammi 2.2 Neyslujöfnun til forna

Í Biblíunni er sagt frá því er Jósef var kallaður á fund Faraó Egyptalands, sem hafði dreymt tvo drauma. Í fyrri draumnum dreymdi hann sjö kýr fallelgar útlits og feitar á hold. Á eftir þeim komu sjö aðrar kýr ljótar útlits og magrar á hold. Í síðari draumnum dreymdi Faraó sjö blómleg öx er uxu á einni stöng og á eftir þeim spruttu sjö öx grönn og skrælnuð af austanvindi. Jósef réð þessa drauma á þann veg að á eftir sjö blómlegum árum í Egyptalandi myndu koma sjö hallærisár. Hann lagði því til við Faraó að korn yrði lagt í geymslur og yrði það síðan notað til þess að fæða þjóðina á mögru árunum.

Nú er hægt að fá betri ávöxtun á sparnað með því að fjárfesta erlendis en með því að geyma korn í hlöðum. Egyptaland nútímans myndi því hafa haft viðskiptaafgang í sjö ár sem síðan hefði fylgt viðskiptahalli næstu sjö ár. Slík stefna yki velferð þjóðarinnar því hún metur meira aukna neyslu á tímum hungursneyðar en á tímum allsnægta.

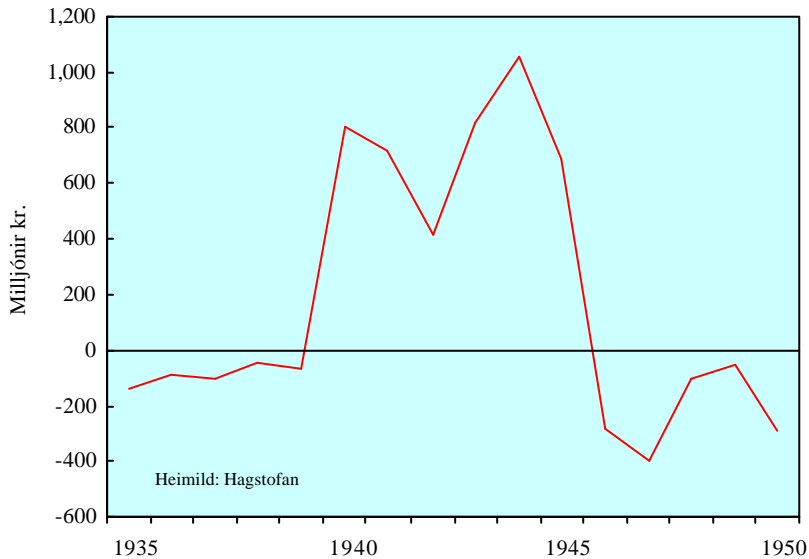
Jósef varð bæði efnaður og virtur af speki sinni. En ekki voru allir menn fyrri tíma jafnforsjálir og Jósef. Landnáma segir frá Flóka Vilgerðarsyni sem fór að leita Garðarshólma. Þar segir m.a.: „Þeir Flóki sigldu vestr yfir Breiðafjörð ok tóku þar land, sem heitir Vatnsfjörð við Barðaströnd. Þá var fjörðrinn fullr af veiðiskap, ok gáðu þeir eigi fyrir veiðum at fá heyjanna, ok dó allt kvikfé þeira um vetrinn. Vár var heldr kalt. Þá gekk Flóki upp á fjall eitt hátt ok sá norðr yfir fjöllin fjörð fullan af hafísu. Því kölluðu þeir landit Ísland, sem þat hefir síðan heitit.“

Flóki jók neyslu sína um sumarið þegar vel aflaðist en leið skort um veturinn þegar fé drapst úr hor. Þannig kom fyrirhyggjuleysi honum í koll.

Segja má að Hrafna-Flóki hafi ávallt haft jöfnuð í viðskiptum sínum við umheiminn. Þegar vel áraði fyrsta sumarið jók hann neyslu sína og svo þegar féð drapst um vetur þá dró hann úr eigin neyslu og leið skort. Við nútímaaðstæður hefði verið skynsamlegra að flytja út vörur um sumarið í skiptum fyrir matvöru um veturinn. Þannig hefði Flóki haft viðskiptaafgang um sumarið en viðskiptahalla um veturinn.

Heimildir: *Biblían*, sjá Mósebók 41, *Landnámubók*

Mynd 2.1 Hreinn útflutningur Íslendinga til Bretlands 1935-50, verðlag 1999



Á þennan hátt gátu Íslendingar hagnast á seinni heimsstyrjöldinni. Bretar töpuðu hins vegar verulega vegna þess að stríðskostnaður þeirra var mikill í samanburði við eigin framleiðslu. Bretar neyddust því til þess að hafa viðskiptahalla ekki bara við Íslendinga heldur einnig við Bandaríkin, en þau hjálpuðu til við fjármögnun stríðsrekstursins með svokölluðu „lend-lease“ fyrirkomulagi sem í raun voru lán sem notuð voru til þess að fjármagna viðskiptahalla Bretlands. Að stríði loknu þurftu Bretar að greiða fyrir neyslu stríðsáranna og fátækt eftirstríðsáranna blasti við. Bretar högnuðust þrátt fyrir þetta af því að hafa halla á viðskiptum við útlönd. Án hans hefði þjóðin liðið mun meiri skort á stríðsárunum og ef til vill tapað stríðinu.

Eins og áður segir mælir viðskiptajöfnuðurinn breytingar á verðmæti eigna erlendis á ákveðnu tímabili. Viðskiptajöfnuðurinn mælir með öðrum orðum þjóðhagslegan sparnað umfram innlenda fjárfestingu. Algengt er að hugsa um viðskiptajöfnuð sem mismun útflutnings og innflutnings. Viðskiptaafgangur merkir þá að útflutningur er meiri en innflutningur. Á móti kemur að útlendingar ýmist taka lán eða selja okkur eignir sínar til þess að greiða fyrir útflutninginn. Þannig er útflutningur umfram innflutning jafn uppsöfnun eigna erlendis. Gagnlegt er að fjalla um viðskiptajöfnuð sem breytingar á eignastöðu á milli tímabila í stað mismunar útflutnings og innflutnings en með því móti koma eðli og orsakir hallans eða afgangsskiptanna betur í ljós.

Eins og áður segir er best að líta á halla eða afgang á viðskiptum þjóða sem miðlun neyslu á milli tímabila. Mismunur útflutnings og innflutnings svarar til mismunar þjóðartekna og þjóðarútgjalda. Hann er sá hluti innlestrar framleiðslu sem ekki er

notaður innanlands heldur fluttur til annarra landa. Í staðinn fáum við skuldaviðurkenningar sem hægt er að nýta í framtíðinni til að auka innflutning.

Á mynd 2.2 má sjá vöruskiptajöfnuð Íslendinga við helstu viðskiptalönd á 20. öld en mestan hluta viðskiptajöfnuðar má rekja beint til vöruskiptajöfnuðar, a.m.k. framan af öldinni. Myndirnar sýna hreinan útflutning, þ.e. útflutning að frádregnum innflutningi, sem hlutfall af vergri landsframleiðslu.

Þegar litið er á tölur um viðskipti við Norðurlöndin sker Danmörk sig nokkuð úr en innflutningur þaðan var meiri en útflutningur nær alla öldina og jókst til muna eftir því sem á öldina leið. Nettóútflutningur til hinna Norðurlandanna var hins vegar jákvæður framan af öldinni og fram á sjöunda áratuginn. Síðustu 35 árin hefur hins vegar verið halli á viðskiptum við öll Norðurlöndin.

Líkt og greint hefur verið frá var mikill vöruskiptaafgangur við Bretland á stríðsárunum, sama staða var uppi á sjöunda áratugnum og hélst hún að mestu leyti út öldina. Aftur á móti hefur á 20. öld yfirleitt verið halli á viðskiptum við Holland, Þýskaland og lönd fyrrum Sovétríkjanna.

Annað er uppi á teningnum þegar viðskipti Íslands við lönd Suður-Evrópu eru athuguð. Frakkar, Ítalir, Portúgalir og Spánverjar hafa yfirleitt keypt meira af okkur en við af þeim en innflutningur frá Ítalíu hefur þó verið meiri en útflutningur síðustu tvo áratugi.

Sömu sögu er að segja um stærstu viðskiptalönd Íslands utan Evrópu en vöru-útflutningur frá Íslandi þangað hefur verið meiri en innflutningur. Frá byrjun áttunda áratugarins hefur útflutningur frá Íslandi til Bandaríkjanna verið meiri en innflutningur.

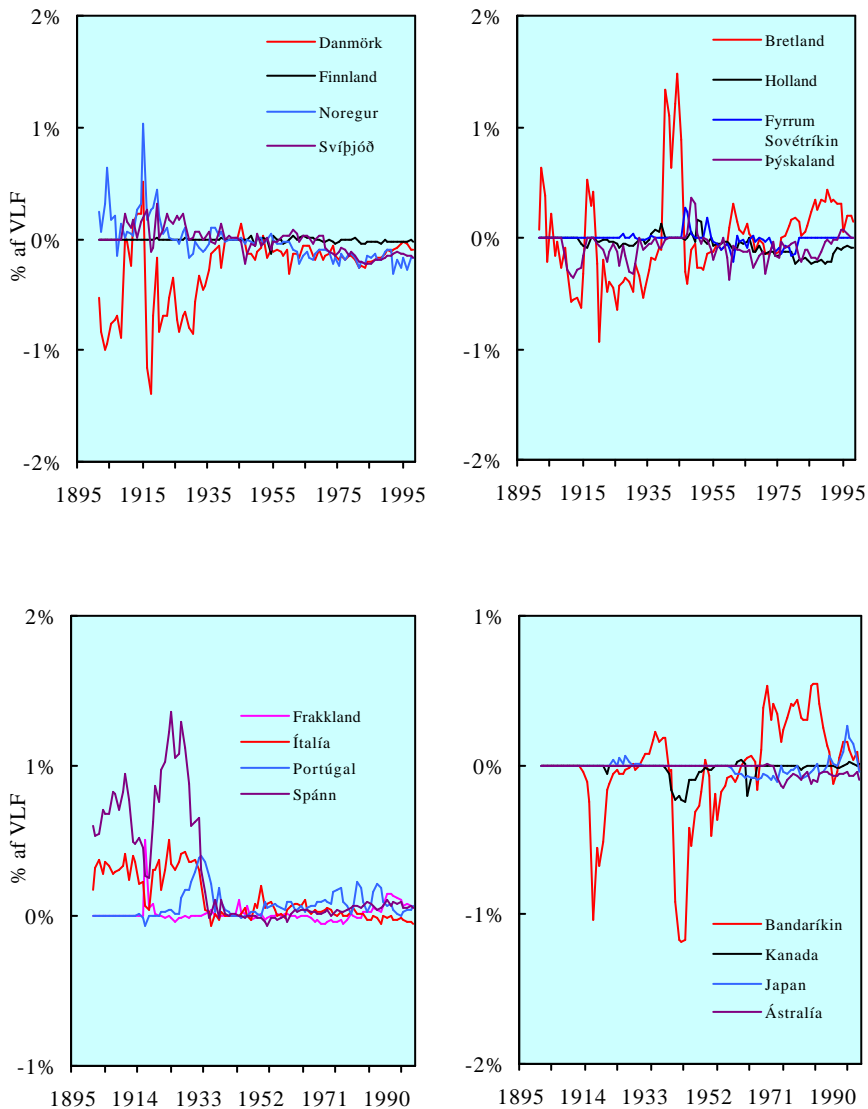
### *Viðskipti milli landa*

Eftirfarandi bókhaldsjafna varpar enn frekara ljósi á eðli viðskiptajöfnuðarins:

$$\begin{aligned}\text{viðskiptajöfnuður} &= \text{breyting á (hreinni) erlendri eignastöðu} \\ &= \text{þjóðarframleiðsla} + \text{vaxtatekjur} - \text{einkaneysla} \\ &\quad - \text{heildarfjárfesting} - \text{samneysla}\end{aligned}$$

Viðskiptajöfnuðurinn sýnir breytingar á erlendum eignum milli tímabila og er jafn mismun þjóðarframleiðslu og þjóðarútgjalda sem skiptast í neyslu, fjárfestingu og samneyslu.

## Mynd 2.2 Hreinn vöruútflutingur Íslendinga til helstu viðskiptalanda á 20. öldinni



Heimildir: Hagskinna - Sögulegur hagtölur um Ísland, og Þjóðhagsstofnun

En hvernig er unnt að spá fyrir um viðskiptin? Hvaða lönd munu flytja út neyslu og hver eru líkleg til þess að flytja inn neyslu? Til þess að spá fyrir um slíkt verður að líta á hlutfallslegt verð neyslu á hinum ýmsu tímum, þ.e. raunvexti. Raunvextir mæla hlutfallslegt verð neyslu í framtíð og nútíð. Ef raunvextir eru 5% á ári þá er ein eining neyslu á næsta ári jafngild neyslu 1,05 einingar í dag. Ef raunvextir eru neikvæðir þá er neysla í framtíð verðmætari en neysla í dag. Yfirleitt eru raunvextir þó jákvæðir sem

Þýðir að neysla í nútíð er meira virði en neysla í framtíð. Ástæðan er einföld: Ef neysla er minnkuð í dag og fjárfesting aukin, þá er meiri neysla í framtíð möguleg vegna arðsemi fjárfestingarinnar. Jafnframt er neysla í dag metin meira en neysla í framtíð.

Hvað segir þetta um fyrirkomulag viðskipta í tímans rás? Ímyndum okkur að tvö lönd, segjum Ísland og Bretland í upphafi síðari heimsstyrjaldar, hafi ekki haft nein viðskipti sín á milli og að raunvextir hafi verið þeir sömu í báðum löndunum. Skortur á nauðsynjum á stríðstímum myndi þá hækka verð á neyslu í Bretlandi hlutfallslega og þar með hækka raunvexti. Hærra hlutfallslegt verð á neyslu í Bretlandi en á Íslandi mundi þá valda því að það væri hagur af viðskiptum á milli landanna. Þetta er kenning Ricardo heimfærð á viðskiptajöfnuðinn, sjá ramma 2.3. Viðskiptahalli myndaðist í Bretlandi en afgangur á Íslandi. Bretland myndi því flytja inn neyslu á stríðstímum í skiptum fyrir neyslu á friðartímum.

### Rammi 2.3 Kenningin um hlutfallslega yfirburði

Enski hagfræðingurinn David Ricardo færði rök að því árið 1817 að þjóðir gætu bætt hag sinn með sérhæfingu og alþjóðlegum viðskiptum. Samkvæmt kenningu hans um hlutfallslega yfirburði átti land að flytja út þá vöru sem það gat framleitt á hlutfallslega ódýrari hátt en viðskiptalöndin. Til þess að átta sig á því hvaða vörur lönd eigi að sérhæfa sig í að framleiða er nauðsynlegt að reikna út hvað framleiðsla tiltekinnar vöru kostar í minni framleiðslu annarra vörutegunda, þ.e. að reikna fórnarkostnaðinn við framleiðslu hinna ýmsu vörutegunda og bera síðan þann kostnað saman á milli landa.

Kenning Ricardos er enn í hávegum höfð þótt ljóst sé að hún var sett fram í þeim tilgangi að verja hagsmuni borgarastéttarinnar gegn hagsmunum landeigenda. Þannig birti Ricardo kenningu sína á sama tíma og verndartollar voru settir á korninnflutning í Bretlandi en þeir voru settir til þess að halda uppi verði á landbúnaðarafurðum. Kenning hans sagði að Bretar skyldu flytja út iðnvarning og flytja inn landbúnaðarvörur enda þótt slíkt kæmi landeigendum í koll, hagur borgarastéttarinnar væri meiri en tap landeigenda. Með því að sýna fram á þjóðhagslega hagkvæmni milliríkjaviðskipta sló Ricardo spilin úr höndum landeigenda.

Heimild: Krugman og Obstfeld (2000)

Á stríðsárunum var á sama hátt hlutfallslegt verð á fiski hærra í Bretlandi en á Íslandi og því var einnig hagur af því fyrir Breta að flytja inn fisk frá Íslandi í skiptum fyrir iðnvarning. Enginn eðlismunur er á hag okkar af því að selja sjávarafurðir í skiptum



fyrir iðnvarning og því að selja neyslu í nútíð í skiptum fyrir neyslu í framtíð. Í báðum tilvikum aukum við velferð.

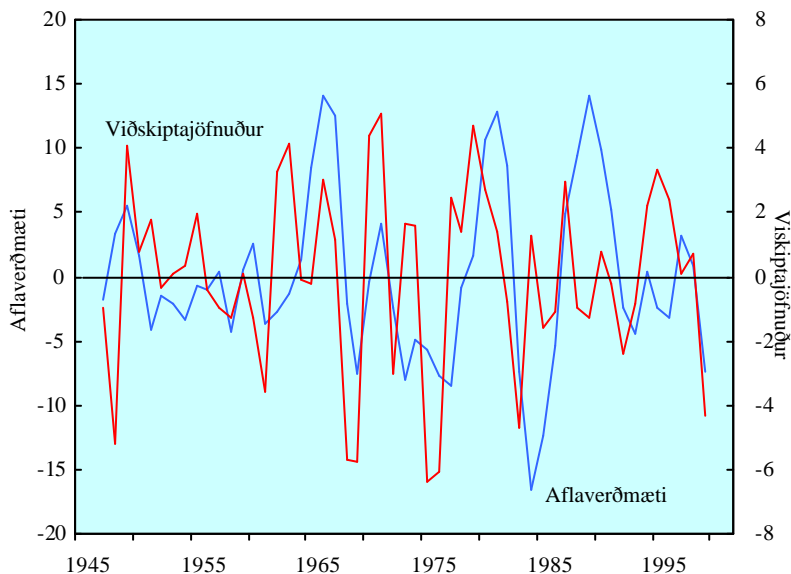
Þetta dæmi sýnir að tímabundin aukning ríkisútgjalda hefur sömu áhrif og tímabundin minnkun þjóðarframleiðslu. Hvort tveggja myndi draga úr einkaneyslu og einkafjárfestingu ef ekki kæmi til viðskiptahalla.

Náttúruhamfarir draga úr framboði á vörum og þjónustu og kalla ennfremur oft á aukin ríkisútgjöld. Þetta veldur því að neysla í nútíð verður hlutfallslega dýrari og neysla í framtíð ódýrari. Jaðarvirði neyslu hækkar í nútíð og þar með hlutfallslegt verð neyslu í nútíð samanborið við framtíð. Velferð eykst ef unnt er að kaupa aukna neyslu nú fyrir neyslu í framtíð. Viðskipti við útlönd geta þá bætt hag þjóðar sem hefur halla á viðskiptum við önnur lönd á meðan á hamförunum stendur en viðskiptaafgangur að hamförum loknum er síðan notaður til þess að greiða fyrir neyslaukninguna.

Á Íslandi hafa aflasveiflur valdið breytingum þjóðarframleiðslu frá ári til árs. Kenningin um neyslujöfnun segir okkur að best sé að hafa afgang á viðskiptum við útlönd þegar vel aflast og viðskiptakjör eru góð en halla þegar verr árar. Á mynd 2.3 sést að svo hefur verið, en myndin sýnir frávik verðmætis útflutnings sjávarafurða frá leitni og viðskiptaafgang sem hlutfall af landsframleiðslu á föstu verðlagi ársins 1999.

Tvennt vekur athygli. Í fyrsta hgi fer jöfnuður á viðskiptum við útlönd að verulegu leyti eftir verðmæti útflutnings, mikill afli og afgangur á viðskiptum við útlönd fylgjast að. Ljóst er að breytingar á viðskiptajöfnuði á milli ára hafa jafnað neyslu og líf skjör. Viðskiptajöfnuður batnaði mikið vegna mikils síldarafla um miðbik sjöunda áratugarins og um 1980 vegna mikils loðnafla og mikill viðskiptahalli fylgdi síðan hvarfi síldarstofnanna í lok sjöunda áratugarins og sömuleiðis minni þorsk- og loðnafla í upphafi þess tíunda. Í öðru hgi hefur verið halli á viðskiptum við útlönd flest öll árin með örfáum undantekningum.

Mynd 2.3 Breytingar viðskiptajöfnuðar og aflaverðmætis



Samband aflaverðmætis og viðskiptaafgangs kemur skýrt fram á myndinni en virðist þó hverfa á síðasta áratug aldarinnar. Afgangurinn um miðbik áratugarins varð til þrátt fyrir að aflaverðmæti væri lítið og mikill halli síðustu ára hefur myndast án þess að aflaverðmæti hafi minnkað sem því nemur.

Þótt náttúruhamfarir og aflabrestir hafi oft valdið viðskiptahalla þá er algengara að mikil fjárfesting innanlands eigi þar hlut að máli. Þannig var járnbrautakerfi Bandaríkjanna á 19. öld að miklum hluta fjármagnað með evrópskum lánnum og Noregur tók stór lán á áttunda áratuginum til að byggja upp olíuvinnslu sína.

Viðskiptahalli Noregs á áttunda áratuginum var notaður til þess að standa straum af kostnaði vegna fjárfestingar sem síðar skilaði arði og viðskiptaafgangi. Ef ekki hefði verið unnt að hafa halla á viðskiptum við útlönd, kaupa neyslu í nútíð fyrir neyslu í framtíð, þá hefði einkaneysla þurft að dragast saman til þess að gera hina miklu fjárfestingu mögulega. Viðskiptaafgangur varð síðan til eftir 1985 þegar tekjur af olíuvinnslu juku þjóðarframleiðslu Norðmanna til muna. Þennan viðskiptaafgang má skýra á svipaðan hátt. Ef búist er við því að olíutekjurnar muni ekki vara að eilífu er unnt að hagnast á því að selja neyslu á meðan tekjurnar duga fyrir þá neyslu sem fyrirhuguð er þegar olíulindirnar eru uppurar. Með því að hafa afgang á viðskiptum við útlönd á tímum olíugróða er unnt að hafa viðskiptahalla þegar olíugróðinn er uppurinn. Norðmenn gátu þannig jafnað neyslu með því að lifa um efni fram á áttunda áratuginum, spara næstu áratugi á eftir og greiða niður erlend lán jafnframt því sem lagt var fyrir til mögru árána svo að þjóðarútgjöld gætu haldist meiri en þjóðarframleiðsla þegar olíuauðurinn er uppurinn, sjá ramma 2.4.

## Rammi 2.4 Olíusjóður Norðmanna

Norska ríkið hefur allengi sett olútektur sínar í sérstakan sjóð, olíusjóðinn, sem notaður er til erlendra fjárfestinga. Í lok árs 1999 námu eignir sjóðsins 25,5% af vergri landsframleiðslu. Sjóðurinn var þá stærsti opinberi fjárfestingarsjóðurinn í Evrópu.

Samkvæmt spám Alþjóðagjaldeyrissjóðsins munu olíusjóðir Norðmanna nægja til þess að standa undir ellilífeyri landsmanna fram til ársins 2038. Sjálfir áætla Norðmenn að sjóðirnir muni nægja fram til 2050, en niðurstaðan fer eftir því hvort lífeyrir er látinn fylgja launavísitölu eða almennri verðlagsvísitölu.

Sjóðurinn fjárfestir einkum í erlendum skuldabréfum en einnig hlutabréfum sem nú eru um 40% af heildareign. Hámarkseign hlutabréfa í einu fyrirtæki er 1% af heildarinnistæðum. Samsetning eigna sjóðsins var í upphafi í samræmi við innflutning Norðmanna. Þannig var mest fjárfest í Evrópu, einkum á hinum Norðurlöndunum. Árið 1997 varð stefnubreyting sem fólst í því að draga úr vægi Evrópu til þess að minnka áhættu.

Seðlabanki Noregs og fjármálaráðuneytið sjá um rekstur sjóðsins. Þannig setur fjármálaráðuneytið fram almennar reglur um fjárfestingu á meðan Seðlabankinn sér um fjárfestingar á skuldabréfamarkaði. Einkafyrirtæki sjá síðan um fjárfestingar á hlutabréfamarkaði.

Heimild: Tryggvi Þór Herbertsson, J. Michael Orszag og Peter Orszag (2000)

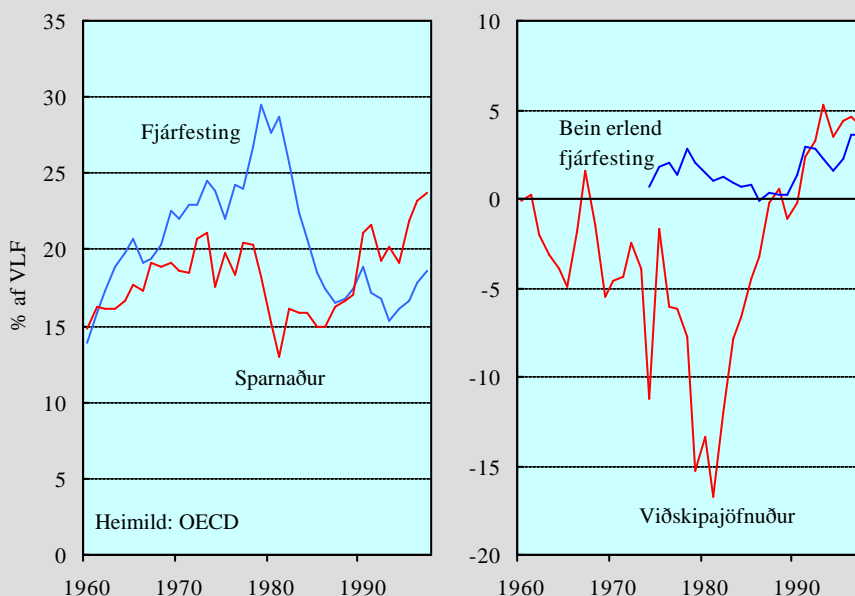
## 2.3. Viðskiptajöfnuður og alþjóðlegir fjármagnsmarkaðir

Til að hafa halla eða afgang á viðskiptum við útlönd þarf fjármagn að flæða á milli landa. Eins og áður segir geta þjóðir fjármagnað halla á viðskiptum með vörur og þjónustu með erlendum lántökum eða með því að selja erlendum aðilum innlendar eða erlendar eignir. Íslendingar hafa yfirleitt notað erlendar lántökur í þessu skyni en dæmi eru til um eignasölu í ýmsum öðrum löndum. Þannig fjármögnuðu Bretar stríðsrekstur sinn í síðari heimsstyrjöldinni að nokkru leyti með því að selja eignir sínar í nýlendum eða öðrum löndum, auk gullforðans, og fræg eru dæmi af kaupum Japana á eignum í Bandaríkjunum á síðasta áratug (Columbia Pictures, Rockefeller Center o.s.frv.).

### Rammi 2.5 Sparnaður, fjárfesting og viðskiptahalli á Írlandi

Fjárfesting óx gífurlega á Írlandi á tímabilinu 1960 til 1980. Þessi aukning var ekki nema að hluta fjármögnuð með innlendum sparnaði. Þegar fjárfesting var sem mest árið 1981 var viðskiptahallinn tæp 17% af VLF.

#### Fjárfesting, sparnaður, viðskiptajöfnuður og bein erlend fjárfesting á Írlandi 1960-97



Frá miðjum níunda áratugnum hefur erlend fjárfesting vaxið hröðum skrefum á Írlandi og árið 1998 var svo komið að ein af hverjum fimm krónum sem fjárfest var á Írlandi var af erlendum toga. Erlendar fjárfestingar voru mestar í hátæknigeiranum, svo sem í hugbúnaðargerð. Þessi þróun hefur haldist í hendur við mikinn hagvöxt og má rekja hann til þeirra miklu umbreytinga sem urðu á skipulagi atvinnugreina á Írlandi og tilkomu nýja hagkerfisins. Írar notuðu erlend lán til að fjárfesta, uppskáru í bráð mikinn viðskiptahalla en í lengd aukinn hagvöxt og velmegun.

Frjálst flæði fjármagns leiðir til jöfnunar raunvaxta og þar með einnig til jöfnunar á jaðarframleiðni fjármagns. Ef fjárfestingatækifæri eru óvenju góð í einhverju landi þá streymir fjármagn þangað, þ.e.a.s. landið hefur viðskiptahalla og öll önnur lönd viðskiptaafgang, og fjármagnsstofninn vex þar til jaðarframleiðni fjárfestingar hefur verið jöfnuð á milli landa. Stærð fjármagnsstofnsins fer því ekki lengur eftir innlendra sparnaðarhneigð. Þannig hefur fjármagnsstofninn aukist mikið á Írlandi undanfarin ár

án þess að innlendur sparnaður hafi aukist í sama mæli. Þess í stað hefur erlend fjárfesting verið mikil og viðskiptahalli meiri fyrir vikið, sjá ramma 2.5.

### Rammi 2.6 Reagan árin

Nóbelsverðlaunahafinn Robert Mundell útskýrði viðskiptahalla Bandaríkjanna á stjórnarárum Reagans á eftirfarandi hátt. Aðgerðir Reganastjórnarinnar í skattamálum voru svo hliðhollar aukinni fjárfestingu og nýsköpun að fjárfestar sóttu til Bandaríkjanna í ríkum mæli, gengi dollars hækkaði og viðskiptahalli myndaðist. Bandaríkjamenn gátu lifað um efni fram vegna þess að útlendingar voru tilbúnir til þess að kaupa eignir þeirra vegna mikillar arðsvonar.

Líta má á þetta frá annarri hlið. Framtíðartekjur Bandaríkjanna jukust skyndilega og þarlendir aðilar sáu fram á hærri neyslu. Þetta olli hækkun raunvaxta, þ.e.a.s. hlutfallslegt verð neyslu í framtíðinni lækkaði og þar með hækkaði hlutfallslegt verð neyslu í nútíð. Vegna þess að neysla var orðin hlutfallslega dýrari varð hagkvæmt að flytja inn neyslu í nútíð fyrir minni neyslu í framtíð. Viðskiptahallinn var afleiðing þessa.

Möguleikinn á að hafa hvort heldur sem er halla eða afgang á viðskiptum við útlönd leiðir þannig til þess að fjármagn leitar í hagkvæmasta farveg. Ef ný fjárfestingatækifæri opnast í einhverjum heimshluta, t.d. í Bandaríkjunum eða Suðaustur-Asíu, þá leitar fjármagn þangað. Þetta veldur viðskiptahalla í þessum löndum þegar þjóðarútgjöld verða meiri en þjóðarframleiðsla en viðskiptaafgangi annars staðar þar sem þjóðarframleiðsla er meiri en þjóðarútgjöld og mismunurinn rennur til nýrra fjárfestingatækifæra erlendis. Þjórt framtíð í formi vænlegri fjárfestinga veldur þannig tímabundnum viðskiptahalla sem er síður en svo merki slæmrar hagstjórnar. En hvernig verður þessi viðskiptahalli til?

Þegar ný fjárfestingartækifæri koma fram, t.d. í Bandaríkjunum leita evrópskir fjárfestar þangað með fjármagn sitt í stað þess að fjárfesta í Evrópu. Þeir selja þá eigin gjaldmiðil í skiptum fyrir dollara og verja dollurunum til kaupa á bandarískum hlutabréfum, framleiðslutækjum eða mannvirkjum. Við þetta eykst framboð af þeirra eigin gjaldmiðli og eftirspurn eftir dollurum. Þá hækkar gengi dollara og gengi evrópskra gjaldmiðla lækkar. Við þetta lækkar verð á innflutningi í Bandaríkjunum jafnframt því sem verð bandarískis útflutnings lækkar, mælt í dollurum. Innflutningur eykst og útflutningur dregst saman þegar útflytjendur neyðast til þess að hækka verð á útflutningi í evrópski mynt. Viðskiptahalli myndast í Bandaríkjunum og viðskiptaafgangur í Evrópu þar sem lægra gengi hefur öfug áhrif, sjá ramma 2.6.

Af framangreindu leiðir að langvarandi halli eða afgangur á milliríkjaviðskiptum ætti að vera bæði hagkvæmur og æskilegur þegar mikill munur er á arðsemi fjármagns í einstökum löndum.

## 2.4 Viðskiptahalli og neyslujöfnun

Nú ætti að vera orðið ljóst að hægt er að nota viðskiptajöfnuðinn til að jafna neyslu á milli tímabila. Bandaríski hagfræðingurinn Jeffrey Sachs (1982) lýsir ákvörðun viðskiptajöfnuðar með eftirfarandi hætti:

$$\text{viðskiptajöfnuður} = \text{frávik landsframleiðslu frá leitni} - \text{frávik fjárfestingar frá leitni} \\ - \text{frávik einkaneyslu frá leitni} - \text{frávik samneyslu frá leitni}$$

Frávikin geta bæði verið neikvæð og jákvæð. Jöfnuna má túlka á eftirfarandi hátt:

- Þegar framleiðsla er óvenju há verður til afgangur á viðskiptajöfnuði þegar neytendur jafna neyslu á milli tímabila. Í stað þess að eyða hverri krónu viðbótartekna í neyslu þá kjósa einstaklingar að kaupa eignir sem gefa arð, svo sem skuldabréf eða hlutabréf, til þess að auka neyslu í framtíðinni.
- Á svipaðan hátt myndast viðskiptahalli þegar fjárfesting er óvenju mikil. Í stað þess að draga úr neyslu til þess að standa straum af kostnaði vegna fjárfestingar eru tekin erlend lán. Þannig er unnt að jafna neyslu á milli tímabila þrátt fyrir breytilega fjárfestingu.
- Þá getur viðskiptahalli myndast við aukningu einkaneyslu leiði hún ekki til samsvarandi minnkunar fjárfestingar og ríkisútgjalda.
- Að lokum leiða óvenju há ríkisútgjöld til viðskiptahalla þegar einstaklingar taka erlend lán í stað þess að fjármagna aukna skattheimtu með minni einkaneyslu eða ef hið opinbera tekur lán í stað þess að hækka skatta.

Einfalt er að prófa reikniverk Sachs með gögnum frá Íslandi. Á mynd 2.4 gefur að líta raunverulegan viðskiptajöfnuð tímabilið 1945 til 1999 sem fenginn er úr þjóðhagsreikningum fyrir Ísland og viðskiptajöfnuð sem reiknaður er með jöfnu Sachs hér að framan.<sup>2</sup>

Eins og við var að búast fylgjast metni og raunverulegi viðskiptajöfnuðurinn vel að, en sá metni er þó að heita má ætíð hagstæðari en sá sem hagtölur mæla.

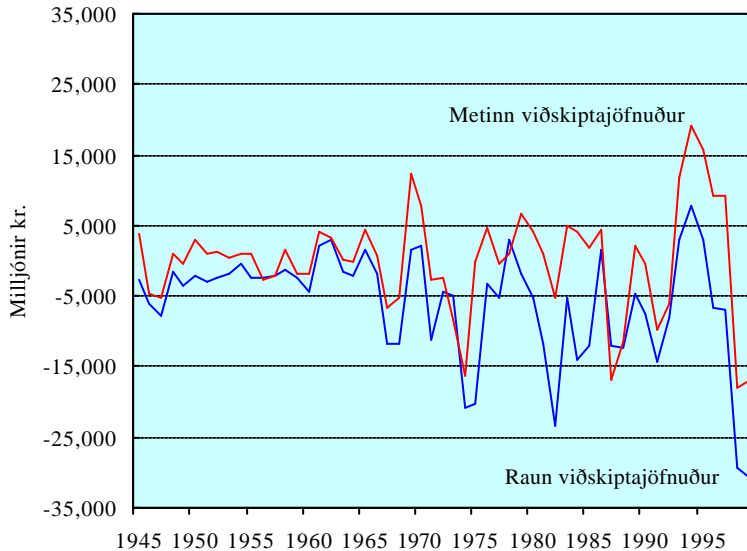
---

<sup>2</sup> Varanleg framleiðsla (e. *potential output*), fjárfesting, neysla og ríkisútgjöld er leitni sem reiknuð er með síu Hodrick og Prescott, þar sem jöfnunarstuðullinn er hafður jafn 100. Gögnin eru fengin úr þjóðhagsreikningum Þjóðhagsstofnunar og eru þau staðvirk: landsframleiðsla með eigin verðvísitölu, fjárfesting með verðvísitölu fjárfestingar, neysla með verðvísitölu neyslu, samneysla með verðvísitölu samneyslu og viðskiptahalli með verðvísitölu landsframleiðslu.

Athyglisvert er að skoða samband frávika frá langtímaleitni stærðanna hér að framan og metna viðskiptajöfnuðarins. Samkvæmt því sem að framan segir ætti:

- Að vera afgangur á viðskiptum við útlönd þegar vel árar,
- Að vera halli þegar neysla, fjárfesting og ríkisútgjöld eru óvenju mikil.

Mynd 2.4 Metinn og raunverulegur viðskiptajöfnuður

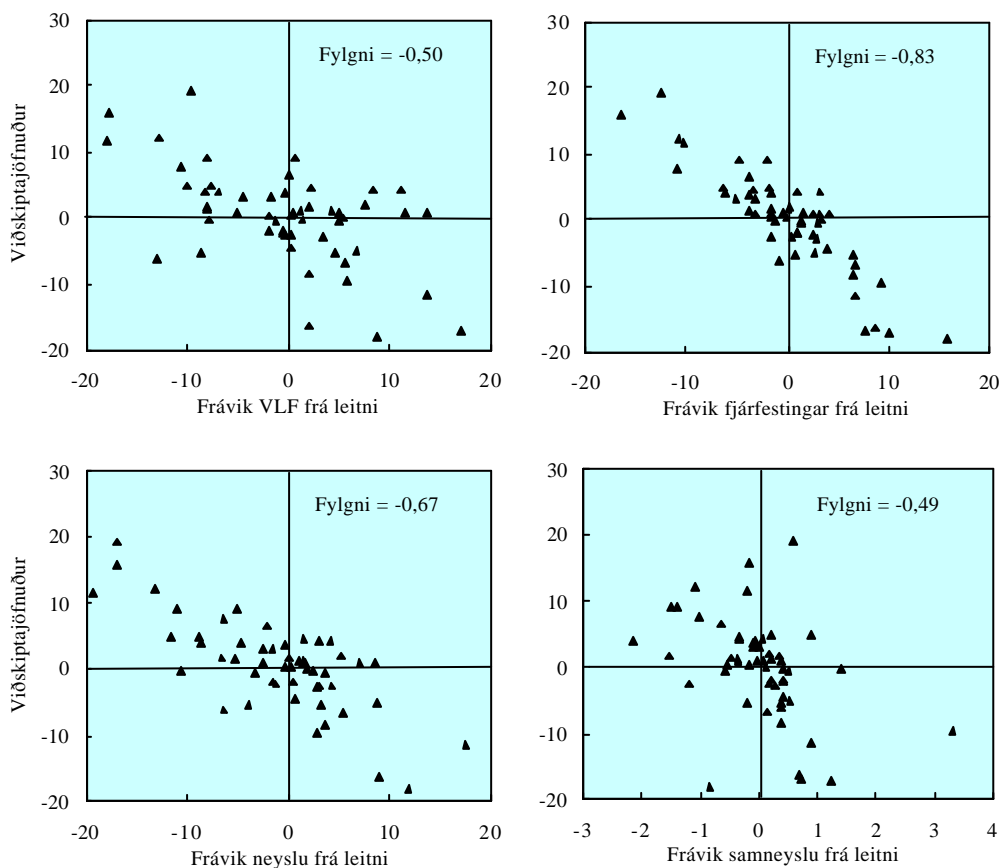


Á mynd 2.5 má sjá samband metna viðskiptajöfnuðarins og frávika frá langtímaleitni einstakra þátta jöfnunnar, þ.e. landsframleiðslu, neyslu, fjárfestingar og ríkisútgjalda. Eins og sést á myndinni virðist vera neikvætt samband á milli breytinga neyslu, fjárfestingar og framleiðslu, mælt sem frávik frá langtímaleitni, og metna viðskiptajöfnuðarins:

- Þegar vöxtur landsframleiðslu er meiri en nemur langtímaleitni hagvaxtar virðist viðskiptahallinn vera meiri en ella (fylgni  $-0,50$ ).<sup>3</sup>
- Þegar fjárfesting eykst meira en nemur langtímaleitni virðist viðskiptahallinn verða meiri en langtímaleitni viðskiptajöfnuðar segir til um og öfugt (fylgni  $-0,83$ ).
- Þegar einkaneysla er meiri en langtímaleitni einkaneyslu gefur til kynna er viðskiptahallinn meiri en ella (fylgni  $-0,67$ )
- Þegar samneysla er meiri en langtímaleitni gefur til kynna eykst viðskiptahallinn (fylgni  $-0,49$ ).

<sup>3</sup> Fylgnin er svokölluð Spearman rank correlation.

Mynd 2.5 Samband metins viðskiptajöfnuðar og ýmissa þjóðhagsstærða



Óvenju mikil fjárfesting og einkaneysla virðist því fyrst og fremst vera fjármögnuð með erlendum lánunum. Samneyslan virðist einnig vera fjármögnuð erlendis þótt sambandið sé ekki jafn ótvírætt og við neyslu og fjárfestingu.

Neikvætt samband á milli óvenju mikillar framleiðslu og viðskiptajöfnuðar kemur á óvart. Niðurstöðuna er þó hugsanlega hægt að skýra með því að þegar vel árar breytast væntingar fólks og það geri ráð fyrir því að framleiðslan sé viðvarandi meiri en langtímaleitni gefur til kynna. Þessar væntingar um auknar tekjur leiða þá til aukinnar neyslu þegar í stað sem greidd er með því að taka lán. Í framhaldi af þessu er rétt að líta frekar á samhengi hagvaxtar og viðskiptajöfnuðar.

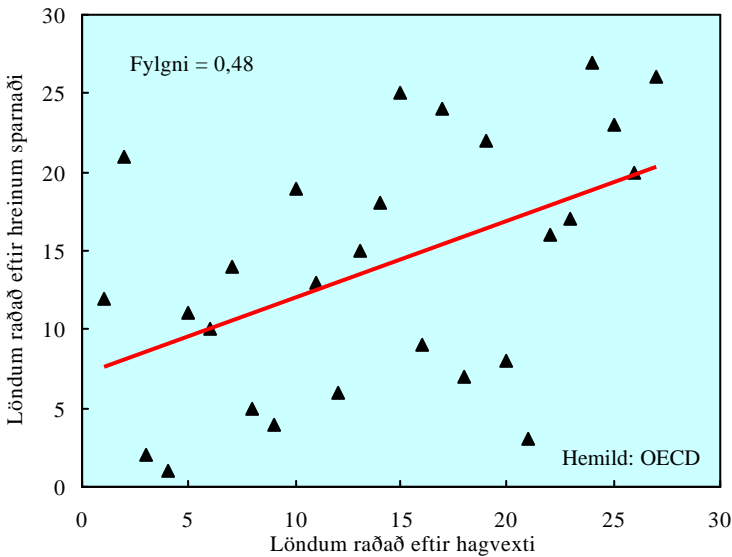
#### *Hagvöxtur og viðskiptajöfnuður*

Af því sem hér hefur komið fram mætti álykta að sparnaður sé minni í löndum sem búa við mikinn hagvöxt vegna þess að neytendur taki lán til þess að fjármagna útgjöld sín í



von um hærri tekjur í framtíðinni. Þegar framleiðsla fer vaxandi ættu neytendur að taka lán erlendis og endurgreiða þau síðar þegar framleiðslan hefur aukist. Þetta er þó ekki algild regla eins og sjá má á mynd 2.6. Þannig var sparnaður mikill bæði í Japan og Þýskalandi á eftirstríðsárunum þótt hagvöxtur hafi einnig verið mikill. Jafnframt höfðu bæði löndin lengst af afgang á viðskiptajöfnuði. Því er nauðsynlegt að kafa dýpra og kanna frekar hvað það er sem ræður ákvörðunum um neyslu, fjárfestingar og ríkisútgjöld.

Mynd 2.6 Samband hagvaxtar og sparnaðar í OECD, 1990-97



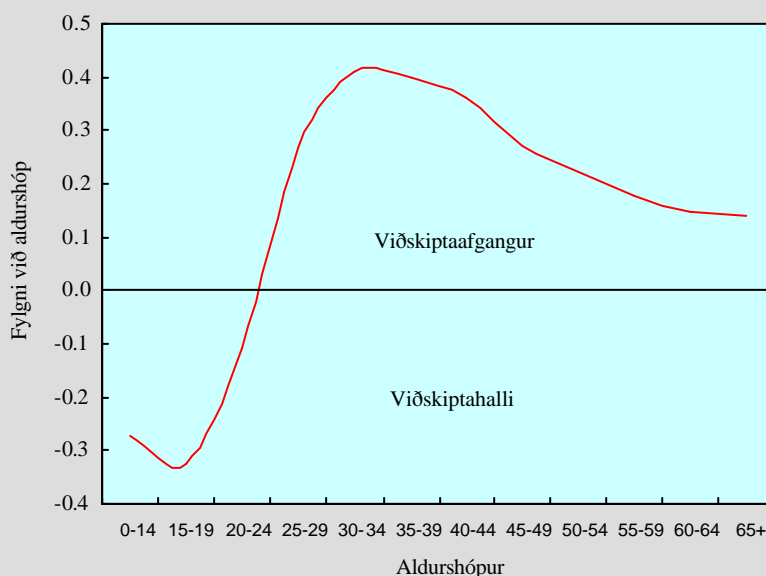
Mikilvægt skref til þess að skilja samband neyslu og sparnaðar felst í því að taka tillit til skiptingar þjóðarinnar í kynslóðir. Samkvæmt ævitekjukeningum Modigliani (1975) þá jafna einstaklingar neyslu yfir ævina þannig að þeir taka lán fyrir neyslu á námsárum og greiða þau aftur þegar námi er lokið. Jafnframt leggja þeir í sjóð á meðan þeir eru á vinnualdri til þess að standa straum af neyslu á eftirlaunaárunum. Þannig er neysla jöfnuð yfir ævina en tekna er fyrst og fremst aflað um miðbik hennar. Af þessu leiðir að aldurssamsetning þjóða ætti að hafa áhrif á viðskiptahallann.

Þjóðhagslegur sparnaður er samansettur af sparnaði vinnandi kynslóða og þeirra sem farnar eru á eftirlaun. Gera má ráð fyrir að sparnaður hinnar síðarnefndu sé neikvæður. Ef tekjur yngri kynslóðarinnar eru hærri en þeirrar eldri vegna hagvaxtar þá ætti sparnaður hennar einnig að vera meiri og þar með meiri en neikvæður sparnaður eldri kynslóðarinnar. Því ætti þjóðhagslegur sparnaður að standa í jákvæðu samhengi við vöxt þjóðarframleiðslu.

### Rammi 2.7 Samband aldursamsetningar þjóða og viðskiptahalla

Hugsanlega má rekja afgang Japana á viðskiptunum við Bandaríkin frá miðjum sjötta áratugnum til þess að Japanir hafi að meðaltali verið yngri en Bandaríkjamenn og hafi því verið að spara til elliáranna á meðan Bandaríkjamenn voru að meðaltali eldri og sparnaður því að meðaltali minni. Á sama hátt er unnt að færa rök fyrir því að ríkisútgjöld verði fyrir áhrifum af aldursamsetningu þjóða þannig að útgjöld til heilsugæslu séu meiri því fleiri sem eftirlaunaþegar eru og útgjöld til menntamála hærrí því fleiri sem eru á skólaaldri. Af þessu leiðir að neysla og ríkisútgjöld eru há í samburði við þjóðarframleiðslu þegar stór hluti þjóðar er ekki á vinnufærum aldri og þar af leiðandi verður til halli á viðskiptum við útlönd. Á myndinni hér fyrir neðan má sjá samband aldursamsetningar 84 þjóða og viðskiptajöfnuðar á árabílinu 1960 til 1990.

#### Samband viðskiptajöfnuðar og aldursamsetningar þjóða í 84 löndum tímabilið 1960-90



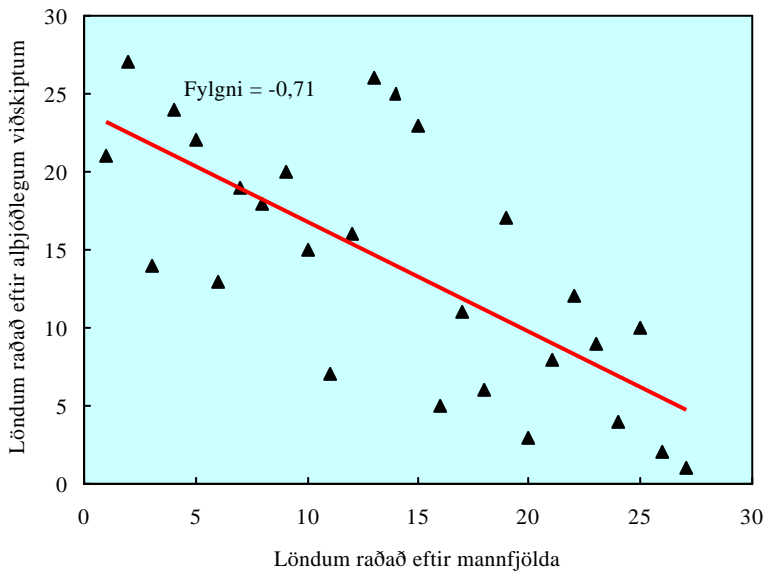
Myndin sýnir fylgni milli viðskiptajöfnuðar og hlutfalls fólksfjöldans í hverjum aldurshópi. Þannig er fylgnin við hlutfall aldurshópsins 30-34 um 0,4 á meðan fylgnin við aldurshópinn 15-19 er lægri en -0,3. Myndin sýnir að viðskiptaafgangur fer saman við að stór hluti fólksfjöldans sé á vinnualdri..

Heimild: Gylfi Zoëga og Tryggvi Þór Herbertsson (1999)

### Stærð landa og viðskiptajöfnuður

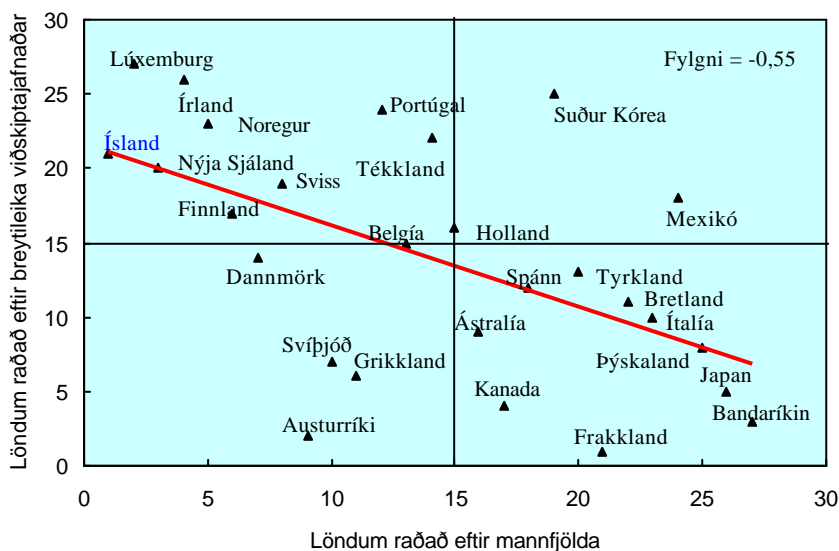
Stærð landa setur fjölbreytni framleiðslu skorður og hefur stærðin því áhrif á umfang viðskipta við umheiminn. Þannig ættu smáriki að eiga meiri viðskipti við útlönd en stór lönd, að öðru óbreyttu. Fjarlægð frá helstu mörkuðum erlendis skiptir einnig máli. Á mynd 2.7 sést sambandið á milli fólksfjölda og samtölu innflutnings og útflutnings sem hlutfall af vergri landsframleiðslu 27 landa OECD tímabilið 1960 til 1997. Myndin sýnir að kenningin á við rök að styðjast. Lítil lönd hafa meiri viðskipti við umheiminn heldur en stærri lönd (fylgnin er  $-0,71$ ).

Mynd 2.7 Samband mannfjölda og alþjóðaviðskipta í OECD, 1960-97



Þessi niðurstaða gefur tilefni til að kanna hvort hugsanlegt sé að lítil lönd noti viðskiptajöfnuðinn í ríkari mæli en þau stærri til þess að jafna neyslu milli tímabila. Á mynd 2.8 sést samband mannfjölda og breytileika viðskiptajöfnuðar og sést greinilega að neikvætt samband er þar á milli (fylgnin er  $-0,55$ ). Eins og áður segir er þetta aðeins vísbending um að lítil lönd noti fremur viðskiptajöfnuðinn til að jafna neyslu yfir ákveðið tímabil en stór lönd.

Mynd 2.8 Samband mannfjölda og breytileika viðskiptajöfnuðar í OECD, 1960-97



## 2.5 Skuldabyrðin og afleiðingar langvarandi viðskiptahalla

Af framangreindu vaknar sú spurning hvort hugsanlegt sé að land geti komist í greiðsluþrot vegna langvarandi skuldafjöfnunar erlendis. Ljóst er að skuldir geta náð því stigi að stjórnvaldamenn sjái sér ekki fært að verja nægilega háum hluta þjóðarframleiðslu til vaxtagreiðslna. Erfitt er að sjá fyrir þróun þjóðarframleiðslu eða hve háum hluta hennar verði talið unnt að verja til vaxtagreiðslna. Þess vegna er mat á skuldastöðu þjóða að verulegu leyti huglæggt.

Afgangur á viðskiptum við útlönd er nauðsynlegur til að greiða vexti og afborganir af erlendum lánunum. Þjóð sem ætlar sér að greiða upp erlendar skuldir sínar verður að geta haft afgang á viðskiptajöfnuði sem er jafn núvirði skuldanna. Sé markmiðið hins vegar ekki að greiða upp skuldarnar heldur að halda hlutfalli þeirra við þjóðarframleiðslu stöðugu er unnt að hafa áframhaldandi halla á viðskiptum við útlönd, svo framarlega sem landið býr við nægilegan hagvöxt.

Til þess að átta sig betur á þessu er rétt að líta nánar á mismun vaxta og hagvaxtar. Sé enginn munur á þessum stærðum er unnt að taka á hverju ári ný lán sem svara til greiðslu vaxta og afborganga af fyrri lánunum, en það er hlutfallslega jafn mikið og þjóðarframleiðslan hefur aukist. Sé hagvöxtur hins vegar meiri en sem svarar vöxtum

lækkar skuldahlutfallið þrátt fyrir að ný lán séu tekin fyrir vöxtum og afborgunum. Væri hagvöxturinn hins vegar minni myndi skuldahlutfallið hækka.

Af þessu leiðir að miklu máli skiptir að líta ekki aðeins á vextina af skuldunum sem slíka heldur einnig á þá vaxtabyrði sem kemur fram þegar tekinn er mismunur vaxta og hagvaxtar, sem hér verður nefnt vaxtastig. Þannig skilgreind er vaxtabyrðin:

$$\text{vaxtabyrði} = (\text{vextir} - \text{hagvöxtur}) \times \text{skuldir/þjóðarframleiðsla}$$

Þetta samband er sýnt í töflu 2.1 miðað við fasta vaxtabyrði, ýmist 0,5% eða 2% af þjóðarframleiðslu. Í vinstri hluta töflunnar er gert ráð fyrir að upphaflega vaxtastigið, þ.e. vextir að frádregnum hagvexti, sé 1%, að skuldahlutfallið sé 50% af þjóðarframleiðslu og að vaxtabyrðin nemi 0,5% af þjóðarframleiðslu. Taflan sýnir síðan hækkun vaxtastigs um eitt prósentustig í hverri röð og það lækkandi skuldahlutfall sem þarf til þess að upphaflega skuldabyrðin haldist óbreytt. Í hægri hlið töflunnar eru sýnd þau þör vaxtastigs og skuldahlutfalls sem gefa 2% vaxtabyrði.

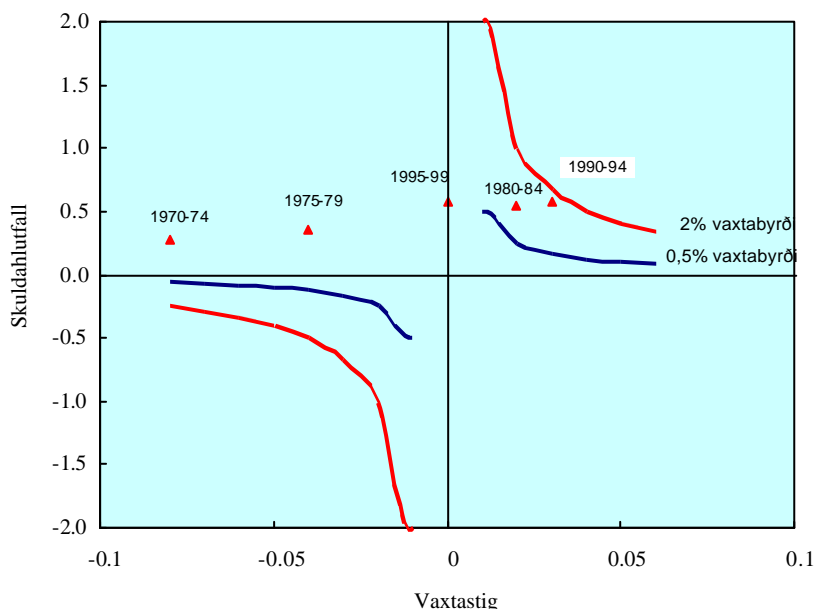
Tafla 2.1 Samband vaxtastigs, skuldahlutfalls og vaxtabyrði

Vaxtabyrði 0,5%		Vaxtabyrði 2%	
Vextir (vextir – hagvöxtur)	Skulda- hlutfall	Vextir (vextir – hagvöxtur)	Skulda- hlutfall
1%	0.50	1%	2.00
2%	0.25	2%	1.00
3%	0.17	3%	0.67
4%	0.13	4%	0.50
5%	0.10	5%	0.40
6%	0.08	6%	0.22

Ef vinstri helmingur töflunnar er skoðaður sést að ef vaxtabilið er 1% og erlendar skuldir 50% af þjóðarframleiðslu þá er vaxtabyrðin 0,5%. Ef vextir hækka úr 1% í 2% þá þarf skuldsetningin að lækka úr 50% í 25% til þess að vaxtabyrðin haldist óbreytt. Ef vextir hækka um 5 prósentustig (úr 1% umfram hagvöxt í 6%) þá þarf skuldsetningin að falla allar götur niður í 8%. Í hægri helmingi töflunnar sést síðan sambærilegt skiptihlutfall fyrir 2% vaxtabyrði.

Á mynd 2.9 sést annars vegar það samband vaxtastigs og skuldsetningar sem gefur ákveðna vaxtabyrði, þ.e. 0,5% og 2%, og hins vegar staðsetning Íslands árabilið 1970-99.

Mynd 2.9 Jafnbyrðisferlar vaxtastigs og skuldahlutfalls og staðsetning Íslands 1970-99



Ferlana tvo mætti nefna „jafnbyrðisferla“ þar sem þeir sýna það samband vaxtastigs og skuldahlutfalls sem ekki breytir vaxtabyrðinni. Ferillinn til hægri, þ.e.a.s. sá ytri í norðaustur horni myndarinnar, sýnir samsetningu skulda og vaxta við 2% vaxtabyrði en innri ferillinn við 0,5% byrði. Af myndinni má sjá að við hátt skuldahlutfall er ferillinn nær lóðréttur sem merkir að smávægilegar breytingar vaxtastigs skipta miklu máli. Rétt er að geta þess að myndin er samhverf þar sem hún sýnir bæði neikvæða og jákvæða vexti og skuldabyrði.

Gefum okkur t.d. að hagvöxtur sé lítill og vextir háir þannig að mismunur þessara tveggja stærða sé 4% og að skuldahlutfallið sé 50% sem er u.þ.b. staðsetning Íslands á myndinni tímabilið 1990-94. Í þessu tilviki jafngildir aukning hagvaxtar um 2 prósentustig (þannig að vextir að frádregnum hagvexti verði 2% í stað 4% áður) því að skuldahlutfallið lækki úr 50% af þjóðarframleiðslu í 22%.

Af þessu má sjá að hagvöxtur og vaxtakjör á fjármagnsmarkaði skipta miklu máli fyrir þjóðir sem eru mjög skuldsettar. Það getur þess vegna verið jafn áriðandi að stuðla að auknum hagvexti eins og að lækka skuldir, að því gefnu að það sé ekki á kostnað aukins viðskiptahalla.

Tafla 2.2 sýnir vaxtabyrði fyrir nokkur lönd árin 1991 og 1998. Vaxtabyrðin var mest í Argentínu og í Nígeríu en ástæðan var þó ekki hin sama. Í Argentínu var lítill

hagvöxtur orsökina en miklar skuldir í Nígeríu. Þótt tölurnar hér séu lágar þá er ljóst að 1,5% vaxtabyrði leiddi til erfiðleika í Mexíkó í byrjun níunda áratugarins.

Það hve mikla skuldabyrði einstök ríki þola fer eftir styrk ríkisvaldsins og þjóðfélagsuppbyggingu. Í sumum löndum getur verið tiltölulega auðvelt að greiða 3% af þjóðarframleiðslu í afborganir og vexti enda þótt það sé mjög erfitt annars staðar. Veikt ríkisvald getur átt í erfiðleikum með að halda þjóðarútgjöldum í skefjum þannig að jafnvel lítil skuldabyrði verði óviðráðanleg þótt sama skuldabyrði þurfi ekki að valda vanda í öðrum löndum.

Tafla 2.2 Vaxtabyrði sem hlutfall af VLF

	1991	1998
Danmörk	0.04	0.00
Finnland	0.13	- 0.01
Ísland	0.08	- 0.02
Noregur	0.07	- 0.01
Argentína	3.90	-
Brasilía	0.80	-
Chíle	3.10	-
Mexíkó	1.50	-
Nígería	4.80	-

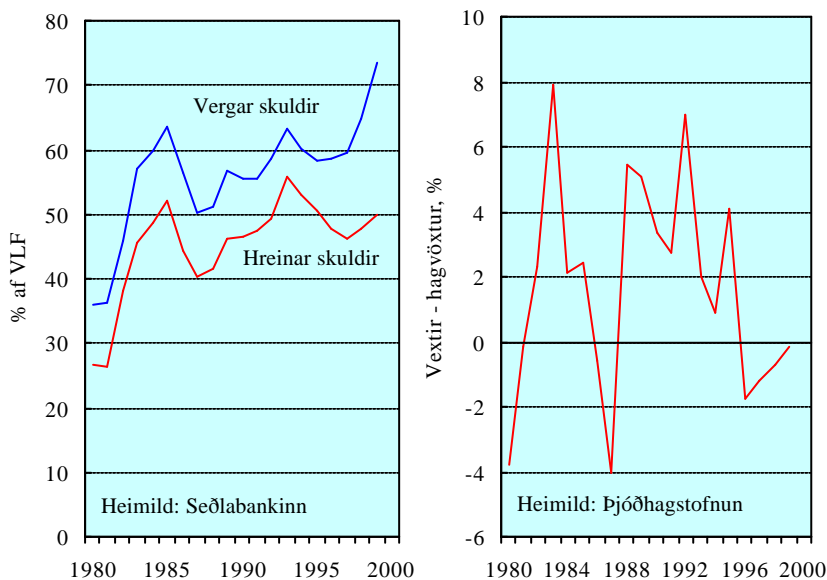
Heimild: OECD, IMF, Obsfeld og Rogoff (1996)  
og ýmsir aðilar á Norðurlöndunum.

### Skuldabyrði Íslands

Það hvort erlendar skuldir sem hlutfall af þjóðarframleiðslu vaxa eða minnka fer ekki eingöngu eftir viðskiptahallanum heldur einnig eftir vöxtum, hagvexti og beinni erlendri fjárfestingu. Á mynd 2.10 má sjá stöðu íslenska þjóðarbúsins gagnvart útlöndum og vaxtastigið.

Eins og sést á myndinni hafa hreinar erlendar skuldir þjóðarbúsins haldist í um 50% af vergri landsframleiðslu síðastliðin 15 ár en vergu skuldarnar hafa vaxið nokkuð undanfarin ár. Árið 1980 var munurinn á vergum og hreinum erlendum skuldum um 9 prósentustig en hafði vaxið í rúm 23 prósentustig árið 1999. Skýringin á þessu eru auknar eignir Íslendinga erlendis og þá fyrst og fremst lífeyrissjóðanna. Sennilega mun draga enn frekar í sundur með þessum stærðum í framtíðinni. Til hægri á mynd 2.10 má sjá vexti að frádregnum hagvexti. Vaxtabilið sveiflast mjög milli ára vegna hagvaxtarins og eins og sjá má hefur hagvöxtur síðustu ára lækkað vaxtabilið og þar með vaxtabyrði sem hlutfall af landsframleiðslu.

Mynd 2.10 Erlendar skuldir og vaxtastig (vextir–hagvöxtur), 1980-99



Á mynd 2.11 sést breyting erlendra skulda og viðskiptahalli á Íslandi á árunum 1960-2000.

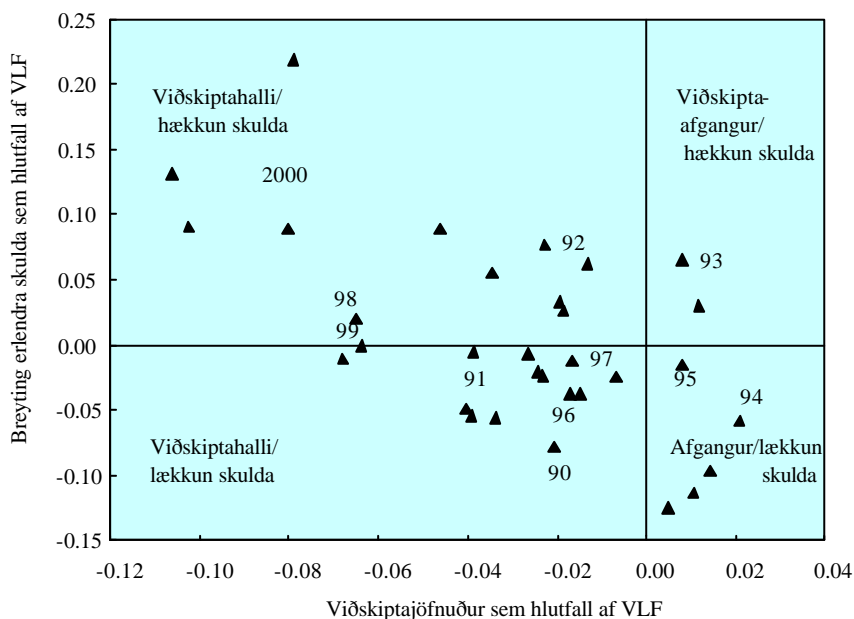
Eins og sést á myndinni getur samspil viðskiptajöfnuðar og skuldahlutfallsins verið á fjóra mismunandi vegu:

- Saman getur farið viðskiptahalli og hækkandi erlendar skuldir (sem hlutfall af landsframleiðslu) eins og gerst hefur í 31,25% tilvika (árin '74, '75, '78, '80, '82, '83, '84, '92, '98 og 2000).
- Saman getur farið viðskiptahalli og lækkandi erlendar skuldir eins og gerst hefur í 37,5% tilvika (árin '71, '72, '73, '76, '77, '79, '81, '85, '87, '91, '96 og '97).
- Saman getur farið viðskiptaafgangur og hækkandi erlendar skuldir eins og gerst hefur í 6,25% tilvika (árin '78 og '93).
- Saman getur farið viðskiptaafgagnur og lækkandi erlendar skuldir eins og gerst hefur í 15,6% tilvika (árin '69, '70, '86, '84 og '95).

Eins og sést af ártölunum í svigunum hefur skuldahlutfallið hækkað samhliða viðskiptahalla í rúmlega 31% tilvika síðastliðin 40 ár en það lækkað samhliða viðskiptahalla í rúmlega 37% tilfella. Það er því algengara að viðskiptahalli og lækkun skuldahlutfallsins haldist í hendur. Rekja má þessa niðurstöðu til þess að á áttunda áratugnum voru heimsvextir lágir en tiltölulega mikill hagvöxtur á Íslandi.



Mynd 2.11 Samband erlendar skuldasöfnunar og viðskiptajöfnuðar á Íslandi 1968-2000



Hér að framan var rætt um að skuldahlutfallið ráðist einnig af nafngengi íslensku krónunnar. Þar sem erlendar skuldir eru í erlendra mynt hafa gengisbreytingar áhrif á skuldaupphæðina í íslenskum krónum.

## 2.6 Umfang viðskipta milli tímabila

Alþjóðlegir fjármagnsmarkaðir eiga að sjá til þess að fjármagn leiti þangað sem framleiðni þess er mest og að þjóðir hafi tækifæri til þess að eiga í viðskiptum með neyslu milli tímabila. Hins vegar bendir margt til þess að virkni þessara markaða sé minni en marga grunar. Fyrsta vísbendingin í þá átt er sú að uppistaða eignasafns fjárfesta er yfirleitt innlendar eignir, þ.e. skulda- og hlutabréf. Þetta hefur þó breyst nokkuð á síðustu árum en sem dæmi má nefna að eignir útlendinga í Bandaríkjunum jukust úr tæpum 28% af fjármagnsstofninum þar í landi árið 1970 í um 57% í lok árs 1996, sjá Krugman og Obstfeld (2000).

Ef alþjóðlegir fjármagnsmarkaðir væru fullkomlega virkir ætti lítil fylgni að vera á milli innlands sparnaðar og fjárfestingar. Innlendar sparnaður yrði þá til þess að fjármagna þá fjárfestingu sem mestan arð gefur óháð því í hvaða landi hún er. Einnig er ljóst að innlendar sparnaður setur innlendra fjárfestingu ekki skorður vegna þess að erlendar sparnaður er ávallt til reiðu svo lengi sem arðsemi innlendar fjárfestingar

stenst alþjóðlegan samanburð. Á sama hátt getur þjóð jafnað neyslu þegar sveiflur verða á framleiðslu án þess að valda breytingum á fjárfestingu.

Í viðfrægri rannsókn komust þeir Martin Feldstein og Charles Horioka (1980) að þeirri niðurstöðu að há fylgni væri á milli sparnaðar og fjárfestingar á tilteknum tímabilum og í tilteknum löndum. Þannig er fjárfesting að öllu jöfnu mest þar sem sparnaður er mikill og minni í þeim löndum þar sem sparnaður er lítill. Með öðrum orðum þá er mikill og viðvarandi viðskiptahalli ekki algengur í hagtölum. Þeir félagarnir drógu þá ályktun af þessari niðurstöðu að fjármagnsstreymi á milli landa væri lítið og þar með væri unnt að segja að virkni alþjóðlegra fjármálamarkaða væri lítil. Þá leiðir aukinn innlendir sparnaður fyrst og fremst til meiri innlendar fjárfestingar en ekki til viðskiptaafgangs og erlendra fjárfestinga.

Af þessum niðurstöðum má draga þá ályktun að alþjóðlegir fjármagnsmarkaðir standi sig ekki í stykkinu þegar kemur að því að auðvelda löndum að versla með neyslu milli tímabila. Þannig ætti aukinn sparnaður innanlands að gera það kleift að flytja neyslu út í dag og fá í staðinn aukna neyslu í framtíð, eins og áður segir. En þess í stað er fjárfest innanlands. Ljóst er að ef arðsemi innlendar fjárfestingar er minni en heimsvextir og lægri en arðsemi fjármagns í öðrum löndum þá fengist hærra verð fyrir neyslu í nútíð ef unnt væri að versla við útlendinga á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum

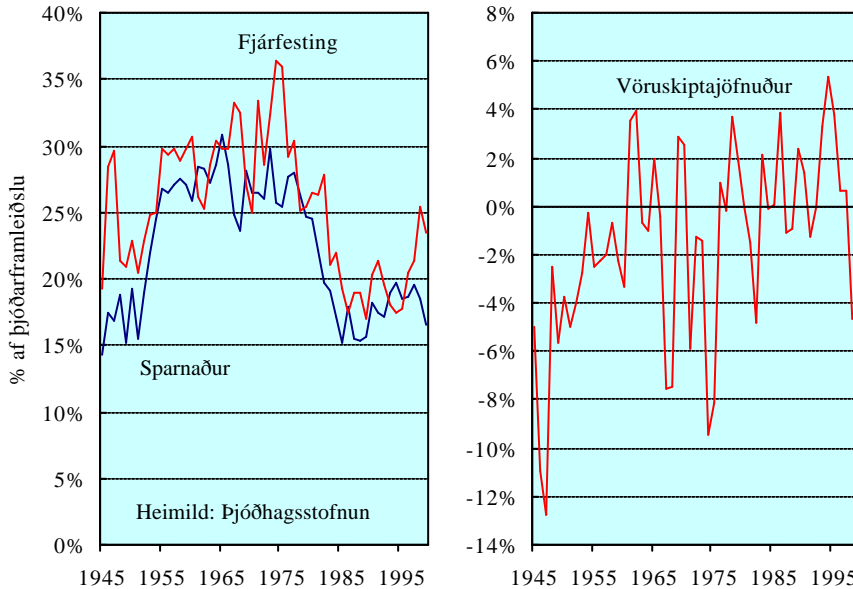
Ef niðurstöður Feldstein og Horioka ættu einnig við um Ísland mætti sjá skýrt samband á milli sparnaðar (samtölu opinbers sparnaðar og einkasparnaðar) og fjárfestingar hér á landi. Mynd 2.12 sýnir fjárfestingu, sparnað og vöruskiptajöfnuð á Íslandi sem hlutfall af þjóðarframleiðslu. Greinilegt samband er á milli sparnaðar og fjárfestingar. Fram að árinu 1980 var sparnaður og fjárfesting mikil en fóru síðan minnkandi fram á tíunda áratuginn.

Eftir 1995 hefur fjárfesting hins vegar aukist án þess að sparnaður ykist sambærilega. Þetta hefur gerst tvívegis áður, árin 1967-68 og árin 1974-76. Í öll þrjú skiptin hefur viðskiptahalli aukist mikið vegna þess að erlendir sparnaður hefur verið notaður til þess að fjármagna innlenda fjárfestingu. Áföllin á sjöunda og áttunda áratugnum voru vegna framboðsskella en eftirspurnarskella síðustu ár.

Vöruskiptahallinn nær hámarki árin 1946-47, 1967-68, 1974-75, 1982 og að lokum eftir 1998. Á þremur þessara tímabila var mikið fjárfest en aflabrestur og fall í útflutningstekjum skýrir hallann á sjöunda áratugnum og árið 1982. Brestur í útflutningstekjum var það mikið árið 1982 að Ísland fékk lán hjá Alþjóðagjald-eyrissjóðnum til að lina áfallið og var það í fyrsta og eina skiptið sem það hefur verið gert. Á fyrstu þremur tímabilunum fór saman viðskiptahalli og mikil fjárfesting. Þessar fjárfestingabylgjur fólu í sér kaup á svokölluðum nýsköpunar-togurum (1946-47), síldarverksmiðjum, virkjunum og álveri (1965-68) og skuttogurum og hitaveitu (1970-75). Þannig hefur erlendir sparnaður verið notaður til þess að standa straum af kostnaði vegna þeirrar miklu fjárfestingar sem ráðist var í. Á síðustu árum hefur verið

fjárfest í stóriðju og virkjunum auk þess sem heimilin hafa fjárfest í varanlegum neysluvörum og húsnæði.

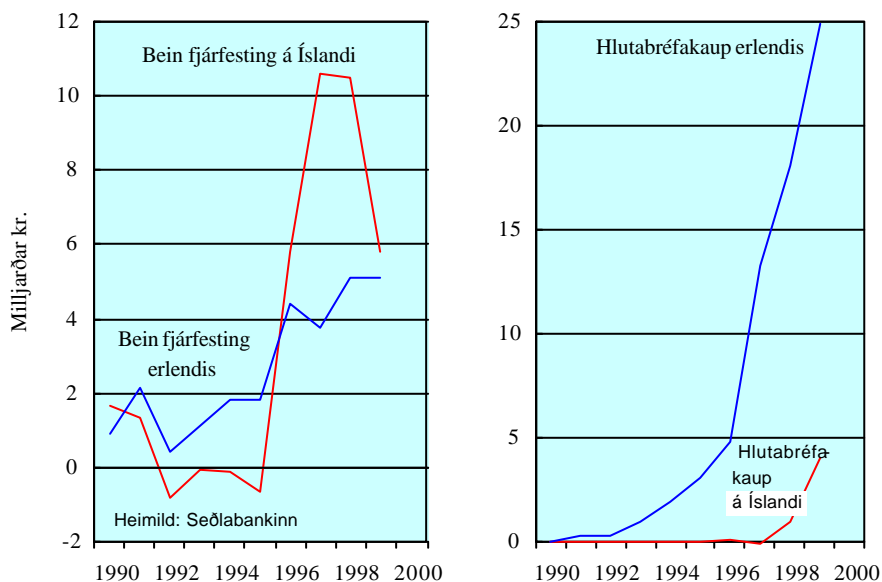
Mynd 2.12 Fjárfesting, sparnaður og vöruskiptajöfnuður á Íslandi 1945-99



Nýlegar rannsóknir sýna að ekki er unnt að draga sterkar ályktanir um virkni fjármagnsmarkaða af fylgnistuðlum Feldstein og Horioka. Þannig getur verið að vextir af erlendum lánun séu jákvætt fall af erlendri skuldastöðu þannig að erfitt sé að safna miklum skuldum erlendis. Þetta myndi þá setja þak á mismun fjárfestingar og innlends sparnaðar þannig að stærðirnar fylgdust að yfir tíma sem þá myndi valda því að svo virtist sem sterkt samband væri á milli sparnaðar og fjárfestingar. Viðauki A fjallar ítarlega um ráðgátu Feldstein og Horioka. Segja má að enn sé of snemmt að kveða á um endanlegar niðurstöður þessara rannsókna. En hvernig er fjárfestingu Íslendinga erlendis og erlendra aðila á Íslandi háttað?

Töluverð bein erlend fjárfesting hefur verið á Íslandi undanfarin ár og varð hún mest árið 1997 þegar hún nam rúmlega 10% af fjárfestingu ársins. Árið 1999 var erlend fjárfesting rúm 4% af fjárfestingu ársins. En Íslendingar hafa einnig fjárfest erlendis, sjá mynd 2.13, sérstaklega á síðustu þremur árum en þá höfum við keypt mikið af erlendum hlutabréfum. Fjárfesting útlendinga í íslenskum hlutabréfum hefur einnig tekið kipp. Fjárfestingu í erlendum hlutabréfum má vafalaust rekja til rýmkunar á reglum um fjárfestingar íslensku lífeyrissjóðanna erlendis.

Mynd 2.13 Bein fjárfesting og fjárfesting í hlutabréfum Íslendinga í útlöndum og útlendinga á Íslandi, 1990-99



## 2.7 Getur viðskiptahalli/-afgangur verið slæmur?

Hver er þá niðurstaðan? Er ástæða til þess að hafa áhyggjur af varanlegum viðskiptaafgangi eða viðskiptahalla? Þegar viðskiptahalli myndast vegna þess að fjárfesting er mikil og vitað er að þessi fjárfesting muni gefa arð þá er engin ástæða fyrir stjórnvöld að hafa áhyggjur af halla á viðskiptum vegna þess að arður af fjárfestingunni mun greiða skuldarnar upp í framtíðinni. Ef hins vegar hallinn á rætur að rekja til óvenju mikillar einkaneyslu sem stafar af mistökum í hagstjórn eða í bankakerfi eða í óraunhæfum væntingum þá er ljóst að erfitt getur reynst að greiða upp skuldarnar í framtíðinni eins og við munum sjá í 3. og 5. kafla. Hið sama á við um samneyslu. Einnig er ljóst að ef fjárfesting er mikil en vafi leikur á um arðsemi hennar getur mikill og viðvarandi viðskiptahalli kallað á hagstjórnaraðgerðir. Við munum huga að slíkum markaðsbrestum í 4. kafla hér á eftir.

Af þessum sökum setja stjórnvöld sér oft það markmið að stefnt skuli að því að viðskiptahalli verði ekki umfram ákveðin mörk. Stundum geta erlendir lánardrottinnar eða alþjóðastofnanir líka þvingað stjórnvöld til þess að setja slík markmið þegar þjóðir lenda í erfiðleikum með endurgreiðslur á erlendum lánnum. Þá geta erlendir aðilar neitað að veita lán til þess að standa straum af hallanum og í þeim tilfellum geta stjórnvöld neyðst til þess að nota hagstjórnaraðgerðir til þess að draga úr þjóðarútgjöldum. Þetta gerðist t.d. í Mexíkó í lok níunda áratugarins.

Mikill og viðvarandi halli á viðskiptum við útlönd getur líka dregið úr trausti erlendra fjárfesta og banka vegna þess að þessir aðilar efist um að landið muni standa í skilum með erlend lán. Þá getur dregið úr framboði fjármagns sem getur leitt til óstöðugleika í fjármálakerfinu og jafnvel fjármálakreppu eins og vikið verður að síðar.

## 2.8 Viðskiptajöfnuður og stjórnsmál

Mikil áhersla á jöfnuð í viðskiptum við útlönd í opinberri umræðu kann að koma á óvart í ljósi þess sem hér hefur verið sagt. Þessi áhersla á hugsanlega rætur sínar að rekja til þess að oft fara saman viðskiptahalli og ýmis önnur vandamál í efnahagslífinu.

Þegar halli myndast eykst innflutningur eða útflutningur dregst saman. Af þessum sökum geta bæði útflutningsatvinnuvegir og þær atvinnugreinar sem keppa við innflutning átt undir högg að sækja. Einnig geta orðið grunnbreytingar á atvinnulífinu þannig að samdráttur á sér stað í ákveðnum greinum en aðrar eflast. Þannig getur myndast þrýstingur á stjórnvöld að beita hagstjórnartækjum til að efla samkeppnishæfni atvinnulífsins og draga úr viðskiptahalla.

Stjórnsmálsmenn geta þá freistast til þess að lofa umbjóðendum sínum að beita sér til bjargar þeim atvinnuvegum sem mikilvægastir eru í hverju kjördæmi. Gera má ráð fyrir að fjöldi verkalyóðsleiðtoga, atvinnurekenda og þingmanna sem eiga hagsmuna að gæta sé í réttu hlutfalli við stærð viðskiptahallans. Pólítískur þrýstingur getur orðið til þess að kröfur um gengisfellingu og jafnvel ýmsar verndaraðgerðir, svo sem tolla, aðflutningsgjöld og beina styrki til atvinnuveganna, verði háværar.<sup>4</sup>

Mikilvæg ástæða þess að viðskiptahalli verður að pólítísku þrætuepli gæti því verið sá að hallinn bitnar afar misjafnlega á atvinnugreinum því að ýmsa vöru og þjónustu er kostnaðarsamt, jafnvel ógerlegt, að flytja á milli landa. Skólabókardæmi um þetta er þjónusta rakara og önnur heimavara, allri innlendri eftirspurn eftir þjónustu hans verður að fullnægja innanlands þar sem of kostnaðarsamt væri að fara til rakara í öðru landi.

Þótt afleiðingar viðskiptahalla kunni að vera alvarlegar fyrir eigendur fyrirtækja og starfsfólk í samkeppnisgreinum til skamms tíma leikur enginn vafi á því að til langs tíma er það hagkvæm þróun að framleiðsluþættirnir flytjist á milli atvinnugreina í kjölfar breytinga á arðsemi. Þessi skammtímaavandi getur hins vegar ýtt undir kröfur um verndar- eða refsiaðgerðir, til dæmis tolla á innflutning eða framleiðslustyrki frá hinu opinbera.

---

<sup>4</sup> Í Bandaríkjunum hefur langvinnur viðskiptahalli oft kallað fram kröfur um verndarstefnu í alþjóðaviðskiptum. Þannig lagði Richard Gephardt, núverandi leiðtogi demókrata í fulltrúadeild þingsins, fram tillögu fyrir nokkrum árum um að þeim löndum sem hefðu afgang á viðskiptum við Bandaríkin yrði refsað með innflutningstollum.

Hins vegar ætti að vera ljóst af umfjöllun hér að framan að rætur viðskiptahalla liggja ekki í ósanngjarnri samkeppni erlendra aðila né í skorti á samkeppnishæfni gagnvart öðrum löndum. Þvert á móti má ávallt rekja hallann til þjóðhagslegra stærða, svo sem mikillar neyslu eða fjárfestingar.

Á Íslandi ber afkomu sjávarútvegs iðulega á góma. Hækkun raungengis leiðir til versnandi afkomu í sjávarútvegi að öðru óbreyttu en lækkun þess til batnandi afkomu. Augljóst mikilvægi sjávarútvegs fyrir afkomu ýmissa byggðarlaga veldur því að þróun raungengis og peningamálastefna seðlabanka hefur ekki einungis þjóðhagsleg áhrif heldur og sérstök áhrif á gang atvinnustarfsemi í ýmsum byggðarlögum. Aðhaldssöm peningamálastefna sem kæmi fram í háu raungengi hefði meiri áhrif þar sem sjávarútvegur er mikið stundaður og þannig geta byggðasjónarmið hugsanlega haft áhrif á mótun peningamálastefnu.

Skoðanir sem þessar hafa oft átt upp á þallborðið í Bandaríkjunum og víðar. Þær byggjast oft en ekki á þeirri forsendu að viðskiptahalli sé merki um að þjóð sé á einhvern hátt að verða undir í samkeppni við aðrar þjóðir. Í tengslum við þetta hefur hugtakið „samkeppnishæfni þjóða“ borið á góma. Kannanir á áður nefndri samkeppnishæfni eru síðan gerðar fyrir ýmsar þjóðir og þeim gefnar einkunnir. Þessi samanburður er þó að mörgu leyti villandi.

Í fyrsta lagi er óljóst hvað átt er við með samkeppnishæfni þjóða eða samkeppni á milli þjóða. Margir virðast líta svo á að rétt eins og fyrirtæki keppi hvert við annað um hylli neytenda hljóti þjóðir einnig að keppa hver við aðra um að selja útflutning sinn en ekki er ljóst hvert form sigur í slíkri samkeppni tæki.

Í öðru lagi virðist það vera útbreidd skoðun að lífskjör þjóða í framtíðinni muni ráðast af samkeppnisstöðu þeirra gagnvart öðrum þjóðum. Tökum sem dæmi að framleiðni í bílaframleiðslu aukist verulega í Japan en standi í stað í Bandaríkjunum og í kjölfarið flytji Japanir mikinn fjölda bíla út til Bandaríkjanna. Þetta væri skýrt dæmi um að dregið hefði úr samkeppnishæfni bandarískrar bílaframleiðslu. En hafa lífskjör Bandaríkjamanna versnað á einhvern hátt? Þeir eiga nú kost á betri bifreiðum en áður og innlendir framleiðsluþættir færast úr bílaiðnaði í aðra farvegi þar sem þeir eru betur nýttir.

Þegar allt kemur til alls er það heildarframleiðsla á mann og umfang alþjóðaviðskipta sem skiptir sköpum fyrir lífskjör þjóða. Framleiðni fer eftir tæknistigi, menntun, virkni markaða, fjármagnsstofni og þeirri sérhæfingu sem milliríkja viðskipti bjóða upp á. Þetta er að mestu óháð því hvernig framleiðni annarra þjóða þróast á sama tíma.



### 3. Ríkisfjármál og viðskiptajöfnuður

Í þessum kafla er fjallað um fjármál hins opinbera og möguleika stjórnvalda til að beita fjármálaaðgerðum til að hafa áhrif á viðskiptajöfnuð. Þá er einnig fjallað um neyslujöfnun og skuldasöfnun ríkissjóðs, áhrif breyttrar aldursamsetningar þjóðarinnar á ríkisfjármál og af hverju kynslóðareikningar eru heppilegri til að skoða afkomu ríkissjóðs en hefðbundið uppgjör eins árs.

#### 3.1 Mælikvarði á fjármálastefnu ríkissjóðs

Skatttekjur ríkissjóðs fylgja hagsveiflum. Þær aukast í góðæri en dragast saman þegar verr árar. Þess vegna verður að leiðrétta fyrir sveifluáhrifum þegar stefnan í ríkisfjármálum er metin. Til þess er reiknuð svokölluð *kerfisafkoma* en það er staða ríkisfjármála við fullt atvinnustig þar sem skatttekjur og útgjöld til velferðarmála eru sem í meðalári. Til að meta kerfisafkomuna verður því að áætla svokallað *náttúrulegt atvinnuleysi* sem er það atvinnustig sem hvorki leiðir til vaxandi verðbólgu né verðhjöðnunar. Jafnframt verður að meta hvaða áhrif breytingar á þjóðarframleiðslu hafa á ríkisútgjöld og skatttekjur á því ári sem um ræðir. Auðvelt er að reikna út hið síðara en oft getur reynst erfitt að meta hið fyrra. Þetta á sérstaklega við um Ísland þar sem atvinnuþátttaka hefur breyst umtalsvert á milli tímabila.

#### Rammi 3.1 Fjármálastefna ríkissjóðs

Lagt hefur verið mat á fjármálastefnu ríkissjóðs Íslands á undanförunum áratugum. Niðurstaðan var sú að sterk tilhneiging hafi verið til þess að auka ríkisútgjöld þegar vel áraði, með þeim afleiðingum að halli á ríkissjóði breyttist ekki mikið yfir hagsveifluna. Þannig var „halli í meðalári“ þegar vel áraði og „afgangur í meðalári“ þegar illa áraði. Fjármálastefnan varð þannig til þess að auka eftirspurn þegar hagkerfið var í uppsveiflu og draga úr henni þegar það var í niðursveiflu. Með þessu var vegið á móti sveiflujafnandi áhrifum svokallaðra „sjálfvirkra sveiflujafnara“ en þeir eru annars vegar greiðslur til atvinnuleysisbóta og annarra velferðarmála og hins vegar tekjuskattur.

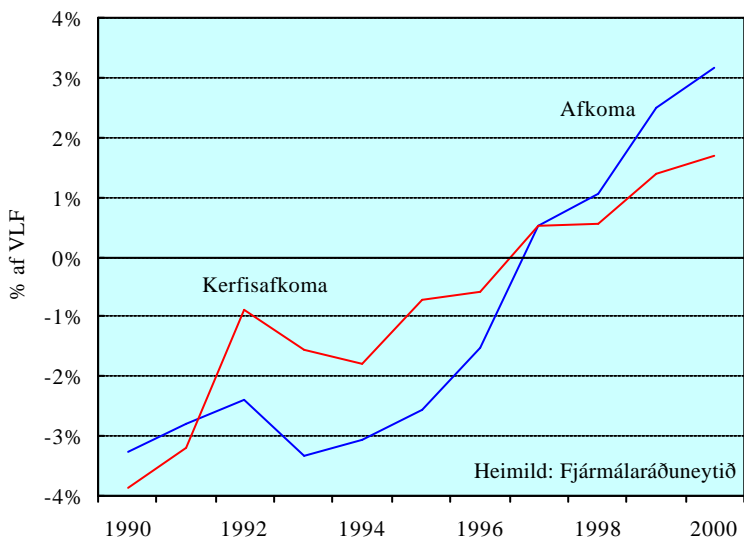
Heimild: Björn R. Guðmundsson og Gylfi Zoëga (1998)



Ekki leiðir af þessu að ávallt skuli stefnt að jöfnuði hjá ríkissjóði. Æskilegt er að reka ríkissjóð með halla í kreppu og auka þannig eftirspurn eftir vörum og þjónustu en með afgangi í uppsveiflu þegar of mikil eftirspurn getur valdið verðbólgu. Eftirspurnarstjórn ætti að vera markmið fjármálastefnunnar og er það í samræmi við umfjöllun um neyslujöfnun heimilanna hér að framan.

Mynd 3.1 sýnir raunverulega afkomu ríkissjóðs á Íslandi ásamt kerfisafkomu, þ.e. afkomu þegar búið er að taka tillit til hagsveiflunnar, fyrir tímabilið 1990 til 2000.

Mynd 3.1 Raunveruleg afkoma og kerfisafkoma ríkissjóðs, 1990- 2000



Eins og sést á myndinni var ríkissjóður rekinn með halla framan af tíunda áratugnum en hefur síðan verið rekinn með stöðugt meiri afgangi. Hagvaxtarskeiðið sem nú ríkir hófst árið 1994 og því er eðlilegt að tengja saman bætta stöðu ríkisfjármála og aukin umsvif í hagkerfinu. Ef kerfishallinn er hins vegar skoðaður kemur í ljós að ekki er hægt að rekja þennan viðsnúning eingöngu til hagsveiflunnar heldur virðist sem raunveruleg umskipti hafi orðið á rekstri ríkissjóðs.

### 3.2 Tengsl fjárlagahalla og viðskiptajöfnuðar

Samkvæmt tvíhallatilgátunni (e. twin-deficit hypothesis) á halli á viðskiptum við útlönd rætur sínar að rekja til halla á ríkissjóði. Þessari kenningu var mikið haldið á lofti á níunda áratugnum þegar mikill halli á ríkissjóði Bandaríkjanna fór saman við mikinn halla á viðskiptum við útlönd.

Eins og fjallað er um í 2. kafla er viðskiptahalli ávallt jafn mismuni innlendrar fjárfestingar og innlands sparnaðar. Þegar halli verður á ríkissjóði minnkar innlendir sparnaður en það leiðir til aukins viðskiptahalla að öðru óbreyttu. Þetta gerist þó ekki ef innlendir sparnaður einkaaðila eykst eða innlend fjárfesting dregst saman.

Oft er gert ráð fyrir því að ríkishallinn leiði til viðskiptahalla, m.a. vegna þess að þegar hið opinbera fjármagnar hallann með lántökum styrkist gengið með þeim afleiðingum að innflutningsverðlag lækkar. Það leiðir til breytinga á hlutfallsverði innlendrar og erlendrar vöru og þjónustu. Þetta veldur meiri eftirspurn eftir innfluttum vörum og að sama skapi minni eftirspurn eftir vörum framleiddum heima fyrir. Ef íslensku útflutningsfyrirtækin reyna að velta þessari hækkun raungengis yfir á erlenda kaupendur er hætt við að sala þeirra dragist saman sem leiðir til enn meiri viðskiptahalla. Fyrirtækin geta þó vitaskuld einnig tekið þessa raungengishækkun á sig og haldið útflutningsverðinu óbreyttu í erlendum gjaldeyri en það lækkar álagningu þeirra.

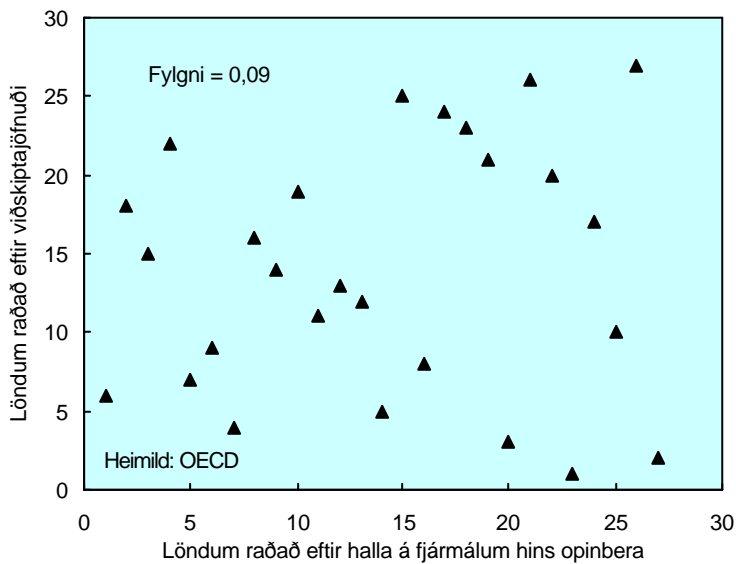
Þegar hagtolur eru skoðaðar, bæði gögn fyrir einstök lönd og tímabil og þverskurðargögn fyrir nokkur lönd, kemur í ljós að lítið beint samband er að finna á milli ríkishallans og viðskiptahalla. Áhrif ríkishalla eru því ekki afgerandi fyrir viðskiptahalla. Þótt ríkishalli geti stuðlað að viðskiptahalla er ekki alengt að svo sé.

Mynd 3.2 sýnir samband meðaltalsafkomu ríkissjóðs og viðskiptajöfnuðar í 27 ríkjum OECD tímabilið 1988-97, og mynd 3.3 samband afkomu ríkissjóðs og íslenska viðskiptajöfnuðarins tímabilið 1972-97.

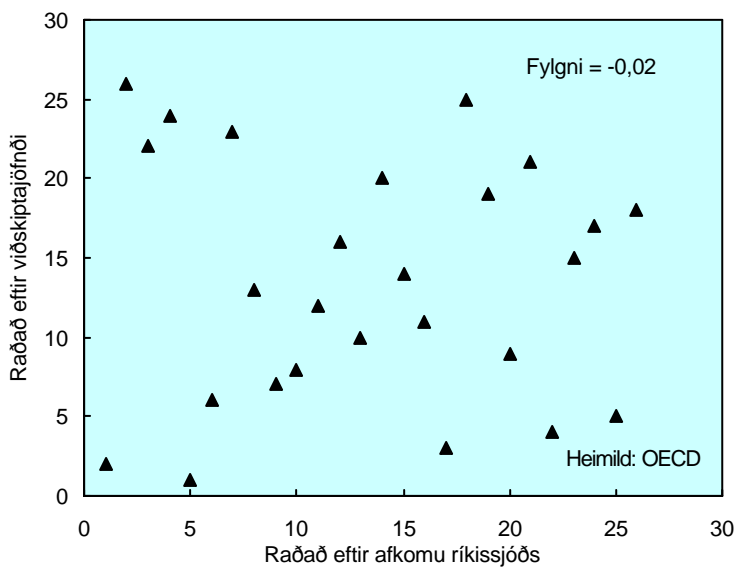
Af myndunum að dæma er ekki hægt að finna tölfræðilegt samband á milli ríkissjóðshalla og viðskiptajöfnuðar, hvorki innan OECD né á Íslandi, sem bendir til þess að ríkishallinn útskýri ekki viðskiptajöfnuðinn. Þessi niðurstaða á e.t.v. ekki að koma á óvart ef ríkin fylgja fjármálastefnu sem vinnur gegn hagsveiflunni. En það á reyndar ekki við um Ísland sbr. ramma 3.1.

Eins og áður segir var tvíhallakenningin mikið rædd á níunda áratugnum þegar halli á fjárlögum Bandaríkjanna og viðskiptahalli fóru saman. Viðskiptahalli jókst mjög eftir 1981 þegar skattalækkanir Reagan-stjórnarinnar tóku gildi. Hallinn náði hámarki árið 1987 og var þá tæp 4% af þjóðarframleiðslu. Rætur hans má reyndar einnig rekja til þess að í Bandaríkjunum var fylgt aðhaldssamri peningastefnu tímabilið 1981-83 sem miðaði að því að ná niður verðbólgu. Verðbólgan minnkaði hratt en nafnvextir voru enn háir frá verðbólguúmanum og raunvextir hækkuðu þannig skarpt. Afleiðingarnar urðu hátt gengi dollarans og enn frekari viðskiptahalli og síðan fall dollars.

Mynd 3.2 Samband ríkishalla og viðskiptajöfnuðar í ríkjum OECD, 1988-97



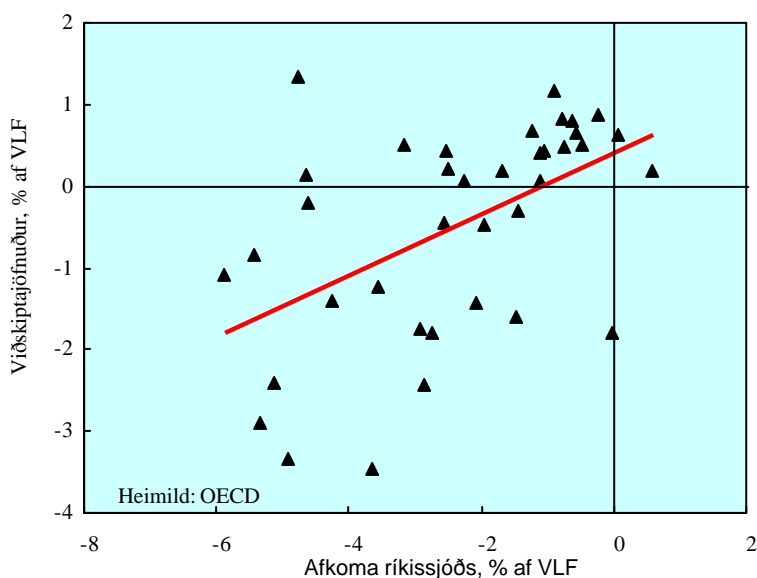
Mynd 3.3 Samband ríkishalla og viðskiptajöfnuðar á Íslandi, 1972- 97



Annað dæmi er Þýskaland í upphafi síðasta áratugar þegar sameining landsins kallaði á aukin útgjöld til velferðarmála og opinberrar fjárfestingar. Viðskiptaafgangur ársins 1990, sem var 3%, breyttist þá í 1% halla árið 1991. Hallinn hélst svipaður næstu árin jafnframt því sem halli myndaðist á ríkissjóði árin 1990-91 en hann nam um 3% af þjóðarframleiðslu. Á þennan hátt gátu Þjóðverjar tekið lán til þess að fjármagna þá miklu fjárfestingu sem nauðsynleg var í Austur-Þýskalandi eftir fall Berlínarmúrsins og þannig dreift skattbyrðinni á lengri tíma. Einkaneysla þurfti þá ekki að dragast jafn mikið saman á þeim árum sem ríkisútgjöldin voru hvað hæst. Þýski seðlabankinn fylgdi einnig aðhaldssamri peningamálastefnu á sama tíma og ríkisfjármálin voru laus í reipunum. Hafði þetta áhrif á viðskiptajöfnuðinn á sama hátt og í Bandaríkjunum undir stjórn Reagans.

En hverjir fjármögnuðu viðskiptahallann og þar með uppbyggingu Þýskalands? Það voru þau lönd sem höfðu afgang á viðskiptum við Þýskaland. Þannig varð uppbygging Austur-Þýskalands til þess að draga úr neyslu um alla Vestur-Evrópu þar sem neysla í nútíð varð skyndilega dýrari en neysla í framtíð vegna hærri raunvaxta. Sameining Þýskalands leiddi þannig til hærri raunvaxta og samdráttar á neyslu um alla Vestur-Evrópu jafnframt því sem sparnaður annarra Evrópuríkja jókst. Í framtíðinni munu Þjóðverjar hins vegar þurfa að draga úr neyslu til þess að greiða aftur lán til annarra landa og getur þá neyslan hjá lánardrottnum þeirra aukist. Þannig fá önnur lönd umbun fyrir að hafa hjálpað til við að fjármagna uppbyggingu Þýskalands en Þjóðverjar þurfa að draga úr neyslu jafnt í nútíð sem framtíð.

Mynd 3.4 Samband afkomu ríkissjóðs og viðskiptajöfnuðar í Bandaríkjunum, 1960-97



Draga má þá ályktun af því sem hér hefur verið sagt að þótt afkoma ríkissjóðs nægi almennt ekki til þess að skýra viðskiptajöfnuðinn, þá séu til dæmi þar sem veruleg breyting á rekstrarstöðu ríkissjóðs komi fram í samsvarandi breytingum á viðskiptajöfnuði, sbr. mynd 3.4.

### 3.3 Neyslujöfnun og skattastefna

Eins og segir í 2. kafla geta orðið miklar breytingar á ríkisútgjöldum þegar áföll verða. Í slíkum tilvikum er skuldum oft safnað í stað þess að fjármagna útgjöldin með skattahækkunum. Þannig varð mesta skuldasöfnunin í ríkjum OECD á dögum fyrri og síðari heimsstyrjaldar, sjá ramma 3.2.

#### Rammi 3.2 Ríkisútgjöld á stríðstímum

Árið 1939 voru ríkisútgjöld í Bandaríkjunum um 15% af landsframleiðslu en jukust ört á næstu árum og námu um 45% af landsframleiðslu árið 1944. Til þess að mæta þessum útgjöldum voru skattar hækkaðir úr um 1% af vergri landsframleiðslu á fjórða áratugnum í 85% árið 1944. Þessi skattahækkun var hins vegar hvergi nærri nægjanleg til þess að mæta auknum útgjöldum svo að árið 1944 nam hallinn á ríkissjóði um 22% af landsframleiðslu.

Afleiðing af þessum mikla hallarekstri var uppsöfnun skulda sem námu 110% af landsframleiðslu í lok stríðsins. Gagnstætt Bretum gátu Bandaríkin ekki fengið lán frá öðrum ríkjum til þess að fjármagna neyslu og fjárfestingu innanlands. Þvert á móti veittu þau öðrum löndum lán. Af þessum sökum varð innlend neysla og fjárfesting að dragast saman. Einkaneysla dróst saman, ekki aðeins vegna hærri skatta heldur einnig vegna skorts á neysluvörum og aukins sparnaðar í mynd ríkisskuldabréfa sem notuð voru til að fjármagna stríðsreksturinn. Sömuleiðis dróst fjárfesting saman úr um 10% af þjóðarframleiðslu í 4%.

Heimild: Krugman og Obsfeld (2000)

Halli á fjárlögum á tímum mikilla ríkisútgjalda er þannig leið til þess að dreifa byrðunum á milli kynslóða. Ef skattar eru hækkaðir og ríkissjóður rekinn hallalaus leiðir slíkt til þess að einkaneysla minnkar sem nemur hækkun ríkisútgjalda. Ef skattar hækka hins vegar minna og ríkissjóður selur skuldabréf til þess að fjármagna hallareksturinn, þá leiðir slíkt til hærri vaxta í lokuðu hagkerfi og viðskiptahalla í opnu hagkerfi. Í lokuðu hagkerfi leiðir hallareksturinn til vaxtahækkunar og minni fjárfestinga. Minni fjárfesting leiðir síðan til þess að fjármagnsstofninn og þ.a.l. framleiðslan dregst saman. Á þennan hátt er byrðunum dreift á kynslóðirnar þar sem

komandi kynslóðir erfa minni fjármagnsstofn en ella sem dregur úr neyslu þeirra á meðan fjármagnsstofninn er aukinn. Í litlu opnu hagkerfi eru vextir hins vegar jafnir vöxtum á alþjóðamarkaði svo að ekki dregur úr innlendri fjárfestingu. Þá myndast viðskiptahalli og erlendar skuldir safnast upp. Á þennan hátt er byrðunum dreift þar sem komandi kynslóðir erfa hærri erlendar skuldir en þær fyrri.

En það er önnur ástæða fyrir því að hallarekstur á tímum óvenjuhárna ríkisútgjalda er hagkvæmur. Skattheimta veldur brenglun í framleiðslu-, neyslu- og fjárfestingar-ákvörðunum. Ef tekjuskattur er hækkaður í þeim tilgangi að endurreisa mannvirki, t.d. eftir náttúruhamfarir eins og eldgos og jarðskjálfta, getur þurft að hækka tekjuskatta verulega. Mjög háir skattar geta þá leitt til þess að vinnuframboð dragist saman. Ef skattar á fyrirtæki eru hins vegar hækkaðir til þess að mæta útgjaldahækkuninni leiðir slíkt til minni fjárfestingar og atvinnu. Þannig getur verið betra að halda sköttum óbreyttum og reiða sig frekar á fjárlaga- og viðskiptahalla en jöfnuð á ríkissjóði.

### 3.4 Ríkisútgjöld og aldurssamsetning þjóða

Mikill hluti ríkisútgjalda á Íslandi er til ýmiss konar velferðarmála. Þannig var tæpum 24% útgjalda ríkissjóðs árið 1999 varið til heilsugæslu, rúmum 8% til menntamála og tæpu 21% til almannatrygginga og annarra velferðarmála. Mikilvægi hvers liðar á hverjum tíma fer að miklu leyti eftir aldurssamsetningu þjóðarinnar.

Þegar fjöldi fólks á eftirlaunaaldri eykst hlutfallslega aukast útgjöld til heilbrigðismála og eftirlauna. Því hefur t.d. verið spáð að opinber útgjöld til heilbrigðismála í Bandaríkjunum muni vaxa úr um 6% af landsframleiðslu eins og þau eru nú í um 14% árið 2060.<sup>5</sup> Hér skiptir höfuðmáli hvernig aldursdreifingin þróast á næstu árum, þ.e.a.s. hvert hlutfallið verður milli fjölda ellilífeyrisþega og vinnandi fólks. Japanir munu þannig lenda fyrr í erfiðleikum en Bandaríkjamenn vegna þess að þetta hlutfall hækkar mun fyrr í Japan en í Bandaríkjunum. Við þetta bætist að eftir því sem meðalaldur hækkar fara útgjöld til heilbrigðismála stöðugt vaxandi því að gamalt fólk notar heilbrigðiskerfið meira en þeir sem ungir eru. Nauðsynlegt er að gera spár um áhrif breytinga á aldurssamsetningu á útgjöld til heilbrigðismála hér á landi í framtíðinni til að geta greint áhrif hennar á fjármál hins opinbera.

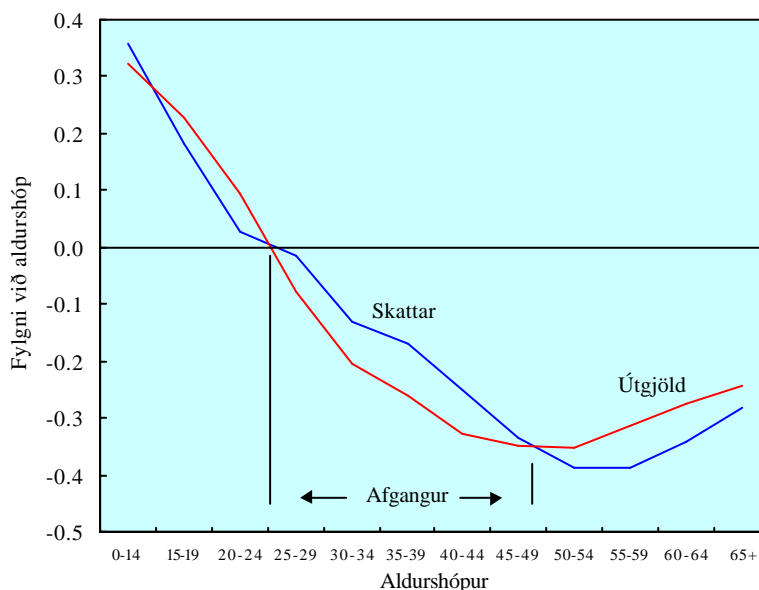
Á mynd 3.5 má sjá sambandið milli aldurssamsetningar þjóða, skatttekna og útgjalda í 84 löndum tímabilið 1960-90.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> Congressional Budget Office (1999).

<sup>6</sup> Myndin sýnir meðalfylgni skatttekna og útgjalda hins opinbera við ólíka aldurshópa.

Mynd 3.5 Samband aldurssamsetningar þjóða og fjármála hins opinbera í 84 löndum, 1960–90



Eins og sést á myndinni eru „ungar“ og „gamlar þjóðir“ að öðru óbreyttu með halla á ríkissjóði en þjóðir á vinnualdri með afgang.

Að öllu óbreyttu munu aukin útgjöld til heilbrigðismála kalla á aukna skattheimtu eða skuldasöfnun. Í Bandaríkjunum er nú þegar farið að huga að fjármögnun þessara útgjalda. Þannig ríkir almenn sátt meðal repúblikana og demókrata um að verja hluta af afgangi ríkissjóðs í uppsöfnunarsjóð sem unnt verður að grípa til í framtíðinni.

Ísland hefur ákveðna sérstöðu hvað þessi mál varðar. Íslenska lífeyriskerfið er þriggja stöða kerfi þar sem fyrsta stöðin gefur lífeyri sem er fjármagnaður með skatttekjum ríkisins, önnur stöðin er lífeyrissjóðir starfsgreina þar sem réttindi eru að fullu fjármögnuð og þriðja stöðin er frjáls lífeyrissparnaður, s.s. lífeyrisreikningar. Lífeyrisgreiðslur frá almannatryggingum eru tengdar tekjum og greiðslum úr lífeyrissjóðum starfsgreina. Þar sem starfsmenn eru skyldugir til að greiða í og tilheyra lífeyrissjóði og sjóðirnir eiga fyrir skuldbindingum sínum, að undanskilinni B-deild Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins, mun þrýstingur á auknar greiðslur almanna-trygginga vegna breyttrar aldurssamsetningar þjóðarinnar ekki aukast eins og í löndum sem byggja á samtímafjármögnun lífeyris, heldur mun hann sennilega minnka frá því sem nú er. Þegar lífeyrissjóðakerfið er orðið fullþróað munu einungis þeir sem ekki hafa verið á vinnumarkaði njóta viðbótarlífeyris frá almannatryggingakerfinu, þ.e. kerfið verður að sönnu öryggisneti.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Sjá: Tryggvi Þór Herbertsson, J. Michael Orszag, and Peter Orszag (2000).

Eini starfsgreinasjóðurinn hér á landi sem ekki á fyrir skuldbindingum sínum er eins og áður segir B-deild Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins. Árið 1999 námu skuldbindingar um 146 milljörðum en eignir um 53 milljörðum. Mismuninn á þessum tveim upphæðum þarf hið opinbera að fjármagna með einhverjum hætti í framtíðinni. Undanfarin ár hefur hluti af afgangi ríkissjóðs verið notaður til að grynka á þessum skuldbindingum og er líklegt að sala eigna og ríkissjóðsafgangur verði á næstu árum notaður til að ganga frá þessum skuldum að fullu. Á árinu 2001 er t.d. áætlað að um helmingi afgangns ríkssjóðs verði varið til að greiða lífeyrisskuldbindingar.

Niðurstaðan hér er því sú að breytt aldurssamsetning þjóðarinnar muni ekki leiða til aukinnar lántöku hins opinbera vegna lífeyriskerfisins og þ.a.l. skuldaföfnunar vegna þess. Hins vegar gætu útgjöld til heilbrigðismála aukist í framtíðinni vegna langlífis.

### Ríkishalli

Fræðin segja að náíð samband sé á milli rekstrarstöðu ríkissjóðs og viðskiptajöfnuðar þótt ekki hafi tekist að sýna tölfræðilega hér að framan að það gildi almennt. Unnt er að leiða út jöfnu sem sýnir þróun ríkisskulda á svipaðan hátt og fundin var jafna fyrir þróun erlendra skulda í kafla 2:

$$\begin{aligned} \text{breyting á skuldahlutfallinu} &= \text{vaxtabyrði á síðasta ári} + \text{halli} \\ &= (\text{vextir} - \text{hagvöxtur}) \times \text{skuldahlutfall á síðasta ári} + \text{halli} \end{aligned}$$

Þar sem vaxtabyrðin og hallinn á ríkissjóði eru mæld sem hlutfall af landsframleiðslu. Ef stjórnvöld vilja halda hlutfalli skulda og þjóðarframleiðslu stöðugu, þá verður annað hvort a) afgangurinn að vera jafn vaxtagjöldum umfram hagvöxt eða b) hallinn að vera jafn hagvexti umfram vaxtagjöld:

$$\text{halli} = (\text{hagvöxtur} - \text{vextir}) \times \text{skuldahlutfall á síðasta ári}$$

Þannig er unnt að halda skuldahlutfallinu stöðugu þótt enginn afgangur sé á ríkissjóði ef hagvöxtur er jafn raunvöxtum. Sem fyrr ræðst skuldabyrðin af raunvöxtum, hagvexti og skuldastöðunni.

Á undanförunum árum hafa breytingar á ríkishalla, raunvöxtum, hagvexti og skuldastöðu í OECD-ríkjunum orðið til þess að valda verulegum breytingum á skuldabyrði á milli áratuga. Á sjöunda áratuginum voru raunvextir lágir en mikill hagvöxtur olli síminnkandi skuldahlutfalli í allflestum aðildarríkjum samtakanna. Á áttunda áratuginum dró úr hagvexti en raunvextir urðu neikvæðir samfara mikilli verðbólgu í kjölfar olíuverðshækkana. Á níunda áratuginum hélst hagvöxtur lágur, raunvextir hækkuðu og skuldahlutfallið jókst mikið. Á síðasta áratug héldust raunvextir tiltölulega háir og hagvöxtur lágur, með undantekningum eins og Bandaríkjunum, og Írlandi, en rekstrarafkoma ríkissjóða batnaði í flestum löndunum.



### Rammi 3.3 Jafngildiskenning Ricardos

David Ricardo, sem uppi var á níjándu öld, velti fyrir sér þeim möguleika að skattgreiðendur verji skattalækkunum ekki til að auka neyslu sína þar sem þeir sjái fram á að þurfa að greiða hærri skatta þegar að skuldadögum ríkissjóðs kemur. Ricardo komst þó að þeirri niðurstöðu að þetta sé ekki líklegt þar sem skattahækkunir geti allt eins orðið eftir að núverandi skattgreiðendur eru hættir að vinna og skattgreiðslurnar falli þannig á næstu kynslóð. Hins vegar hefur því verið haldið fram á síðustu árum að ef foreldrum er annt um hag barna sinna geti þeir brugðist við skattalækkun sem felur í sér aukna væntanlega skattbyrði komandi kynslóðar með því að auka sparnað og arf til barna sinna. Ef svo er verður skattalækkun til þess að einkasparnaður eykst til jafns við minnkun opinbers sparnaðar. Skattalækkunir hafa þá ekki áhrif á innlendan sparnað, viðskiptajöfnuð eða einkaneyslu. Þannig skiptir ekki máli hvort ríkissjóður fjármagnar útgjöld sín með skattheimtu eða innlendri lántöku. Þessi hugmynd gengur undir nafninu *jafngildiskenning Ricardos*. Ýmsar ástæður eru fyrir því að kenning Ricardos er líklega ekki í samræmi við raunveruleikann, m.a.:

- Margir einstaklingar eiga ekki börn eða kjósa að skilja ekki eftir sig arf.
- Þegar skattar eru lækkaðir og halli fjármagnaður með lántöku í nútíð og skattarnir síðan hækkaðir í framtíð til þess að greiða til baka skuldirnar, þá er ríkissjóður í raun að taka lán fyrir hönd skattgreiðenda. Lánsþörf einstaklinga sem þurftu á lánnum að halda fyrir skattalækkunina minnkar sem leiðir til auðsáhrifa. Þeir geta nú aukið neyslu sína sem nemur minni vaxtabyrði af lánnum sem þeir hefðu annars tekið ef ekki hefði komið til skattalækkunar. Ríkissjóður getur fengið lán með lægri vöxtum en heimilin þar sem lánstraust hans er meira en þeirra og ráðstöfunartekjur heimilanna aukast þá við skattalækkun vegna minni vaxtabyrði.
- Flestir skattar hafa framleiðslu- og neysluáhrif. Þannig verður skattalækkun til þess að auka hagkvæmni og þar með neyslu í nútíð en síðan dregur úr hagkvæmni þegar skattar þurfa að hækka í framtíð til að greiða ríkisskuldir. Ef hluti af aukningu framleiðninnar er notaður til fjárfestingar í nýjum framleiðslutækjum gætu skattalækkunir leitt til aukinnar framleiðslu og þar með velferðar til lengri tíma litið enda þótt lækkunin hafi verið fjármögnuð með lántökum.
- Drazen (1978) gerir ráð fyrir að foreldrar verji tekjum sínum í eigin neyslu, arf handa börnum sínum og í menntun þeirra. Ef ekki eru til fjármunir til þess að mennta börnin nægjanlega getur skattalækkun orðið til þess að bæta menntun barnanna. Ef svo er, þá getur skattalækkun haft raunáhrif á hagkerfið ef arðsemi fjárfestingar í menntun er hærri en þeir raunvextir sem ríkissjóður greiðir af lánnum sínum. Því verður næsta kynslóð betur sett þrátt fyrir meiri skattbyrði því hún er betur menntuð og fær þ.a.l. hærri tekjur.

Halli á rekstri ríkissjóðs felur í sér að skattgreiðendur verja meiru til opinberrar fjárfestingar og neyslu en sem nemur skattgreiðslum. Bilið er síðan brúað með lántökum, erlendis eða innanlands. Þannig getur skattalækkun sem leiðir til ríkishalla orðið til þess að skattgreiðendur noti skattalækkunina til þess að kaupa ríkisskuldabréf sem fjármagna síðan hallann. Í þessu tilviki haldast ríkisútgjöld óbreytt og sömuleiðis innstreymi fjár í ríkissjóð, en í stað skatttekna hefur ríkissjóður selt skuldabréf sem fela í sér loford um endurgreiðslu í framtíðinni. Mismunur skattheimtu og innlestrar lántöku er sá að skattgreiðendur geta fundið fyrir auðsáhrifum af skuldabréfaeign ef ríkissjóður reiðir sig á lántökur í stað skatta. Sú spurning hlýtur því að vakna hvort fólk bregðist við skattalækkun með því að auka neyslu sína.

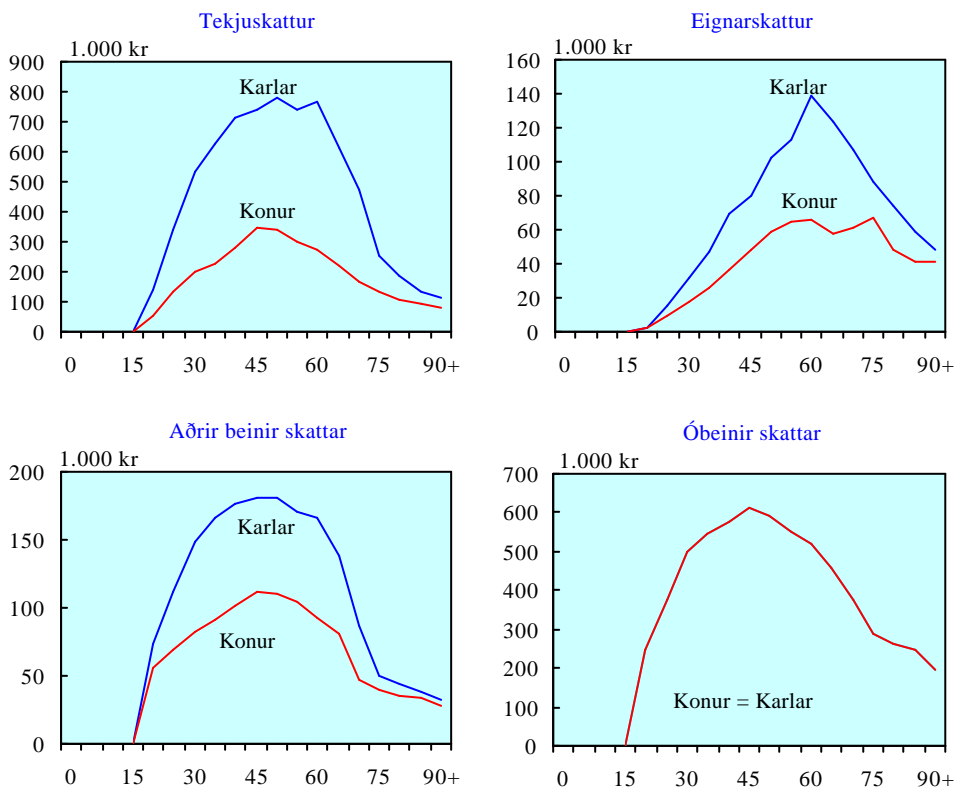
### 3.5 Kynslóðareikningar

Í framhaldi af umræðunni hér að framan um hvernig kynslóðirnar leggja byrðar hver á aðra með lántökum hins opinbera og skattastefnu er athyglisvert að skoða svokallaða kynslóðareikninga fyrir Ísland en þeir sýna meðal annars áhrif skattbreytinga á hag kynslóða. Reikningarnir byggjast á einfaldri bókhaldsjöfnu sem segir að:

$$\text{núvirði samneyslu} + \text{hrein skuldastaða} = \text{núvirði skatttekna}$$

Af þessu leiðir að ef skattbyrði einnar kynslóðar minnkar hefur það í för með sér að skattbyrði annarra kynslóða eykst eða að útgjöld sem eru einhverri kynslóð í hag dragast saman. Á mynd 3.6 má sjá skattgreiðslur mismunandi kynslóða á Íslandi árið 1998.

Mynd 3.6 Meðalskattgreiðslur eftir aldri og kyni árið 1998

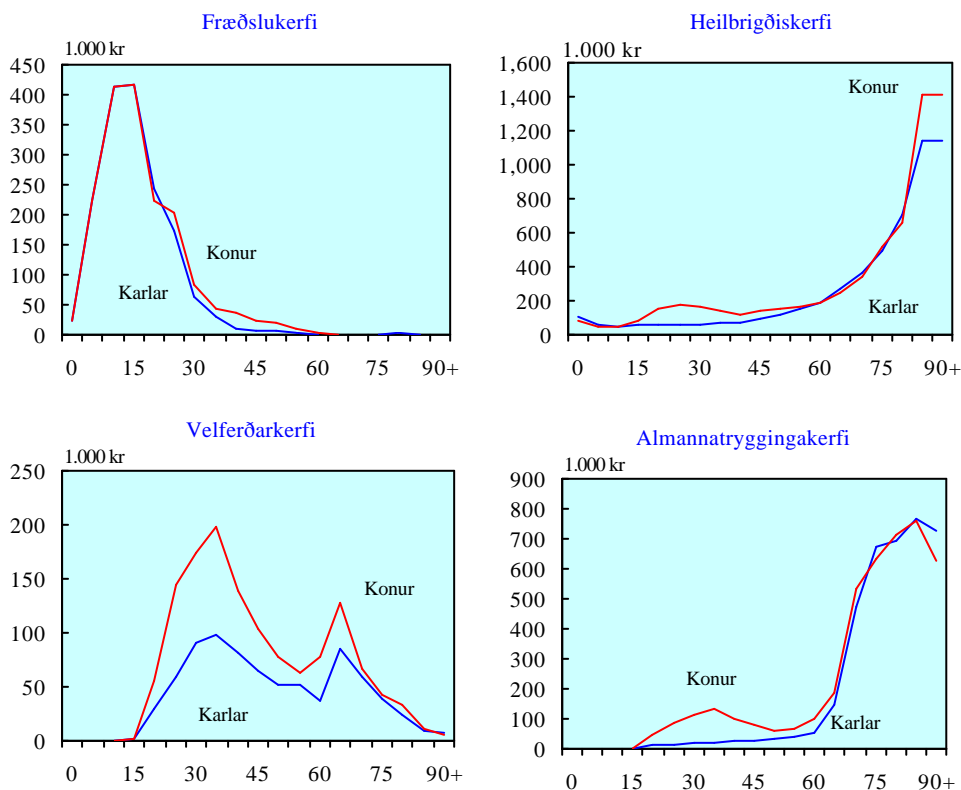


Heimild: Hagfræðistofnun, skýrsla nr. R00:02

Eins og sjá má leggjast skattgreiðslur mismunandi á fólk eftir kyni og aldri. Á mynd 3.7 má sjá hvernig endurgreiðslur hins opinbera skiptast á ólíkar kynslóðir.

Kynslóðareikningar sýna að halli eða afgangur á ríkisfjármálum er ekki góður mælikvarði á áhrif stefnu hins opinbera á hag núlifandi eða komandi kynslóða. Hallinn getur t.d. stafað af fjárfestingu í mannvirkjum sem munu koma að gagni í náinni framtíð. Þótt enginn halli sé fyrir hendi er mögulegt að velferðar- og lífeyriskerfi flytji neyslu frá yngri kynslóðum til þeirra sem eldri eru. Lífeyriskerfi sem fjármagna þarf með því að skattleggja yngri kynslóðir geta þannig orðið til þess að draga úr sparnaði hinna yngri og þar með eykur það viðskiptahalla án þess að halli myndist nokkurn tíma á fjárlögum. Þetta er þó óverulegt vandamál á Íslandi þar sem einungis almannatryggingakerfið byggist á samtímafjármögnun. Skuldbindingar lífeyrissjóða starfsgreinanna eru aftur á móti fjármagnaðar að fullu eins og vikið var að hér að framan.

Mynd 3.7 Meðalendurgreiðslur eftir aldri og kyni árið 1998



Heimild: Hagfræðistofnun, skýrsla nr. R00:02

Af þessum sökum hafa rök verið færð fyrir því að halli eða afgangur á fjárlögum sé gagnslítill mælikvarði á velferðaráhrif ríkissjóðs og þess í stað eigi að nota kynslóðareikninga sem mælikvarða á fjármálastefnu ríkisstjórna. Tafla 3.1 sýnir kynslóðareikninga fyrir Ísland árið 1998.

Taflan sýnir að einstaklingur sem fæddist á árinu 1998 má að meðaltali búast við að greiða 558 þúsund kr. meira að núvirði til hins opinbera en hann fær til baka um ævina.

Tafla 3.1 Kynslóðareikningar fyrir Ísland 1998

Aldur	Útgjöld						Tekjur			
	Hrein skattbyrði	Tekju-skattur	Eignar-skattur	Aðrir beinir skattar	VSK	Aðrir óbeinir skattar	Fræðslu-kerfi	Heilbrigðis-kerfi	Velferðar-kerfi	Almanna-trygginga-kerfi
0	558	3,476	378	1,116	2,910	1,730	-4,971	-2,297	-915	-870
5	1,942	4,123	447	1,322	3,440	2,045	-5,179	-2,161	-1,079	-1,016
10	4,358	4,718	512	1,505	3,896	2,317	-4,013	-2,193	-1,211	-1,173
15	8,884	6,580	716	2,108	5,484	3,260	-3,120	-2,788	-1,708	-1,649
20	11,464	7,419	826	2,278	6,001	3,568	-1,857	-2,928	-1,931	-1,913
25	14,481	8,756	1,040	2,525	6,708	3,988	-982	-3,150	-2,154	-2,249
30	16,248	9,609	1,249	2,666	7,101	4,222	-497	-3,407	-2,100	-2,595
35	15,519	9,219	1,318	2,485	6,583	3,914	-296	-3,385	-1,686	-2,634
40	14,906	9,117	1,440	2,389	6,304	3,748	-204	-3,682	-1,330	-2,876
45	12,034	7,957	1,390	2,047	5,426	3,226	-125	-3,798	-1,041	-3,048
50	8,945	6,992	1,372	1,790	4,817	2,864	-75	-4,223	-942	-3,650
55	5,035	5,730	1,266	1,455	4,057	2,412	-37	-4,622	-866	-4,360
60	730	4,700	1,178	1,168	3,478	2,068	-15	-5,408	-839	-5,601
65	-4,102	3,412	1,007	807	2,749	1,635	-9	-6,060	-778	-6,865
70	-7,068	2,074	775	473	1,885	1,121	-5	-6,082	-414	-6,895
75	-7,981	1,354	572	336	1,378	819	-4	-6,270	-252	-5,915
80	-8,713	941	406	258	1,081	643	-3	-6,786	-143	-5,109
85	-8,897	619	278	184	779	463	-2	-7,239	-45	-3,935
90+	-1,632	93	43	29	123	73	0	-1,324	-7	-661

Forsendur: 1,5% hagvöxtur, 6% ávöxtunarkrafa

Heimild: Hagfræðistofnun, skýrsla nr. R00:02

Kynslóðareikningar byggjast á forsendum um mannfjöldapróun og hagvöxt. Ákveðin ávöxtunarkrafa er síðan notuð til að núvirða tekju- og útgjaldastrauma framtíðarinnar.<sup>8</sup> Þar sem reikningarnir byggjast á gögnum um umsvif hins opinbera á stuttu tímabili, svokölluðu grunnári, er óbeint gert ráð fyrir því að sú stefna stjórnvalda sem fylgt er á grunnári haldist óbreytt í framtíðinni. Því er mikilvægt að grunnárið sé dæmigert fyrir ástand hagkerfis þess lands sem reikningarnir ná til.

Tafla 3.2 sýnir ójafnvægi kynslóðanna. Það sýnir hversu mikið skattbyrði núlifandi kynslóða þarf að breytast til að verða jöfn skattbyrði framtíðarkynslóða. Þegar núvirt hrein skattbyrði nýfædds einstaklings er jöfn hreinni skattbyrði ófæddra einstaklinga er jafnræði með kynslóðunum og stuðullinn í töflunni er jafn núlli.

<sup>8</sup> Í skýrslu Hagfræðistofnunar nr. C97:07 eru frekari upplýsingar um aðferðafræði.

Tafla 3.2 Skattbyrði komandi kynslóða

Ár	Nýfæddir*	Framtíðar kynslóðir*	Ójafnvægi kynslóðanna
1994	724	7,879	9.88
1995	674	6,647	8.87
1996	618	5,071	7.21
1997	578	3,574	5.18
1998	558	3,051	4.47

\* Þúsundir króna

Heimild: Hagfræðistofnun, skýrsla nr. R00:02

Þegar tímabilið 1994 til 1998 er skoðað má sjá að kynslóðir framtíðarinnar munu þurfa að greiða mun meira til hins opinbera en núlifandi kynslóðir. Núvirði hreinnar skattbyrði nýfædds einstaklings var þannig 558 þúsund kr. árið 1998 en ófædds einstaklings rúmar 3 milljónir kr. Því þarf skattbyrði núlifandi kynslóða að hækka um 447% til að hún verði jöfn skattbyrði framtíðarkynslóða. Ójafnvægi kynslóðanna hefur farið minnkandi á árabílinu 1994 til 1998.

Til að skýra hvers vegna jafnvægi hefur aukist á milli kynslóða er nauðsynlegt að líta nánar á fjármál hins opinbera. Undanfarin ár hefur verið mikil uppsveifla í íslensku efnahagslífi og ríkið greiddi niður skuldir á árunum 1997 og 1998. Niðurgreiðsla skulda og auknar skatttekjur ríkisins á þessum árum hafa búið í haginn fyrir komandi kynslóðir.

Einnig ber að hafa í huga að mikil hækkun varð á lífeyrisskuldbindingum ríkisins á milli áruna 1997 og 1998. Stór hluti hækkunarinnar varð í kjölfar breytinga á launakerfi ríkisins þegar ólaunuð yfirvinna var færð inn í daglaunataxta og ríkið fór að greiða af henni lögbundin gjöld í lífeyrissjóð og þegar lífeyrissjóðnum var skipt upp í tvær deildir. Án þessarar breytingar væri ójafnvægið milli skuldabyrði núlifandi og komandi kynslóða nokkru minna en raunin varð árið 1998.

Ekki má taka ofangreindar niðurstöður bókstaflega heldur ber að líta á þær sem vísbendingu um áhrif stefnu stjórnvalda á skattbyrði kynslóðanna. Reikningarnir eru viðkvæmir fyrir því hvaða afvöxtunarstuðli og hagvexti er reiknað með. Þá er einnig miðað við þá forsendu að skattbyrðin muni dreifast á sama hátt á kynslóðirnar í framtíðinni og á grunnárinu. Jafnframt er ekki gert ráð fyrir neinum stefnubreytingum stjórnvalda eða breytingum á efnahagsástandi við reikningana.

Ekki er trúlegt að núvarandi ástand efnahagsmála sé viðvarandi, mun líklegra er að á tímabilinu sem til skoðunar er hafi hagkerfið nánast verið á toppi hagsveiflunnar. Stjórnvöld hafa í krafti góðs efnahagsástands rekið „kynslóðavæna“ efnahagsstefnu, sbr. umfjöllun um kerfisafgang fyrir í þessum kafla. Fremur en að nota tekjuafgang til að auka útgjöld til ýmissa málaflokka hafa þau greitt niður skuldir en slík stefna er

mjög í þágu komandi kynslóða. Hins vegar er ólíklegt að stjórnvöld geti haldið þessari stefnu til streitu ef efnahagsástandið versnar til muna frá því sem nú er.

### 3.6 Hættan af of mikilli skuldasöfnun ríkissjóðs

Þótt skynsamlegt sé að jafna útgjöld ríkissjóðs á milli tímabila með halla er ljóst að mikil skuldasöfnun getur haft í för með sér ýmsar neikvæðar afleiðingar.

Ef skuldastaða ríkissjóðs er slæm þurfa skattar að vera hærri eða þjónusta minni en ella til að standa straum af vöxtum og afborgunum. Slíkt brenglar ákvarðanir um framleiðslu, fjárfestingu og neyslu eins og áður hefur verið lýst.

Í lokuðu hagkerfi, eða í landi þar sem hömlur eru á fjármagnshreyfingum, dregur skuldasöfnun úr arðbærum fjárfestingum þegar tækifæri til skuldsetningar hafa verið fullnýtt. Kynslóðirnar geta sparað með því að kaupa gamlar skuldaviðurkenningar ríkissjóðs af þeim sem eldri eru, en slíkur sparnaður verður þá ekki til þess að fjármagna fjárfestingu heldur einungis til að fjármagna neyslu þeirra sem eru á eftirlaunum. Þannig selja eftirlaunakynslóðir ríkisskuldabréf til yngri kynslóða til þess að fjármagna neyslu sína og yngri kynslóðir spara til elliáranna með því að kaupa slíkar skuldaviðurkenningar. Ef framboð af ríkisskuldabréfum væri lítið, þ.e.a.s. ef ríkisskuldarnar væru litlar, þá myndi fjárfesting vera meiri en ella þar sem sparnaður yngri kynslóðar kæmi fram í fjárfestingum í vélum, tækjum og fasteignum. Á þennan hátt leiða miklar skuldir hins opinbera til þess að fjármagnsstofninn verður minni og þar með þjóðarframleiðsla, einkaneysla og almenn velferð í lokuðu hagkerfi.

En langvarandi uppsöfnun ríkisskulda hefur fleiri slæmar afleiðingar í för með sér. Ef skuldahlutfallið er mjög hátt leiðir hækkun raunvaxta eða minni hagvöxtur til umtalsverðrar aukningar á vaxtabyrði eins og fjallað var um í 2. kafla. Þetta veldur því að skattar þurfa að hækka eða ríkisútgjöld að lækka. Jafnframt má búast við því að láns hæfismat lækki, en það leiðir til hækkunar þeirra vaxta sem ríkið greiðir á markaði. Sömuleiðis má búast við að lækkun ríkisútgjalda og hækkun skatta geti valdið minni hagvexti sem þá eykur skuldabyrðina. Hærri vextir og minni hagvöxtur kalla á enn frekari skattahækkunir sem geta reynst enn erfiðari í framkvæmd o.s.frv. Á endanum getur þetta leitt til þess að ríkissjóður getur ekki staðið við skuldbindingar sínar gagnvart lánardrottnum.

Erfitt getur reynst að ná samkomulagi um langvarandi afgang á ríkissjóði í þeim tilgangi að greiða niður erlendar skuldir. Sú spurning vaknar því oft í þróunarlöndum þar sem skuldahlutfallið er orðið mjög hátt hvort unnt sé að fá skuldir niðurfelldar, en slíkar fréttir berast öðru hverju. Með slíkri niðurfellingu, að hluta eða að öllu leyti, er unnt að lækka skatta eða auka ríkisútgjöld. Hins vegar er ljóst að eftirgjöf skulda gerir frekari lántökur í framtíðinni erfiðari því skammtímahagur fer ekki saman við

langtímahag. Í lengd er hagkvæmast að standa í skilum þótt í bráð geti verið freistandi að fá skuldir felldar niður.

Lánardrottinn geta hugsanlega hagnast á einhverri eftirgjöf skulda ef auðveldara er fyrir skuldunauta að standa í skilum þegar skuldarnar eru lægri. Hins vegar standa lánardrottinn frammi fyrir þeim vanda gefi þeir skuldir eftir að aðrir skuldunautar geta búist við að fá slíka eftirgjöf síðar meir. Á máli hagfræðinnar kallast slíkt *freistnivandi*, en hann felst í því að lánardrottinn veita skuldunautum eins konar tryggingu gegn afleiðingum mikillar skuldabyrði. Ef skuldunautur lendir í vandræðum vegna mikilla skulda getur hann átt von á hjálp af hálfu lánardrottna sinna. Þetta veldur því að skuldunautur getur freistast til þess að taka hærri lán en góðu hófi gegnir í þeirri von að hann fái hluta af skuldum sínum gefinn eftir ef honum tekst ekki að standa í skilum.

Skuldaeftirgjöf er einnig óhagkvæm fyrir skuldunauta þegar til langs tíma er litið því lánshæfiseinkunn þeirra lækkar og gerir þeim að öllu jöfnu ókleift að taka lán til arðbærra fjárfestinga og neyslujöfnunar á alþjóðlegum lánamörkuðum. Land sem hefur fengið skuldir felldar niður getur því þurft að búa við það óhagræði sem hlýst af því að vera lokað hagkerfi.

### *Lánakjör á alþjóðlegum mörkuðum*

Lánakjör ríkissjóðs á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum, svo og þeirra stofnana sem njóta ábyrgðar ríkisins, ráðast að miklu leyti af lánshæfiseinkunn þeirri sem ríkissjóður fær hjá alþjóðlegum matsfyrirtækjum, s.s. fyrirtækjunum Moody's Investors Service og Standard & Poor's.

Lánshæfiseinkunn ríkissjóðs skiptir ekki aðeins máli fyrir lántökukostnað hins opinbera, hún getur einnig haft áhrif á lánakjör innlendra fyrirtækja á erlendum fjármagnsmörkuðum. Þetta stafar af því að vanskil á erlendum lánnum hins opinbera hafa oft farið saman við vanskil fyrirtækja. Ein ástæða þessa er sú að greiðsluvandræði hins opinbera leiða oft til þess að hömlur eru settar á gjaldeyrisviðskipti. Þannig stjórnar hið opinbera því hvort einkaaðilar geti aflað sér gjaldeyris til að greiða af skuldum sínum. Helstu áhrifaþáttum lánshæfismats er skipt í átta flokka og eru þeir taldir upp í ramma 3.4.<sup>9</sup>

Tveir síðustu flokkarnir innihalda þætti sem eru náskyldir umfjöllunarefni þessarar bókar: *sveigjanleika greiðslujöfnuðar* og *erlendar skuldir og lausafjárstöðu*.

---

<sup>9</sup> Flokkunin er frá Standard & Poor's. Frekari umfjöllun um lánshæfi má sjá hjá Ólafi Ísleifssyni (1993, 1995).



### Rammi 3.4 Lánshæfismat

#### *Pólitísk áhætta*

- Stjórnskipulag og aðlögunarhæfni stofnana stjórnkerfis
- Þátttaka almennings í stjórnvaldsákvörðunum
- Snurðulaus stjórnarskipti
- Samstaða um markmið hagstjórnar
- Þátttaka í alþjóðlegum viðskiptum og fjármálum
- Ógnir við öryggi innanlands og utan

#### *Tekjur og efnahagsleg uppbygging*

- Lífskjör, tekjur og skipting auðæfa
- Markaðshagkerfi eða áætlunarhagkerfi
- Gnægð auðlinda og fjölbreytni atvinnulífs

#### *Hagvaxtarhorfur*

- Magn og samsetning sparnaðar og fjárfestingar
- Hraði og mynstur hagvaxtar

#### *Sveigjanleiki ríkisfjármála*

- Rekstrar- og fjárlagaafgangur hins opinbera
- Samkeppnishæfni í skattamálum og svigrúm til skattahækkana
- Þrýstingur á útgjöld

#### *Skuldabyrði hins opinbera*

- Fjármálalegar eignir hins opinbera
- Skuldir og vaxtabyrði hins opinbera
- Gjaldmiðlaskipting og uppbygging skulda hins opinbera
- Lífeyrisskuldbindingar
- Ábyrgðarskuldbindingar vegna banka og fyrirtækja

#### *Stöðugleiki verðlags*

- Þróun verðbólgu
- Vaxtarhraði peninga- og útlánastærða
- Gengisstefna
- Sjálfstæði seðlabanka

#### *Sveigjanleiki greiðslujöfnuðar*

- Áhrif ríkisfjármála og peningamálastjórnar á erlenda stöðu
- Uppbygging viðskiptajöfnuðar
- Samsetning fjármagnshreyfinga

#### *Erlendar skuldir og lausafjárstaða*

- Magn og gjaldmiðlaskipting erlendra skulda hins opinbera
- Mikilvægi banka og stofnana einkageirans fyrir ábyrgðir hins opinbera
- Líftími og greiðslubyrði lána
- Magn og samsetning gjaldeyrisforða og annarra erlendra eigna hins opinbera
- Vanskilasaga

Greining greiðslujöfnuðar lítur annars vegar til þátta í grunngerð efnahagslífsins sem ákvarða streymi vöru, þjónustu og fjármagns á milli ríkja og hins vegar til þess að hve miklu leyti núverandi ástand jafnaðarins orsakast af fjármála- og peningastefnu stjórnvalda. Möguleikar stjórnvalda til að hafa áhrif á greiðslujöfnuð með stýritækjum sínum, ef fjármagnsflótti verður t.d. úr landi, er ekki síður mikilvæg. Af þessum sökum er viðskiptahalli einn og sér ekki alltaf mikilvægur áhrifaþáttur lánshæfismats.

Samhliða greiningu á greiðslujöfnuði er staða landsins gagnvart útlöndum metin. Áhersla er lögð á að greina þróun erlendra skulda hins opinbera, hugsanlegar ábyrgðarskuldbindingar vegna einkaaðila og hvort gjaldeyrisforði dugi til að greiða af lánum hins opinbera. Í fjármálakreppu getur jafnvel hugsast að nota þurfi gjaldeyrisforðann til að greiða af erlendum skuldum einkageirans og því skiptir einnig máli að fylgjast með erlendri stöðu einkaaðila og þá sérstaklega skammtímaskuldum þeirra eins og fjallað verður um í kafla 5.

Mikilvægt er að telja ekki aðeins með beinar skuldbindingar hins opinbera heldur einnig skuldir aðila sem njóta ríkisábyrgðar. Einnig er rétt að skoða hreinar erlendar skuldir, þ.e. erlendar skuldir að frádregnum erlendum eignum. Nokkrar mikilvægar stærðir eru hreinar erlendar skuldir hins opinbera, fjármálastofnana og annarra fyrirtækja og einnig heildargreiðslubyrði erlendra lána.

Til að meta vægi erlendra skulda eru þær oft bornar saman við árlegan útflutning og hreinar fjármagnstilfærslur til landsins. Hlutfall hreinna erlendra skulda ríkisins og útflutnings eru um 59% hér á landi en miðgildi þessa hlutfalls er um 29% í þeim löndum sem Standard & Poor's metur lánshæfi hjá. Spurningin hvort erlendar skuldir fjármálastofnana skipti máli veltur að nokkru leyti á eignarhaldi og uppbyggingu fjármálakerfisins. Á Nýja-Sjálandi eru til dæmis allar stærstu fjármálastofnanirnar í eigu traustra erlendra banka og þannig þyrfti hið opinbera tæpast að hlaupa undir bagga ef að þeim kreppti. Þetta horfir öðruvísi við þar sem stór hluti fjármálakerfisins hefur verið í eigu hins opinbera eins og á Íslandi.

Mikilvægi gjaldeyrisforðans er einnig misjafnt eftir löndum. Honum er yfirleitt ætlað að milda áhrif ójafnvægis á greiðslujöfnuð við útlönd. Til að meta hvort gjaldeyrisforði sé nægjanlega stór verður að bera hann saman við verðmæti innflutnings, hugsanlegan viðskiptahalla í framtíðinni og heildargreiðslubyrði erlendra skulda og stöðu erlendra skammtímaskulda einkaaðila. Hæfilegt magn gjaldeyrisforða veltur einnig á fjármála- og gengisstefnu stjórnvalda.

### *Uppgreiðsla skulda hins opinbera og fjármálakerfið*

Undanfarin ár hafa ríkissjóðir margra landa verið reknir með afgangi. Víða er útlit fyrir að afgangur verði um fyrirsjáanlega framtíð, jafnvel nógu lengi til að greiða að fullu upp skuldir hins opinbera. Athyglisvert er að velta fyrir sér áhrifum rekstrarafgangs á ríkissjóði fyrir fjármálakerfið og hvaða stefna í útgáfu ríkisskuldabréfa sé best til þess

fallin að styðja við þróun þess og lágmarka um leið lántökukostnað ríkisins til lengri tíma lítið.

Lántaka ríkisins með útgáfu skuldabréfa á markaði krefst nokkuð öðruvísi vinnubrögða en lántaka í banka og öðrum fjármálastofnunum. Vaxtaáhættu sem fylgir endurnýjun lána verður að veita meiri athygli og því hafa verið þróaðar aðferðir fyrir umsýslu skuldafans ríkisins. Þetta er ekki síst mikilvægt þar sem fjármagnsviðskipti eru frjáls. Til að halda lántökukostnaði ríkisins í lágmarki hefur það orðið eitt af millimarkmiðum lánasýslna víða um lönd að styðja við þróun innlendra fjármálamarkaða með það að leiðarljósi að verðmyndun á þeim sé marktæk, munur kaup- og sölugengis lítill og auðvelt sé að eiga viðskipti með háar fjárhæðir án þess að það hafi áhrif á verð á markaði.

Skilvirkur markaður með ríkistryggð skuldabréf er talinn vera mikilvægur fyrir þróun margskonar fjármálaþjónustu og markaða með önnur verðbréf. Dæmi um þetta er verðlagning hlutabréfa. Ávöxtunarkrafan sem gerð er til hlutabréfa er oft reiknuð á þann hátt að föstu álagi er bætt ofan á ávöxtun ríkisskuldabréfa til langs tíma. Þannig er tekið tillit til þeirrar umframáhættu sem hlutabréfunum fylgir óhjákvæmilega. Annað dæmi er fjármálaafleiður og önnur áhættustýringartæki, t.d. samningar um framvirk kaup eða sölu á skuldabréfum. Til að hægt sé að verðleggja slíka samninga þarf að vera fyrir hendi skilvirkur markaður fyrir undirliggjandi eign (skuldabréfið) sem er hægt að kaupa og selja í miklu magni með litlum kostnaði.

Af ofangreindu er ljóst að það er einkum tvennt sem mælir með því að skilvirkur markaður með ríkisskuldabréf sé til staðar. Í fyrsta lagi getur ríkið lágmarkað kostnað sinn og áhættu af lántökum innanlands. Í öðru lagi má leiða að því rök að slíkur markaður sé þróun fjármálaþjónustu hollur og leiði til skilvirkari dreifingar áhættu í hagkerfinu. Auk þessa kemur svo til mikilvægi virks markaðar fyrir stjórn peningamála.

Áhugavert er að skoða hvaða áhrif það hefði ef hreinar skuldir ríkisins minnkuðu verulega á næstunni og yrðu jafnvel litlar sem engar innan nokkura ára. Vandamál ríkisins fælist þá í því að draga úr skuldum sínum á þann hátt að ábatinn af virkum markaði með ríkisskuldabréf glataðist ekki. Þetta má í grundvallaratriðum gera á tvennan hátt. Í fyrsta lagi gæti ríkið hætt að gefa út skuldabréf og þannig myndu bréfin á markaðnum greiðast upp með tímanum. Önnur verðbréf yrðu þá að taka við hlutverki ríkisskuldabréfa sem grunnur til verðlagningar á markaði, hugsanlega samhliða því að þeim yrði veitt ríkisábyrgð. Í öðru lagi gæti ríkið haldið áfram að gefa út skuldabréf eins og áður og í staðinn fyrir að greiða upp skuldir sínar lagt rekstrarafgang hvers árs í sjóð sem fjárfesti í eignum erlendis. Þannig væri þekkingu á lánaumsýslu og áhættustjórn með lántökur hins opinbera viðhaldið því ólíklegt er að hið opinbera tæki aldrei aftur lán, auk þess sem fjármagnsmarkaðurinn hefði viðmiðunarvexti.

Ef fyrri leiðin yrði farin mætti búast við að hér á landi myndu hús- og húsnæðisbréf taka alfarið við hlutverki ríkisskuldabréfa. Þau gegna þegar í dag ýmsum hefðbundnum hlutverkum ríkisskuldabréfa og munu því ekki bæta fyrir brotthvarf ríkisbréfanna nema að mjög litlu leyti. Bréfin eru ríkistryggð og fela því ekki í sér neina hættu á vanskilum. Þau eru þó ekki án áhættu þar sem þeim fylgir vaxtaáhætta sem felst í því að þau má greiða upp á nafnvirði hvenær sem er á líftíma bréfsins. Einnig sveiflast útgáfa húsnæðisbréfa og ávöxtun þeirra með umsvifum á fasteignamarkaði og eru þau því e.t.v. ekki góður mælikvarði á raunverulega langtímavexti.

Seinni leiðin felur í sér að uppbyggingu skilvirks markaðar með ríkisskuldabréf er haldið áfram en rekstrarafgangi ríkisins ráðstafað í sérstakan sjóð sem fjárfest yrði úr erlendis. Gallinn á þessu er hinsvegar að til skamms tíma gæti þetta haft áhrif á gengi krónunnar. Sambærileg leið hefur verið farin í Noregi þar sem ríkissjóður hefur verið rekinn með afgangi árum saman og eignir ríkisins erlendis eru orðnar rúm 25% af landsframleiðslu. Þrátt fyrir þetta eru enn gefin út ríkisskuldabréf og er andvirðið af sölu þeirra lagt í sjóð sem fjárfestir eingöngu í verðbréfum utan Noregs og er honum annars vegar ætlað að mæta sveiflum í olútekjum og hins vegar auknum ríkisútgjöldum þegar aldurssamsetning þjóðarinnar breytist á næstu áratugum, sbr. umfjöllun hér að framan.

Á Íslandi er markaðurinn fyrir skuldabréf lítill og vanþróaður í samanburði við stærri markaði erlendis. Gengismunur er mikill og erfitt er að eiga mikil viðskipti án þess að hafa áhrif á verð. Því má gera ráð fyrir að brotthvarf ríkisskuldabréfa af markaði hér á landi myndi auka þessi vandamál enn frekar, sérstaklega þar sem nær engin viðskipti eru með önnur skuldabréf en ríkisskuldabréf, húsnæðis- og húsbref. Þessu væri að hluta til hægt að mæta með markaðsfyrirkomulagi sem hvetur til seljanleika og lítils gengismunar, til dæmis kerfi viðskiptavaka, en slíkt fyrirkomulag er þegar fyrir hendi og því óvíst hvort hægt sé að ná enn meiri árangri með slíkum aðgerðum.

Annar galli við að hætta útgáfu ríkisskuldabréfa snýr að ríkinu sjálfu og lántöku-kostnaði þess. Það gæti orðið afar kostnaðarsamt að hefja lántöku á ný eftir langt hlé, t.d. tuttugu ár. Fyrir utan það að verðmæt þekking myndi glatast á þessum tíma tæki einnig langan tíma að þróa skilvirknan markað að nýju, sérstaklega þar sem fjármálakerfið hefði þegar lagað sig að fjarveru ríkisskuldabréfa og fundið aðrar lausnir.

Víða erlendis er talið að fjármál hins opinbera verði erfitt viðfangsefni síðar á öldinni vegna breyttrar aldurssamsetningar þjóðanna. Það er meðal annars með hliðsjón af þessu sem mælt hefur verið með því að halda útgáfu ríkisskuldabréfa áfram. Þannig er hægt að hefja lántökur á ný með litlum kostnaði þegar útgjöld aukast. Á Íslandi eiga þessi rök síður við. Lífeyrissjóðakerfið er að mestu fjármagnað með sjóðssöfnun og fellur kostnaður við herra hlutfall ellilífeyrisþega því ekki í eins miklum mæli á þá sem eru á vinnualdri. Aldurssamsetning íslensku þjóðarinnar er einnig nokkuð frábrugðin aldurssamsetningu annarra Evrópuþjóða þar sem þjóðin er yngri og þess því lengur að

bíða að hópur ellilífeyrisþega stækki með svipuðum hætti og annars staðar. Þó má örugglega gera ráð fyrir að breytt aldurssamsetning hafi einhver ófyrirséð áhrif á fjármál ríkisins hér á landi á næstu áratugum.

### 3.7 Erlendar eða innlendar skuldir?

Ekki er úr vegi að velja því fyrir sér hvort það skipti máli hvort ríkissjóður fjármagni halla sinn með innlendum eða erlendum lántökum.

Eins og áður hefur komið fram stafar viðskiptahalli af því að þjóðarútgjöld eru hærri en þjóðarframleiðsla. Engu máli skiptir því hvort lán eru tekin innanlands eða utan, svo lengi sem opinber sparnaður og einkasparnaður breytast ekki. Vissulega er hugsanlegt að valið milli innlendrar og erlendrar lántöku hafi áhrif á einkasparnað og einkafjárfestingu því þegar skuldabréf eru seld á innlendum fjármagnsmarkaði geta innlendir aðilar valið að kaupa fremur ríkisbréf en að fjárfesta í fasteignum eða framleiðslutækjum.

Kynslóðir sem eru að leggja til hliðar fyrir eftirlaunaárin geta lagt fé í banka, keypt hlutabréf eða fjárfest beint í fastafjármunum. Sparnaðurinn verður þá nýttur til þess að fjármagna innlenda fjárfestingu. Ef ríkissjóður hins vegar gefur út skuldabréf sem ganga kaupum og sölum er ljóst að með því að kaupa slík bréf, bæði gömul og ný, er minna fjármagn fyrir hendi til þess að fjármagna innlenda fjárfestingu. Hins vegar má sýna fram á að þessi áhrif hverfa ef gert er ráð fyrir frjálsum fjármagnsflutningum á milli landa.

Við frjálsa fjármagnsflutninga verður minni fjárfesting innanlands til þess að auka jaðarframleiðni fjármagns. Þess vegna eykst fjármagnsstreymi frá útlöndum en fjárfesting helst óbreytt og sömuleiðis einkaneysla og viðskiptajöfnuður. Það skiptir því einungis máli hvort ríkissjóður tekur lán innanlands eða utan ef hömlur eru á fjármagnsflutningum á milli landa.

## 4. Gengisstefna, framleiðsla og viðskipti til skemmri tíma

Í köflunum hér að framan er fjallað um langtímaþvægi hagstærða en í þessum kafla verður gerður greinarmunur á skammtíma- og langtímaþvægi. Vegna þess að verðlag á vörum og þjónustu breytist lítið þegar til skemmri tíma er lítið tekur það ávallt nokkurn tíma fyrir efnahagslegar breytingar að koma að fullu fram í verðlagi. Langflestar hagstjórnaraðgerðir stjórnvalda, svo sem breytingar á peningamagni, nafnvöxtum og nafngengi, hafa af þessum sökum áhrif á raunstærðir, svo sem framleiðslu og atvinnu, til skamms tíma þó að áhrifin fjari út þegar til lengri tíma er lítið.

Til skamms tíma geta stjórnvöld með stefnu sinni í peningamálum haft áhrif á innlendan sparnað og þar með viðskiptajöfnuð. Vaxta- og gengislækkun eykur framleiðslu og þjóðartekjur til skamms tíma og þar með sparnað ef neysla eykst ekki að sama skapi. Þá myndast tímabundinn afgangur á viðskiptum við útlönd eða viðskiptahalli minnkar. Við þurfum minna á sparnaði útlendinga að halda og innlendir sparnaður nægir til þess að kosta innlenda fjárfestingu. Vaxtahækkun getur á sama hátt valdið tímabundnum viðskiptahalla. Hún veldur gengishækkun sem leiðir til herra hlutfallslegs verðs innlendirar framleiðslu. Þá eykst innflutningur en útflutningur minnkar og þjóðarframleiðsla dregst saman.

Þegar til lengri tíma er lítið fjara áhrif peningamálaaðgerða á innlendan sparnað og viðskiptajöfnuð út ef atvinna er mikil og framleiðslan er meiri en sem svarar fullri nýtingu framleiðsluþátta. Mikil atvinna og framleiðsla leiðir til verðbólgu sem hækkar hlutfallslegt verð innlendirar framleiðslu og veldur því að bæði atvinna og framleiðsla leita í fyrra horf. Það er breytilegt eftir löndum og tímabilum hve langan tíma þetta ferli tekur. Segja má að því meiri sem verðbólga er í upphafi peningamálaaðgerðanna, þeim mun skammvinnari verði áhrifin á raunstærðir. Þannig geta áhrif peningamála-stefnunnar á raunstærðir varað í nokkur ár ef verðbólga er lítil, en ef til vill aðeins í fáeinum mánuði ef hún er mikil.

Lækkun gengis getur þó haft langtímaáhrif verði hún við lágt atvinnustig og litla eftirspurn eftir vöru og þjónustu. Þá flýtir gengisbreytingin aðlögun að nýju jafnvægi og hagkerfið þarf ekki að fara í gegnum langvarandi kreppuástand áður en útflutningseftirspurnin eykst og þar með atvinna og framleiðsla.

Breytingar á neyslu og fjárfestingu geta einnig haft áhrif á framleiðslu og viðskiptajöfnuð til skamms tíma. Hér er athyglinni sérstaklega beint að sambandi

eignaverðs annars vegar og neyslu og fjárfestingar hins vegar. Tilgátan er að eignaverðshækkunin sem hefur orðið hér á landi síðustu misseri útskýri að hluta þá miklu aukningu einkaneyslu og innflutnings sem orðið hefur.

Fyrst er lýst sambandi vaxta, gengis og þjóðarframleiðslu og þætti viðskiptajöfnuðar í þessu samspili verðs og magns.

## 4.1 Gengi og framleiðsla

Seðlabankinn getur með beinum og óbeinum hætti haft áhrif á vaxtastig. Hér á landi er eitt helsta stýritæki Seðlabankans ávöxtun í endurhverfum verðbréfavíðskiptum hans við bankanna. Vextir Seðlabankans hafa áhrif á fjármagnskostnað lánastofnana og hafa á þann hátt áhrif á inn- og útlánavexti þeirra. Einnig ákveður Seðlabankinn vexti á viðskiptareikningum lánastofnana og bindiskyldu. Gott yfirlit yfir stjórnþætti Seðlabanka er að finna í grein Yngva Arnar Kristinssonar (2000) í hausthefti *Peningamála*, útgefið af Seðlabanka Íslands.

Vaxtabreytingar hafa margvísleg áhrif á eftirspurn. Þær hafa bein áhrif á fjárfestingu og neyslu en einnig á gengi, sjá ramma 4.1. Í opnu hagkerfi eins og hér á landi eru gengisáhrifin yfirlétt mikilvægust. Hins vegar hefur reynst erfitt að finna með tölfræðilegum rannsóknum sterk bein áhrif vaxta á fjárfestingu og sparnað bæði hér á landi og erlendis.

Hækkun vaxta leiðir til þess að fjárfestar selja fjáreignir sínar erlendis og kaupa íslenskar krónur sem þeir síðan verja til kaupa á íslenskum skulda- og hlutabréfum. Aukin eftirspurn eftir krónum veldur verðhækkun þeirra, þ.e. gengishækkun, allt þar til væntingar um gengislækkun verða til þess að ekki borgar sig að fjárfesta frekar í innlendum skuldabréfum.

Þekkt skilyrði í fjármálafræðunum er svokallað *óvarið vaxtajafnvægi* (e. uncovered interest parity) en það lýsir sambandi innlendra og erlendra vaxta annars vegar og væntanlegrar gengisfellingar hins vegar:

$$\text{innlendir vextir} = \text{erlendir vextir} + \text{væntanleg gengislækkun}$$

Væntanleg arðsemi innlendra skuldabréfa er jöfn innlendum vöxtum. Væntanleg arðsemi af erlendri skuldabréfaeign samanstendur hins vegar bæði af erlendum vöxtum og væntanlegri gengislækkun. Þannig er arðurinn ekki eingöngu jafn vöxtunum, eins og reyndin er þegar innlend bréf eru keypt, heldur er hann jafn vöxtum að viðbættum gengishagnaði. Í jafnvægi er væntanleg arðsemi innlendar og erlendar skuldabréfaeignar sú sama þannig að ekki borgar sig að skipta á innlendum og erlendum skuldabréfum.

### Rammi 4.1 Áhrif peningamálastefnu

Þegar seðlabanki beitir stjórnþækjum sínum til þess að hafa áhrif á vexti bankanna hefur hann áhrif á eftirspurn og framleiðslu í hagkerfinu eftir ýmsum leiðum. Hér er áherslan lögð á áhrif gengisbreytinga á inn- og útflutning en ýmis önnur áhrif koma einnig við sögu:

- Hækkun seðlabankavaxta veldur auknum vaxtamuni skammtímavaxta sem leiðir til hreins innstreymis fjármagns inn í landið og hærra gengis. Hærra gengi lækkar innflutningsverðlag og veikir samkeppnisstöðu útflutningsgreinanna. Verri samkeppnisstaða dregur úr fjárfestingu og launaskriði.
- Hækkun skammtímavaxta getur einnig leitt til væntinga um hærri skammtímavexti í framtíð sem endurspeglast í hærri langtímavöxtum. Þannig hafa aðgerðir seðlabanka bein áhrif á fjárfestingu. Fjárfestingu í framleiðslutækjum, íbúðarhúsnæði og varanlegum neysluvörum.
- Verð á hlutabréfum endurspeglar núvirði framtíðarhagnaðar. Núvirði framtíðarhagnaðar hækkar þegar vextir lækka og þá einnig hlutabréfaverð. Þetta hefur ýmis áhrif: a) Hærra hlutabréfaverð gefur stjórnendum til kynna að fyrirtækin séu meira virði en áður í samanburði við verðmæti þeirra framleiðslutækja sem þau búa yfir. Fjárfesting eykst þar sem nú borgar sig að stækka fyrirtækin. b) Hærra hlutabréfaverð veldur því að eignir heimilanna aukast og þar með einkaneysla. Þessi auðsáhrif á einkaneyslu geta verið veruleg þegar hluta-bréfaverð breytist mikið. c) Hærra hlutabréfaverð veldur því að fjárhagslegt öryggi heimilanna eykst. Af þeim sökum verða bankar fúsir að lána til fjárfestingar, t.d. fyrir íbúðarhúsnæði og til kaupa á varanlegri neysluvöru. d) Hærra hlutabréfaverð endurspeglar aukið virði fyrirtækja sem veldur því að bankar auka útlán til fjárfestingar vegna þess að fyrirtæki taka minni áhættu en áður.

Vaxtajafnvægið segir okkur að ef búist er við gengislækkun þá verði vextir innanlands að vera hærri en vextir erlendis. Með öðrum orðum ef vextir innanlands eru hærri en vextir erlendis þá er búist við gengislækkun. Sömuleiðis eru vextir lægri innanlands en erlendis ef markaðurinn býst við gengishækkun í framtíðinni.

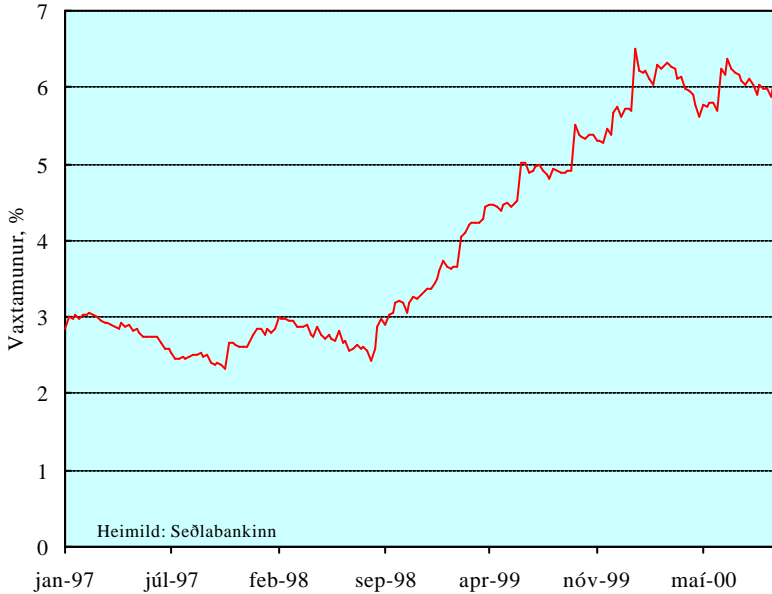
Undanfarin ár hafa vextir verið mun hærri hér á landi en í helstu viðskiptalöndum. mynd 4.1 sýnir vaxtamuninn á tímabilinu 1997–2000.

Jafnan hér að framan segir að hækkun vaxta umfram vexti erlendis leiði samstundis til gengishækkunar sem sé svo mikil að markaðurinn búist við gengislækkun í framtíðinni sem vegi upp áhrif vaxtamunarins á mismun arðsemi innlendra og erlendra skulda-



bréfa. Þannig veldur hækkun vaxta í fyrstu skyndilegri gengishækkun en gengi fer síðan lækkandi með tíð og tíma.

Mynd 4.1 Vaxtamunur erlendra og innlendra þriggja mánaða ríkisvísla, 1. jan. 1997–18. okt. 2000



Erlendar rannsóknir hafa leitt í ljós að erfitt er að spá fyrir um þróun gengis á grundvelli vaxtamunar. Þótt yfirleitt fari saman jákvæður vaxtamunur og væntanlegt gengissig, þ.e.a.s. gengið sígur að meðaltali á hverju ári, þá geta önnur áhrif orðið vaxtamuninum yfirsterkari. Ef fjárfestar til dæmis gera greinarmun á innlendum og erlendum skuldabréfum, vegna áhættumats, þá breytist vaxtajafnvægið þannig að innlendir vextir verða að hækka sem nemur áhættuþóknuninni:

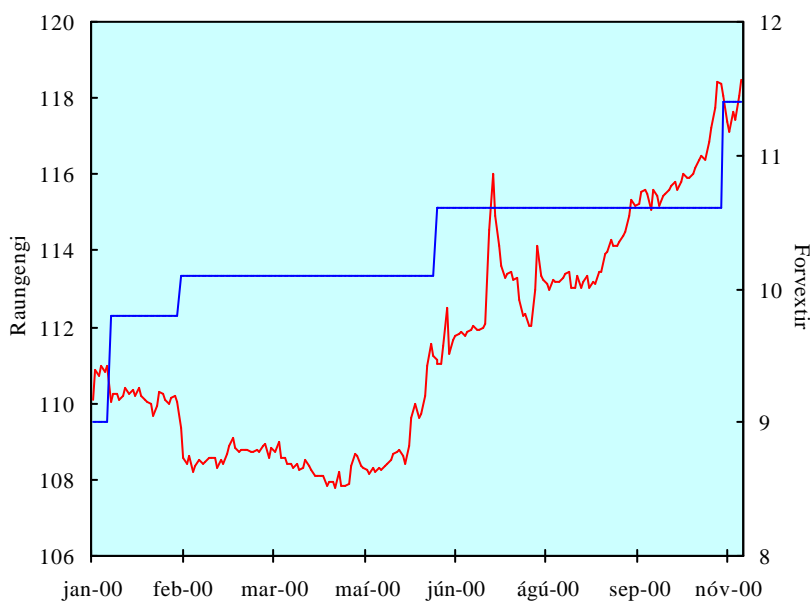
$$\text{innlendir vextir} = \text{erlendir vextir} + \text{væntanleg gengislækkun} + \text{áhættuþóknun}$$

Stefnan í peningamálum og ríkisfjármálum og stöðugleiki efnahagslífsins geta auðveldlega haft áhrif á þá áhættu sem fylgir innlendum skuldabréfum. Þá getur vaxtabreyting valdið því að áhættuþóknun breytist og ekki þarf að koma til gengisbreytinga. Slík áhrif veikja bein tengsl vaxta og gengisbreytinga. Þannig geta stöðugar breytingar á hlutfallslegri áhættu innlendra og erlendra skuldabréfa, þ.e.a.s. breytingar á áhættuþóknuninni, valdið því að gengið getur breyst án þess að vaxtamunurinn breytist.

Vaxtahækkanir Seðlabanka Ísland á þessu ári gefa okkur tækifæri til þess að kanna gengisáhrif vaxtahækkana. Í janúar voru vextir hækkaðir um 0,8 prósentustig og aftur í febrúar um 0,3 prósentustig. Vaxtahækkanirnar leiddu til styrkingar krónunnar, allt til mánaðamóta maí og júní. Gengi krónunnar tók síðan að veikjast mjög hratt sem varð til þess að Seðlabankinn hækkaði vexti um 0,5 prósentustig um miðjan júní. Hægt er að færa að því rök að þessi hækkun hafi ekki verið nægjanlega mikil til að minnka flæði fjármagns úr landi því í júlí varð mikill órói á íslenska gjaldeyrismarkaðinum sem leiddi til þess að Seðlabankinn hóf bein inngríp á markaði. Gengið hefur síðan veikt mikið og í lok október voru vextir hækkaðir enn og aftur, nú um 0,8%. Eftir að gengið hafði hækkað hófst gengissig að nýju eins og kenning segir fyrir um, sjá mynd 4.2.

Því má draga þá ályktun að háir vextir á Íslandi og mikill vaxtamunur undanfarin ár bendi til þess að gengi krónunnar sé hátt og að markaðurinn búist við gengislækkun í framtíðinni eins og raunin hefur verið undanfarna mánuði. Þetta merkir þó ekki að gengi þurfi endilega að lækka í hverjum mánuði heldur einungis að í hverjum mánuði séu meiri líkur á gengissigi en gengishækkun.

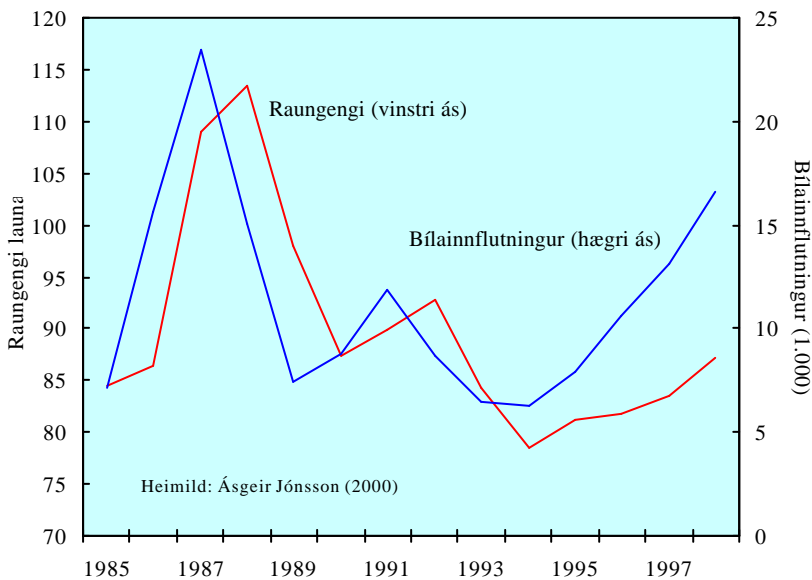
Mynd 4.2 Gengisvísitala íslensku krónunnar og forvextir Seðlabanka Íslands, 1. jan.–8. nóv. 2000



Það sem einkum veldur breytingum á eftirspurn eftir gjaldeyri eru breytingar á innlendu og erlendu vaxtastigi og væntingar um vaxtabreytingar í framtíðinni. Miklar fjármagnshreyfingar geta orðið því sem næst fyrirvaralaust og geta þær hæglega orðið til þess að gjaldeyrisforðinn hverfi á örskotsstund. Af þessu leiðir að við fastgengi verða innlendir vextir að vera jafnir vöxtum erlendis að teknu tilliti til áhættuálags.

Þar sem gengisbreytingar eru yfirleitt mjög snöggar og nokkurn tíma tekur fyrir verðlag að aðlagast nýjum aðstæðum, koma áhrif gengislækkunar til skamms tíma fram í raungengi. Verð á innlendri vöru og þjónustu lækkar þá í hlutfalli við erlent verðlag. Betri samkeppnisstaða innlendra atvinnuvega verður þá til þess að auka eftirspurn eftir útflutningi og draga úr innflutningi. Mynd 4.3 sýnir samband raungengis á mælikvarða hlutfallslegra launa og bílainnflutnings tímabilið 1985–98. Greinilegt samband er á milli stærðanna tveggja. Þegar raungengið hækkar, þ.e.a.s. hlutfallslegt verð á innflutningi lækkar, eykst innflutningur á bifreiðum.

Mynd 4.3 Samband raungengis á mælikvarða hlutfallslegra launa og bílainnflutnings, 1985–98



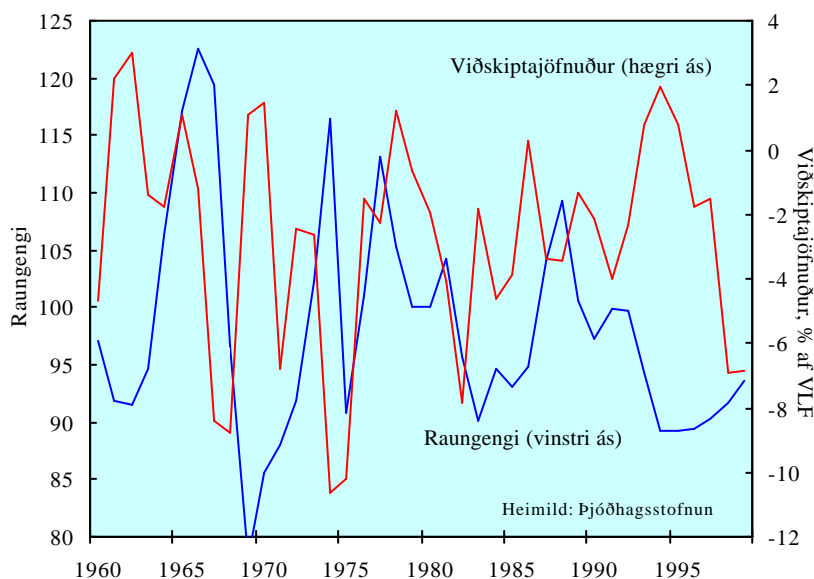
Samband raungengis og viðskiptajöfnuðar er sýnt á mynd 4.4. Lækkun raungengis eykur eftirspurn eftir innlendum vörum og þjónustu og þar með einnig framleiðslu og atvinnu til skamms tíma. Það fer eftir efnahagsástandi á hverjum tíma hversu lengi framleiðsluaukningin varir. Ef verðbólga er há þá verða áhrifin skammvinnari.

Mynd 4.4 sýnir að gengislækkunir hafa oft haft tímabundin áhrif á viðskiptajöfnuð, t.d. árin 1968, 1983 og 1992. Hins vegar er ábatinn oft skammvinnur vegna þess að verðlag hækkar í kjölfarið, raungengið sækir í fyrra horf. Það er hins vegar nokkuð breytilegt hversu lengi áhrifin vara.

Hve langan tíma tekur fyrir verðlag að breytast til jafns við gengið þannig að raungengisáhrif hverfi eftir gengisfellingu? Ef myndin er skoðuð sést að raungengis-

áhrif gengisfellingarinnar 1983 vörðu í tvö til þrjú ár. Gengisfellingarnar sem komu þar á undan höfðu oftast enn skammvinnari áhrif á raungengi og viðskiptajöfnuð. Hins vegar voru áhrif gengisfellinganna á hlutfallslegan launakostnað oft langvinnari, sérstaklega árið 1983. Hlutfallslegur launakostnaður lækkaði og hélst lægri næstu árin á eftir.

Mynd 4.4 Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af VLF og raungengi á mælikvarða hlutfallslegs verðlags, 1960–99

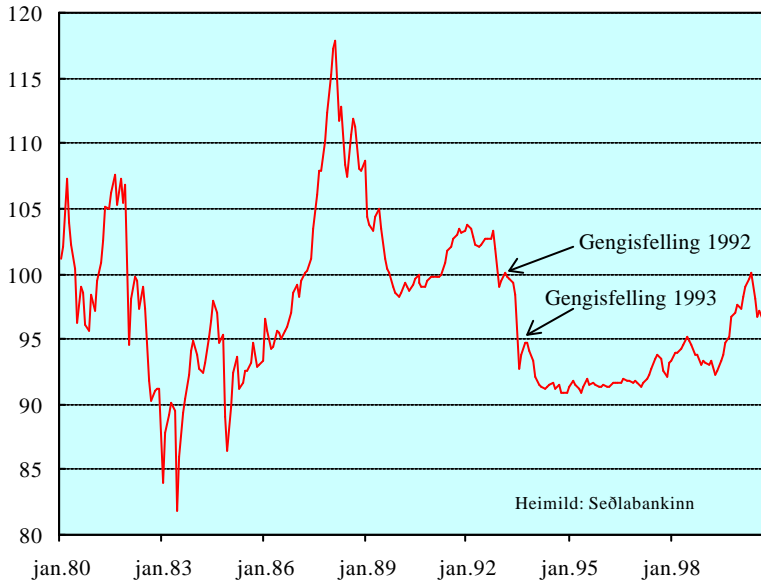


Í byrjun tíunda áratugarins var raungengið enn mjög hátt eftir launa- og verðbólgu-skriðuna 1986–88 sem leiddi til þess að gengið var fellt 1992 og aftur 1993. Það er sérstakt við þessar gengisfellingar að verðlag hækkaði ekki í kjölfar þeirra og raungengið lækkaði sem styrkti samkeppnisatvinnuvegina. Þetta er dæmi um vel heppnaðar gengisfellingar en efnahagsástand var slæmt á þessum tíma.

Við getum dregið þá ályktun að lækkun vaxta og gengis sé líklegri til þess að hafa varanlegri áhrif á krepputímum þegar eftirspurn á vöru- og vinnumarkaði er lítil. Ef vextir og gengi er lækkað við fulla atvinnu geta áhrifin verið skammvinn. Gengisfellingin mun þá smám saman leiða til þenslu á vinnumarkaði. Þegar óttinn við atvinnuleysi hverfur og allir geta fengið starf við hæfi aukast kröfur um kauphækkningar. Auknar launakröfur leiða til átaka og kjarasamninga þar sem oftast er ekki um verulegar launahækkningar. Ef framleiðni vinnuaflds hefur ekki vaxið og samningsstyrkur vinnuveitenda og verkályðshreyfingar ekki breyst er líklegt að mikill hluti launahækkanna renni út í almennt verðlag og raunlaun hækki lítið. Verðlagshækkningar gera síðan áhrif gengislækkunar á raungengið að engu. Þegar innlent verðlag hækkar

leitir raungengið í fyrra horf og þar með innlend eftirspurn, samkeppnisstaða innlendra atvinnuvega versnar og innlend framleiðsla og atvinna dragast saman.

Mynd 4.5 Raungengi á mælikvarða hlutfallslegs verðlags, jan. 1980 – sept. 2000



Vonbrigði verkalýðshreyfingarinnar með þróunina verða þá oft til þess að frekari launakröfur eru settar fram sem leiða til enn meiri verðbólgu. Þar með versnar samkeppnisstaða innlendra atvinnuvega enn frekar og þrýstingur eykst á stjórnvöld að lækka vexti og gengi. Ef gengi er lækkað aftur og aftur þannig að raungengi sé áfram lágt og framleiðslu og atvinnu þannig haldið uppi, aukast launakröfur á ný og hagkerfið festist í víxlhækkunum launa og verðlags. Íslendingar þekkja þessa sögu vel.

Svo lengi sem atvinnuleysi er haldið niðri með vaxta- og gengislækkunum verður verðbólga vandamál. Þannig er ekki unnt að halda atvinnuleysi fyrir neðan ákveðinn þröskuld til lengdar nema að til komi vaxandi verðbólga og á sambærilegan hátt verður mikið atvinnuleysi til verðhjöðnunar. Þessi þröskuldur atvinnuleysis hefur verið nefndur „náttúrulegt atvinnuleysi.“

Betri þýðing á þessu hugtaki væri „atvinnuleysisstig sem samræmist stöðugri verðbólgu,“ þar sem að í sjálfu sér er ekkert „náttúrulegt“ eða óumbreytanlegt við þetta atvinnuleysisstig. Atvinnuleysi veltur á því hversu háar atvinnuleysisbætur eru, tæknibreytingum og –framförum og verði á innfluttum aðföngum, t.d. olíu. Mikilvægt er að stjórnendur seðlabanka þekki hvert þetta atvinnuleysisstig er svo komist verði hjá vaxandi verðbólgu.

#### Rammi 4.2 Kenningin um náttúrulegt atvinnuleysi

Kenningin um náttúrulegt atvinnuleysi var fyrst sett fram af Milton Friedman og Edmund Phelps árið 1968 en hún fjallar um að fyrir hendi sé eitthvert ákveðið stig atvinnuleysis sem raskar ekki verðstöðugleika. Ef atvinnuleysi er minna en þetta náttúrulega stig fer verðbólga vaxandi og ef hærra þá fer hún lakkandi.

Samkvæmt kenningu Friedmans er jafnvægi á vinnumarkaði þegar framboð er jafnt eftirspurn og verðlagsvæntingar fólks eru réttar. Ef eftirspurn eftir vörum og þjónustu eykst í kjölfar vaxtalækkunar (eða gengislækkunar í opnu hagkerfi) leiðir það til verðhækkana. Jafnframt eykst eftirspurn eftir vinnuafli og nafnlaun hækka. Framleiðslan getur þá aukist vegna þess að launþegar halda fyrst í stað að hækkun nafnlauna feli í sér hækkun raunlauna, fleiri vilja vinna og atvinnuþátttaka eykst. En raunlaun hafa í raun ekki hækkað þar sem bæði verðlag og nafnlaun hafa hækkað til jafns. Framleiðslan eykst því einungis af því að fólk gerir sér ekki strax grein fyrir því að almennt verðlag á vöru og þjónustu hefur hækkað. Atvinna og framleiðsla leita svo í fyrra horf um leið og væntingar verða réttar á nýjan leik.

Ef halda á uppi framleiðslu og atvinnu umfram hið náttúrulega stig verður að lækka gengið eða vextina enn frekar þannig að verðlag og nafnlaun hækki enn meira og treysta þannig á að unnt sé að koma fólki aftur á óvart. Því er einungis unnt að halda atvinnu yfir náttúrulegu stigi sínu með vaxandi verðbólgu.

Kenning Phelps er svipuð en þó er hæbrigðamunur á. Phelps fjallar þannig um ákvörðun atvinnuleysis en ekki atvinnustigs, um það hvernig markaðsbrestir á vinnumarkaði koma í veg fyrir að atvinnuleysi geti horfið algjörlega. Við fulla atvinnu þar sem fólki eru tryggð föst mánaðarlaun getur það fallið í ýmiss konar freistni. Þannig getur dregið úr afköstum vegna þess að auðvelt er að finna starf annars staðar ef til uppsagna kemur. Þetta er svokallaður *freistnivandi* sem nánar verður fjallað um hér á eftir. Einnig verður meira um að starfsfólk segi upp starfi sínu og hefji leit að öðru betra.

Phelps leiddi rök að því að til þess að ráða bót á þessum vandamálum notuðu fyrirtækin launastefnu til að hvetja starfsfólk til dáða og til þess að kaupa hollustu þess. En þetta á við um öll fyrirtæki, afleiðingin verður launaskrið sem smám saman eykur launakostnað og dregur úr atvinnu uns náttúrulegu atvinnuleysisstigi er náð. Við náttúrulegt atvinnuleysi er ekki lengur fyrir hendi hvati til að hækka hlutfallsleg laun vegna þess að starfsmenn leggja meira á sig, vitandi að atvinnumissir hefur alvarlegar afleiðingar í för með sér.

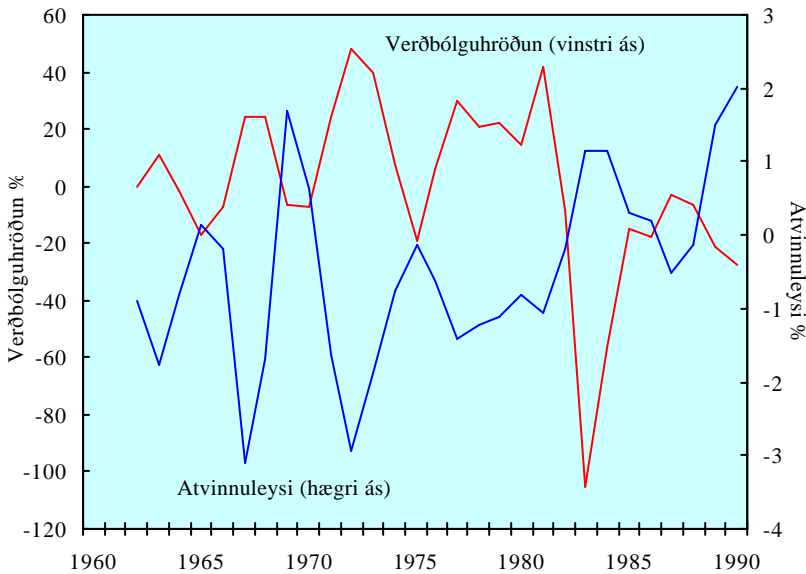
Eins og fram kemur í ramma 4.2 getur verðbólga vaxið af öðrum ástæðum en launakröfum launþega, frumkvæðið getur komið frá atvinnurekendum. Þegar atvinna

er mikil helst fyrirtækjum oft illa á starfsfólki og erfitt getur verið að tryggja hollustu þess. Þá geta fyrirtæki gripið til þess ráðs að bjóða starfsmönnum sínum launahækkanir í þeirri von að þeir endist lengur í starfi og auki afköst sín. Þannig geta fyrirtæki hugsanlega aukið hagnað sinn með því að bjóða hærri laun. Á Íslandi hefur þetta fyrirbæri verið kallað *launaskrið*. Jafnvægi á vinnumarkaði myndast þegar atvinnuleysi er nægjanlega mikið til að ekki sé launaskrið vegna hækkandi launatilboða atvinnurekenda.

En verkalýðshreyfingin getur líka átt þátt að máli. Líta má á náttúrulegt atvinnuleysi sem það stig atvinnuleysis þar sem friður ríkir á vinnumarkaði og kauptilboð atvinnurekenda fara saman við kaupkröfur verkalýðshreyfingar, sjá ramma 4.3. Ef atvinnuleysinu er þrýst undir náttúrulegt stig er friðurinn úti og verkalýðsfélög fara fram á meiri hækkun kaupmáttar en atvinnurekendur eru reiðubúnir til þess að fallast á. Fyrirtæki hækka verð á vörum og þjónustu í kjölfar launahækkana og afleiðingin er víxlhækkun launa og verðlags.

Björn Rúnar Guðmundsson og Gylfi Zoëga (1997) hafa metið náttúrulegt atvinnuleysi á Íslandi og notuðu til þess þá aðferðafræði sem OECD mælir með. Aðferðir þessar gefast nokkuð vel þegar gögn frá tímabilinu 1960–90 eru notuð en mun verr þegar gögn frá síðustu tíu árum eru skoðuð. Svo virðist sem samband atvinnuleysis og verðbólgebreytinga veikist til muna þegar verðbólga er mjög lítil.

Mynd 4.6 Samband verðbólgebreytinga og atvinnuleysis á Íslandi, 1962–90



Á mynd 4.6 er frávik atvinnuleysis frá náttúrulegu atvinnuleysi sýnt (hægri ás) og breyting verðbólgu (vinstri ás) þar sem verðbólga er reiknuð sem meðaltalsverðbólga

næstu tveggja ára (mæling fyrir árið 1980 sýnir þá meðaltalsverðbólgu árána 1980 og 1981). Nauðsynlegt er að skilgreina verðbólguna á þennan hátt vegna þess að spenna á vinnumarkaði skilar sér í launa- og verðlagsþróun á tveimur árum á þessu tímabili.

Af myndinni má sjá að verðbólga eykst þegar atvinnuleysi er lægra en náttúrulegt atvinnuleysisstig en það er í samræmi við kenninguna. Þegar atvinnuleysi er lægra en náttúrulegt stig þess fara laun og verðlag hækkandi. Mikil eftirspurn eftir vinnuafli veldur launaskriði en einnig nýjum kjarasamningum sem leiða til nýrrar verðbólgu-hrinu.

Við höfum sýnt fram á að peningamálastefnan, vaxtalækkanir og gengisbreytingar hafa áhrif á eftirspurn og þar með framleiðslu til skamms tíma með því að lækka raungengi og bæta viðskiptajöfnuðinn. Breytingar á viðskiptajöfnuði frá einu tímabili til annars eru því oft vísbending um markmið seðlabanka og beitingu peningamálastefnu.

### Rammi 4.3 Baráttan um álagninguna

Nokkru eftir að þeir Friedman og Phelps höfðu sett fram kenningar sínar um náttúrulegt atvinnuleysi komu tveir breskir hagfræðingar fram með túlkun á þessum kenningum sem á ef til vill betur við evrópskar aðstæður þar sem verkalýðshreyfingin er öflugri en í Bandaríkjunum.

Richard Layard og Stephen Nickell settu fram þá kenningu árið 1986 að kjarabaráttu atvinnurekenda og verkalýðshreyfinga fæli í sér baráttu um sem hæsta „álagningu.“ Verkalýðshreyfingin leitast þá við að tryggja launþegum sem hæst laun að gefnu verðlagi í þeim tilgangi að hámarka kaupmátt þeirra. Atvinnurekendur leitast aftur á móti við að tryggja sem hæst verð fyrir afurðir sínar, að gefnum nafnlaunum, til þess að hámarka hagnað. Þegar atvinnurekendur reyna að hækka verð að gefnum launum eru þeir í raun að lækka kaupmátt launa. Verkalýðsfélög leitast því við að auka kaupmátt launa en atvinnurekendur leitast við að minnka hann.

Samkvæmt kenningu þeirra Layards og Nickells getur atvinnuleysið skapað frið í þessari baráttu. Þegar atvinnuleysi eykst þá dregur úr launakröfum verkalýðshreyfingarinnar þar sem forystumenn hennar óttast aukið atvinnuleysi á meðal félagsmanna sinna. Af þessum sökum verður aukið atvinnuleysi til þess að draga úr launakröfum. Þannig er unnt að reikna út það stig atvinnuleysis sem veldur því að launakröfur verkalýðsfélaga séu jafnar launatilboðum atvinnu-rekenda. Þá ríkir friður á vinnumarkaði og atvinnuleysi er jafnt náttúrulegu stigi sínu.



## 4.2 Fjármálastefnan og viðskiptahallinn

Í kafla 3 var farið yfir tengsl fjármálastefnunnar og viðskiptahallans til lengri tíma þegar verðlag hefur aðlagast og framleiðsluþættir eru fullnýttir. Einnig þarf að huga að fjármálastefnu ríkisins til skamms tíma en raungengisáhrif koma þar einnig við sögu.

Aukning ríkisútgjalda eða skattalækkun veldur til skamms tíma aukinni eftirspurn eftir vörum og þjónustu og þar af leiðandi meiri framleiðslu. Aukin framleiðsla og tekjur auka þá peningaeftirspurnina í kjölfar aukinna viðskipta og draga jafnframt úr eftirspurn eftir skuldabréfum. Minni eftirspurn eftir skuldabréfum lækkar verð þeirra og vextir hækka.

En vaxtahækkunin kallar á fjármagnsflutninga til landsins og gengishækkun. Þessi gengishækkun hefur í för með sér hækkun raungengis sem dregur úr útflutningi og eykur innflutning, og þar af leiðandi viðskiptahallann. Þá dregst framleiðsla samkeppnisatvinnuveganna saman vegna versnandi samkeppnisstöðu.

Á þennan hátt vinna gjaldeyrismarkaðurinn og viðskiptahallinn á móti áhrifum aukinna ríkisútgjalda ef gengi er fljótandi. Til langs tíma verða verðlagshækkanir til þess að draga enn frekar úr framleiðsluáhrifum ríkisútgjaldaaukningarinnar. Ef útgjöld eru aukin þegar atvinnuleysi er jafnt náttúrulegu atvinnuleysi myndast þrýstingur á laun og verðlag. Samningar um launahækkanir á vinnumarkaði leiða þá til verðlagshækkana og samkeppnisstaða samkeppnisatvinnuveganna versnar enn frekar. Verðlag hækkar þar til viðskiptahallinn hefur aukist jafnt upphaflegri aukningu ríkisútgjalda. Þá hverfa áhrif á framleiðslu og atvinnu en ríkisútgjöld hafa aukist og viðskiptahalli sömuleiðis.

## 4.3 Hagstjórn, innra og ytra jafnvægi

Áhrifum peningamálastefnu seðlabanka og ríkisfjármálastefnunnar á framleiðslu og viðskiptajöfnuð til skamms tíma þegar verðlag hefur ekki náð að aðlagast breytingum á heildarframboði og heildareftirspurn hefur verið lýst. Sýnt hefur verið fram á hvernig hátt vaxtalækkun veldur lækkun raungengis til skamms tíma, bættum viðskiptajöfnuði og aukinni framleiðslu. Aukin ríkisútgjöld valda hins vegar aukinni eftirspurn og framleiðslu á vörumarkaði til skamms tíma en einnig auknum viðskiptahalla.

Mynd 4.7 sýnir áhrif aðgerða í peninga- og ríkisfjármálum á framleiðslu og viðskiptajöfnuð við fljótandi gengi.

Mynd 4.7 Samband viðskiptajöfnuðar og framleiðslu við fljótandi gengi

Breyting viðskiptajafnaðar	<i>lækkun ríkisútgjalda</i>	<i>vaxtalækkun</i>	0
	<i>vaxtahækkun</i>	<i>hækkun ríkisútgjalda</i>	
	0		Framleiðslubreyting

Peningamálastefna getur ýmist aukið framleiðslu og viðskiptaafgang (vaxtalækkun eða gengislækkun) eða dregið úr framleiðslu og aukið viðskiptahalla (vaxtahækkun eða gengishækkun). Ekki er því hægt að nota aðgerðir í peningamálum einar sér til þess að draga samtímis úr framleiðslu og halla á viðskiptum við önnur lönd.

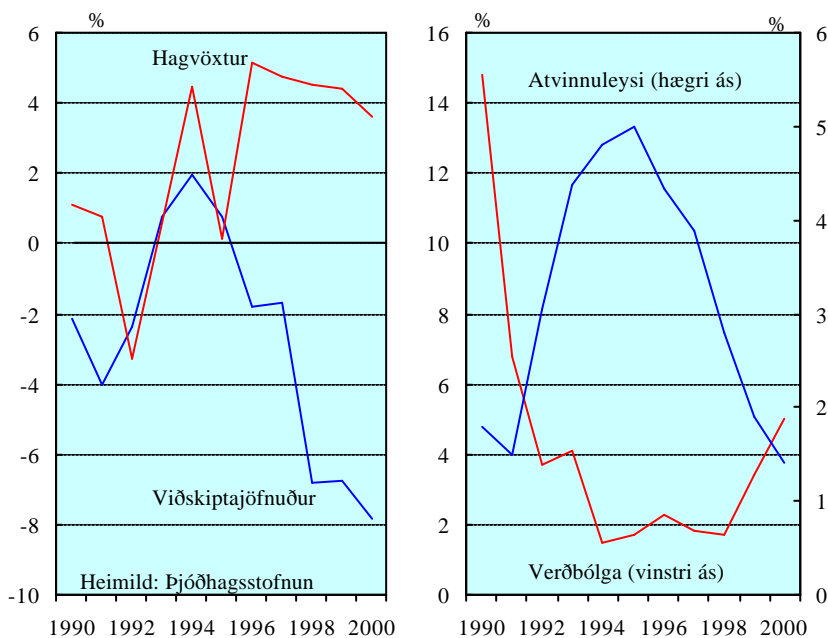
Fjármálastefnan getur aukið framleiðslu og viðskiptahalla eða dregið úr þeim. Ekki er því hægt að nota aðgerðir í fjármálum samtímis til þess að auka framleiðslu og draga úr viðskiptahalla.

Ef peninga- og fjármálaaðgerðum er hins vegar beitt samtímis er unnt að hafa áhrif á framleiðslu og viðskiptajöfnuð um leið. Ef við viljum til dæmis draga úr framleiðslu og viðskiptahalla samtímis þarf aðhald í ríkisrekstri að koma til. Ef ekki er pólitískur vilji til þess að draga saman seglin á þeim vettvangi verður að beita peningamálastefnunni en takið eftir að hún getur ekki náð báðum markmiðum samtímis. Ef reynt er að draga úr eftirspurn með peningamálastefnunni, þ.e.a.s. með vaxtahækkunum, verður það til þess að auka viðskiptahallann og ef reynt er að draga úr viðskiptahallanum, þ.e.a.s. með vaxtalækkun, eykst eftirspurn og um leið framleiðsla.

### *Hagstjórnarvandinn á Íslandi*

Frá miðjum tíunda áratugnum hefur halli á viðskiptum Íslands við önnur lönd vaxið ört. Í lok áratugarins var atvinnuleysi lítið, spenna að myndast á vinnumarkaði og verðlag tekið að hækka, sjá mynd 4.8. Verðbólga var einnig nokkru hærri en í helstu viðskiptalöndum.

Mynd 4.8 Hagvöxtur og viðskiptajöfnuður, atvinnuleysi og verðbólga, 1990–99 (spár 2000)



Ekki er unnt að rekja viðskiptahallann á Íslandi til neyslujöfnunar vegna framboðs-skella þar sem hagvöxtur hefur verið mikill, sjá mynd 4.8. Hugsanlegt er þó að væntingar um hjarta framtíð hafi leitt til þess að heimilin hafi tekið lán til að auka neyslu út á væntanlegan tekjuauka og fyrirtækin aukið fjárfestingu vegna vonar um meiri arð í framtíðinni. Eins og áður hefur verið fjallað um eykur það velferð að jafna neyslu á milli tímabila, hvort heldur sem kreppir að eða að blómlegri tímar eru í vöndum, svo lengi sem væntingar reynast réttar.

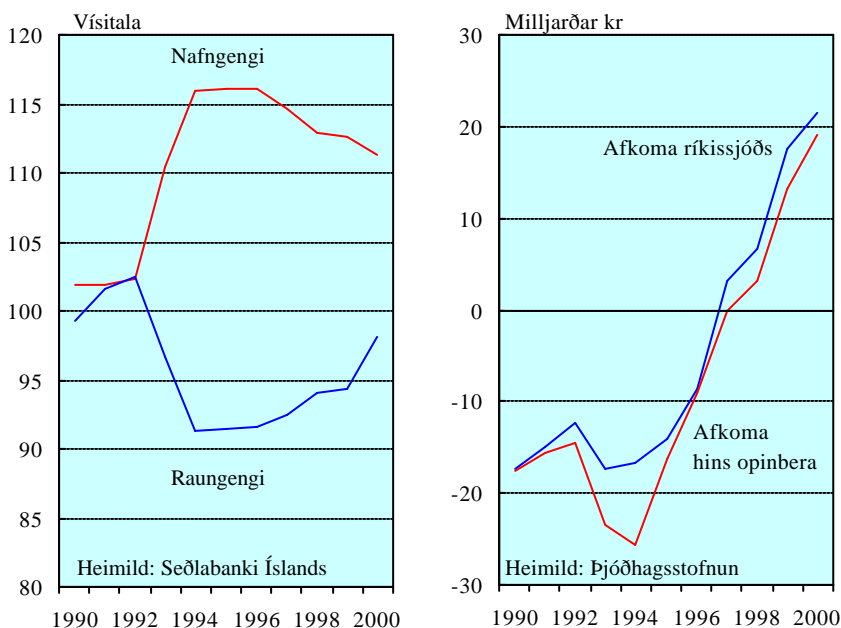
Eins er líklegt að mikill hagvöxtur og viðskiptahalli stafi af mikilli aukningu fjárfestingar og einkaneyslu sem rekja megi til aukinna útlána á fjármagnsmörkuðum í kjölfar meira frelsis, auk annarra tímabundinna aðstæðna svo sem eignaverðbólgu.

Vandi hagstjórnar þessa stundina felst í því hvernig unnt sé að stemma stigu við bæði vaxandi verðbólgu og viðskiptahalla. Unnt er að draga úr verðbólguþrýstingi og viðskiptahalla samtímis með því að lækka ríkisútgjöld eða hækka skatta. Afgangur á rekstri ríkissjóðs síðustu tvö árin bendir til þess að reynt hafi verið að minnka eftirspurn í hagkerfinu. Ef tillit er einnig tekið til sveitarfélaga er afgangurinn nokkru minni, sjá mynd 4.9. Aðgerðir í fjármálum hafa einar og sér ekki nægt til að draga úr þenslu og viðskiptahalla.

Áhrif peningamálastefnunnar hafa verið meiri. Vextir hafa verið mun hærri hér á landi en í helstu viðskiptalöndunum, sjá mynd 4.1 hér að framan. Mikill vaxtamunur olli fyrst í stað lækkun gengisvísitölu krónunnar og þar með hækkun raungengis þegar fjármagn streymdi til landsins, en um mitt ár 2000 tók raungengið að lækka. Á árinu hefur Seðlabankinn hækkað stýrivexti sína fjórum sinnum, síðast í lok október, og lagt stund á bein inngríp á gjaldeyrismarkaði í þeim tilgangi að koma í veg fyrir gengislækkun og meðfylgjandi hækkun verðlags. Þannig hefur peningamálastefnan verið notuð til þess að ná jafnvægi inn á við, þ.e.a.s. stöðugu verðlagi, en ytra jafnvægi hefur verið fórnað.

Peningamálastefnan hefur þannig valdið háu vaxtastigi, innstreymi fjármagns og hækkun raungengis sem lækkað hefur innflutningsverðlag og aukið eftirspurn eftir innflutningi og þar með viðskiptahallann. Hátt raungengi skerðir einnig stöðu samkeppnisatvinnugreinanna þar sem útflutningur þeirra er verðminni í íslenskum krónum og bætir það enn á hallann. Aukið innstreymi fjármagns eykur einnig útlánþenslu eins og vikið verður að í 5. kafla. Af þróun viðskiptahallans að dæma hafa áhrif peningamálastefnunnar verið meiri en áhrif fjármálastefnunnar.

Mynd 4.9 Afkoma ríkissjóðs og hins opinbera 1990–99 (spá 2000), gengisvísitala krónunnar og raungengi á mælikvarða verðlags, 1990–sept. 2000



Auk hagstjórnarákvarðana ríkisvaldsins hafa þættir eins og eignaverð áhrif á einkaneyslu, fjárfestingu og viðskiptahalla en eitt helsta einkenni uppsveiflu tíunda áratugarins er mikil hækkun eignaverðs.

#### 4.4. Áhrif eignaverðs á eftirspurn

Í kafla 2 kom fram að jöfnun neyslu á milli tímabila getur leitt til viðskiptahalla. En hvernig meta neytendur hvort ástæða sé til þess að breyta neyslumynstri sínu, þ.e. hvort grundvöllur sé til þess að taka lán og auka neyslu og hvaða þættir hafa áhrif á væntingar fyrirtækja um ávöxtun fjárfestingar? Breytingar á eignaverði, t.d. verði hlutabréfa, gætu sagt okkur eitthvað um þróun framleiðslu og hagnaðar í framtíðinni ef verðið endurspeglar væntanlegt núvirði framtíðargreiðslna.

Hækkun eignaverðs ætti þá að valda neysluaukningu og viðskiptahalla í nútíð en viðskiptaafgangi í framtíð þegar framleiðsla og hagnaður hafa aukist.

Ef eignaverð sveiflast hins vegar án þess að breyting verði á framtíðarhorfum er um spákaupmennsku að ræða og er þá talað um eignaverðbólú. Þá endurspeglar verðið ekki væntanlegt núvirði framtíðargreiðslna. Í þessu tilviki geta neysla og framleiðsla aukist vegna auðsáhrifa til skamms tíma með meðfylgjandi viðskiptahalla. Þennan halla er þá ekki unnt að réttlæta með þeim hagkvæmissjónarmiðum sem lýst var í 2. kafla.

Auk hlutabréfa eiga flest heimili fasteignir. Breytingar á fasteignaverði geta sömuleiðis endurspeglar væntanlega framtíðarþróun á leigumarkaði. Kvótæign í fiskveiðum er séríslenskt fyrirbæri, en líklegt er að sú hækkun á kvótaverði sem varð á tíunda áratugnum hafi leitt til auðsáhrifa hjá þeim hluta heimilanna sem eiga kvóta. Einkum er líklegt að þetta hafi verið svo í fyrstu þegar mikill hluti kvótans var í eigu fjölskyldufyrirtækja en ekki í eigu hlutafélaga með dreifðri eignaraðild eins og síðar varð. Hinu má svo ekki heldur gleyma að auðsáhrifin geta ekki síður orðið til þess að minnka neyslu en til að auka hana þegar hlutabréf eða fasteignir falla í verði.<sup>10</sup>

Til þess að gera sér grein fyrir því hversu mikil áhrif eignaverðs á einkaneyslu gætu verið er gagnlegt að hafa til hliðsjónar mat á því hvað einstaklingur gæti aukið neyslu sína mikið ef eignir hans hækkðu skyndilega í verði. Til þess að einfalda dæmið gerum við ráð fyrir því að hann eyði öllum hagsaukanum í neyslu á líftíma sínum og hugi ekki að því að skilja arf eftir handa afkomendum sínum. Tafla 4.1 sýnir hver möguleg neysluaukning á hverju ári er við gefna (hreina) raunávöxtun fjármuna og þann tíma sem einstaklingurinn á eftir ólífað.

---

<sup>10</sup> Fjölmargar rannsóknir hafa verið gerðar til að meta áhrif eignaverðs á einkaneyslu. Slíkar rannsóknir eru þó ýmsum erfiðleikum bundnar og mikilli óvissu undirorpnar. Niðurstöður þeirra hafa verið ærið mismunandi, enda þótt allar sýni að slíkar áhrif eru fyrir hendi, t.d. sýna niðurstöður rannsókna á neysluhneigð í kjölfar eignaverðsbreytinga, að jaðarneysluhneigð liggur á bilinu 1 til 10, sjá t.d. Poterba (2000).

Tafla 4.1 Auðsáhrif á neyslu

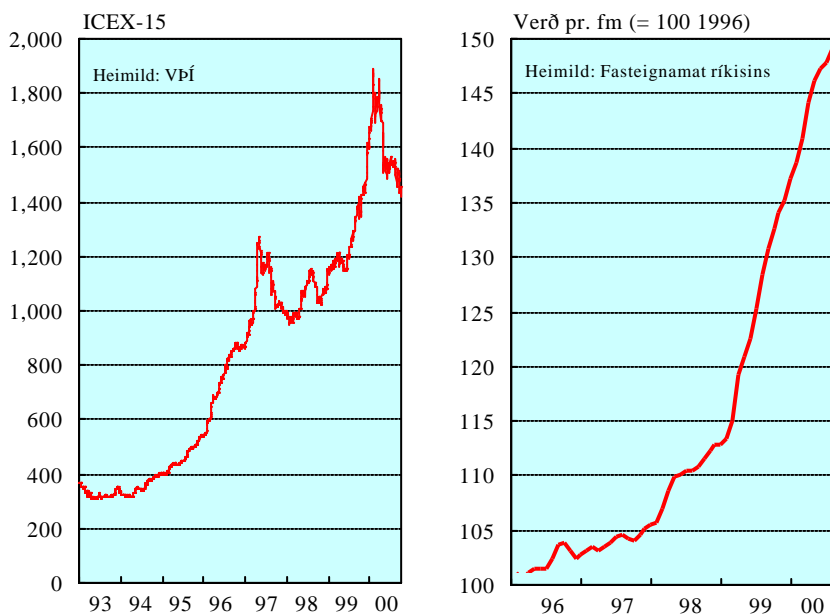
Raunávöxtun	Sjóndeildarhringur		
	15 ár	30 ár	40 ár
1%	7.4%	3.8%	2.7%
3%	8.1%	5.0%	4.0%
5%	9.2%	6.2%	5.3%
7%	10.3%	7.5%	6.9%

Heimild: Poterba (2000)

Ef auður einstaklingsins eykst skyndilega, til dæmis um 1 milljón kr., hann á eftir að lifa í 30 ár og raunávöxtun er 3% þá getur einstaklingurinn aukið neyslu sína árlega um 5% af eignaaukningunni, eða um 50 þúsund kr. á ári.

Á mynd 4.10 er þróun hlutabréfavísitölu Verðbréfaþings Íslands og vísitala fermetraverðs íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu sýnd.

Mynd 4.10 Þróun hlutabréfavísitölu VPÍ tímabilið 31. des. 1992–20. okt. 2000 og fermetraverðs fasteigna á höfuðborgarsvæðinu tímabilið jan. 1996–ágúst 2000



Eins og sést á myndinni hefur orðið gríðarleg hækkun á verði hlutabréfa og fasteigna og ekki er ólíklegt að hækkunin hafi leitt til auðsáhrifa sem aftur hafa leitt til aukins innflutnings á neyslu- og fjárfestingarvörum og þar af leiðandi aukins viðskiptahalla. Samkvæmt mati Íslandsbanka-FBA er markaðsverðmæti hlutabréfa á Íslandi um 58% af þjóðarframleiðslu sem er sambærilegt við það sem þekktist, t.d. í Danmörku og Japan

en mun lægra en í Bandaríkjunum og Svíþjóð. Hækkun hlutabréfaverðs getur því leitt til mikilla neyslubreytinga vegna auðsáhrifa. Úrvalsvísitala VPÍ hefur hækkað um 32% frá því í janúar 1999 sem gæti því leitt til neysluaukningar sem næmi allt að 1% af þjóðarframleiðslu ef forsendurnar í dæminu við töfluna hér að framan eru notaðar.

Helsta vandamálið við að meta áhrif eignaverðs á neyslu er að tímasetja áhrifin og meta hvort neysluáhrifin komi jafnt fram á öllum tímabilum eða hvort þau dreifist með einhverjum öðrum hætti milli tímabila. Hærra eignaverð *verður* að koma fram í neyslu einhvern tímann hvort sem það er á líftíma einstaklingsins sjálfs eða ekki. Ef hann lætur erfingjum eða hinu opinbera eftir allan hagsaukann mun neyslan einfaldlega aukast síðar en ella.

Tölfræðilegar rannsóknir gefa vísbendingar um að eignaverð hafi áhrif á einkaneyslu. Könnuð voru áhrif fasteigna-, kvóta-, og hlutabréfaverðs á innflutning varanlegrar og óvaranlegrar neysluvöru tímabilið 1990–99. Niðurstöður benda til þess að hækkun kvóta- og fasteignaverðs hafi áhrif á innflutning en vísbendingar um þátt hlutabréfaverðs voru mjög veikar. Sambandið á milli þessara stærða er nokkuð flókið og margir aðrir þættir sem ekki er tekið tillit til gætu haft áhrif á þróun þeirra. Nefna má að neysla virðist hafa áhrif á eignaverð sem gæti bent til þess að sameiginleg orsök, t.d. auknar ráðstöfunartekjur, hafi aukið neyslu og eftirspurn eftir eignum.

Niðurstaðan fyrir tímabilið sem skoðað var er í besta falli veikt tölfræðilegt samband á milli eignaverðs og innflutnings varanlegra og óvaranlegra neysluvara. Sterkasta orsakasambengið virðist vera frá kvótaverði til neyslu. Það útilokar þó ekki að þættirnir eigi sér sameiginlega orsök sem rannsóknin tekur ekki til. Með vaxandi verðmætum sjávarfangs hefur kvótaverð hækkað en verðmætin hafa einnig hækkað laun sjómanna vegna hlutaskiptakerfisins sem aftur leiðir til almennrar hækkunar launa, eins og rannsóknir hafa sýnt fram á.<sup>11, 12</sup>

### *Glópagleði*

Með hliðsjón af miklum hækkunum á verði hlutabréfa undanfarin ár hafa efasemdir vaknað um að meiri hagnaður í framtíðinni muni standa undir svo háu verði. Í Bandaríkjunum, þar sem þessi þróun hefur verið hvað skýrust, telja margir að verðið sé komið langt upp fyrir skynsamleg mörk og það sé ekki spurning um hvort heldur

---

<sup>11</sup> Sjá: Gylfi Zoëga, Marta Skúladóttir og Tryggvi Þór Herbertsson (1999).

<sup>12</sup> Einnig verður að taka þessum niðurstöðum með nokkrum fyrirvara þar sem tímabilið sem rannsóknin tekur til er afar stutt og ennfremur kann hin háa tíðni gagnanna, sem eru mánaðarleg, að valda því að hagræn langtímasambönd komi síður fram. Gera má ráð fyrir að eignaverð hafi aðeins farið að skipta máli á síðastliðnum tveimur árum og því komi áhrifin á neyslu ekki skýrt fram þegar gögn fyrir síðustu tíu ár eru notuð. Að lokum er líklegt að valréttur starfsmanna sem rutt hefur sér til rúms undanfarið leiði til auðsáhrifa. Tíminn einn mun leiða í ljós hvort eignaverðshækkun sú sem orðið hefur undanfarin ár hafi óyggjandi haft áhrif á neyslu, þ.e. þegar betri tölfræðigögn liggja fyrir.

hvenær hlutabréfaverð lækki, sjá t.d. Shiller (2000). Þessi skoðun byggist m.a. á því að hlutfall hlutabréfaverðs og hagnaðar fyrirtækja sé afar hátt í sögulegu samhengi.

Hlutfall hagnaðar af landsframleiðslu er nokkuð stöðugt, um 17% hér á Íslandi. Ef hagnaðurinn á að standa undir virði hlutabréfanna þarf annað hvort hagnaður sem hlutfall af landsframleiðslu að aukast mikið frá því sem nú er, eða hagvöxtur í framtíðinni að verða meiri en dæmi eru um áður. Ef hagnaðarhlutfallið eykst munu launþegar annað hvort fá minna í sinn skerf en áður, sem er ólíklegt í ljósi umræðunnar um náttúrulegt atvinnuleysi hér að framan, eða framleiðni vinnuafls mun vaxa svo mjög að ekki þurfi nema hluta þess vinnuafls sem fyrirtækin nota nú.

Í töflu 4.2 má sjá hver meðalhagvöxtur í framtíðinni þarf að vera til að uppfylla nokkur pör V/H-hlutfalla og ávöxtunarkröfu, sjá einnig ramma 4.5.

Tafla 4.2 Samband V/H-hlutfalls, ávöxtunarkröfu og hagvaxtar

V/H hlutfall	Raunávöxtunarkrafa					
	6%	8%	10%	12%	14%	16%
5	-11.7%	-10.0%	-8.3%	-6.7%	-5.0%	-3.3%
10	-3.6%	-1.8%	0.0%	1.8%	3.6%	5.5%
15	-0.6%	1.3%	3.1%	5.0%	6.9%	8.8%
20	1.0%	2.9%	4.8%	6.7%	8.6%	10.5%
25	1.9%	3.8%	5.8%	7.7%	9.6%	11.5%
30	2.6%	4.5%	6.5%	8.4%	10.3%	12.3%
35	3.1%	5.0%	6.9%	8.9%	10.8%	12.8%
40	3.4%	5.4%	7.3%	9.3%	11.2%	13.2%
45	3.7%	5.7%	7.6%	9.6%	11.5%	13.5%

Ef t.d. V/H-hlutfall allra fyrirtækja er 30, sem var u.þ.b. meðalhlutfall fyrirtækja á aðallista VPÍ árið 1999, og gerð er 8% ávöxtunarkrafa þarf meðalhagvöxtur í framtíðinni að vera 4,5% á ári. Ef hins vegar V/H-hlutfallið er 45, sem er gildið sem var á S&P-composite vísitölunni í Bandaríkjunum í janúar 2000, þarf meðalhagvöxtur að vera 5,4% á ári. Þessar hagvaxtartölur eru óraunhæfar þegar til lengri tíma er litið.

En hver er skýringin á þessum miklu hækkunum? Hugsanlega má rekja væntingarnar um hagnað í framtíðinni til talsmanna nýja hagkerfisins, en í því áttu fyrirbæri eins og verðbólga og hagsveiflur að heyrja sögunni til og mikil framleiðniaukning að mynda gríðarlegan hagnað hjá fyrirtækjum.

Seðlabankastjóri Bandaríkjanna, Alan Greenspan, lét fyrir nokkrum misserum þau ummæli falla að menn mættu ekki fyllast glópagleði (e. *irrational exuberance*) þegar að hlutabréfakaupum kæmi. Þess má nú sjá merki í Bandaríkjunum að verð á



hlutabréfum hafi staðnað og það jafnvel lækkað og þá einkum hjá þeim fyrirtækjum sem tengjast nýja hagkerfinu og skráð eru í Nasdaq-vísitölunni.

### Fjárfesting

Eignaverð felur í sér mikilvægar upplýsingar um arðsemi fjárfestingar. Ef mikill vöxtur hagnaðar er fyrirsjáanlegur í tiltekinni atvinnugrein ættu hlutabréf fyrirtækja í þeirri grein að seljast háu verði samanborið við stofnkostnað fyrirtækjanna og verð á framleiðslutækjum. Þetta ætti að öðru jöfnu að hvetja til aukinnar fjárfestingar í slíkri starfsemi þar sem hagnaður er fólgin í því að stofna fyrirtækið og selja síðan hlutabréf þess.

#### Rammi 4.4 Íslenski hlutabréfamarkaðurinn

Verð hlutabréfa hefur hækkað mikið hér á landi undanfarin ár eins og víðast hvar annars staðar. Tvö algeng hlutföll sem notuð eru til að meta hlutabréfaverð eru V/H og Q-hlutfall. V/H-hlutfallið sýnir heildarmarkaðsvirði fyrirtækis deilt með hagnaði síðasta árs og gefur það því vísbendingu um hve dýr hlutabréf eru í samanburði við arðsemi fyrirtækja. Helsti ókostur hlutfallsins felst í miklum breytileika milli tímabila þar sem hagnaður getur sveiflast mikið á milli ára.

Vegna þess hve hlutabréfaviðskipti hafa verið stunduð í stuttan tíma hér á landi er erfitt að greina þróun V/H-hlutfalls íslenskra hlutabréf. Í töflunni hér að neðan eru meðaltals V/H og Q-hlutföll hlutabréfa á aðallista Verðbréfaþings Íslands sýnd.

#### Kennitölur hlutabréfa á aðallista VPÍ

	1997	1998	1999
V/H hlutfall	24.4	23.1	30.9
Q hlutfall	2.0	2.4	3.2

Heimild: FBA

Til samanburðar má nefna að í upphafi þessa árs var V/H-hlutfall bandarískra hlutabréfa í SP-super composite vísitölunni um 44,3, sjá Schiller (2000). Á tuttugustu öldinni var V/H-hlutfallið að meðaltali um 15 sem samrýmist um 2% meðalhagvexti við 9% ávöxturnakröfu og er það því afar hátt nú.

Q-hlutfallið hefur einnig hækkað umtalsvert hér á landi síðustu ár og ætti það að koma fram í aukinni fjármunamyndun en fjárfesting hefur einmitt aukist mikið undanfarin ár.

Hlutfallið milli markaðsvirðis fyrirtækis og stofnkostnaðar kallast Q-hlutfallið. Nóbelsverðlaunahafinn James Tobin notaði þessa breyту til þess að lýsa hegðun fjárfesta. Samkvæmt kenningunni á hátt hlutabréfaverð að öðru jöfnu að leiða til mikilla fjárfestinga.

### 4.5 Hvað gerist ef viðskiptahalli er viðvarandi?

Hér að framan hefur verið lýst áhrifum breytinga á heildareftirspurn sem stafa af hagstjórnaraðgerðum ríkisvaldsins og áhrifum eignaverðs á viðskiptahalla til skamms tíma. Viðskiptahallinn getur verið mikill um tíma vegna áhrifa slíkra eftirspurnarbreytinga. Spurningin er þá sú hversu miklar áhyggjur stjórnvöld eigi að hafa af slíkri þróun.

Mikill og viðvarandi viðskiptahalli leiðir til eignaminnkunar innlendra aðila erlendis eða aukningar á erlendum skuldum. Slík skuldasöfnun getur valdið lækkun á ráðstöfunartekjum í framtíð og þar með lægri neyslu. Neysla er aukin í nútíð á kostnað neyslu í framtíð. Slíkt þarf þó ekki að gerast ef viðskiptahallinn er notaður til þess að kosta innlenda fjárfestingu. Ef slík fjárfesting er arðsöm getur lántakan leitt til aukinnar neyslu bæði í nútíð og framtíð. Áhyggjur manna af viðskiptahalla beinast því oft að því hvort neysla þurfi á minnka þegar frá líður. Þetta getur orðið af þremur mismunandi ástæðum sem kunna að liggja að baki þeirrar aukningar neyslu eða fjárfestingar sem er orsök viðskiptahallans:

- Aukning neyslu á sér rætur í slakri stjórn á fjármálum heimilanna en ekki í skynsamlegum væntingum um hærri tekjur þeirra síðar meir.
- Aukning neyslu á sér rætur í slakri fjármálastjórn hins opinbera sem hefur hækkað útgjöld eða lækkað skatta umfram það sem stig hagsveiflunnar vísaði til.
- Aukning fjárfestingar er óarðbær vegna mistaka í ákvörðunum fyrirtækja, lánastofnana eða opinberra aðila.

Í öllum þessum tilvikum hlýtur síðar meir að þurfa að glíma við viðskiptahalla án þess að á móti komi aukin þjóðarframleiðsla. Lífskjaraskerðing er þá fyrirsjáanleg og hallinn hverfur einungis ef neysla minnkar. Í öllum tilvikum er um að ræða einhvers konar mistök í hegðun eða stjórnun. Þegar ekki er um neina slíka bresti að ræða er lítil ástæða til að hafa áhyggjur af hallanum og hagstjórn getur beinst að öðrum markmiðum. Séu brestirnir aftur á móti fyrir hendi í allverulegum mæli er æskilegt að beita stjórn peningamála og fjármála til þess að draga úr hallanum.

Stjórnvöld leysa þennan vanda oft á þann hátt að láta „lítinn“ viðskiptahalla afskiptalausan en reyna að stemma stigu við „miklum“ halla. Spurningin er því hve mikill viðskiptahallinn þarf að verða áður en gripið er til aðgerða. Í þessu sambandi veldur það vandkvæðum að illmögulegt er að meta hversu mikinn halla þarf á hverjum tíma til þess að nýta hag af viðskiptum milli tímabila. Enn fremur er ljóst að slíkur

„viðskiptahalli í kjörstöðu“ getur breyst á ófyrirsjáanlegan hátt. Nánar er vikið að þessu í kafla 6.

#### Rammi 4.7 Er viðskiptaafgangur alltaf eftirsóknarverður?

Er einhver ástæða til þess að hafa áhyggjur af afgangi á viðskiptum við útlönd til lengri tíma litið? Viðskiptaafgangur veldur eignasöfnun innlendra aðila erlendis og hún getur haft óhagræði í för með sér til að mynda:

- Unnt er að verja innlendum sparnaði í fjárfestingu innanlands eða kaup á erlendum eignum. Ef sparnaðurinn er fluttur út, þ.e.a.s. hann er ekki notaður til þess að kosta innlenda fjárfestingu, leiðir slíkt til þess að innlendir fjármagnsstofn vex minna en æskilegt er og þar með fjölgar innlendum atvinnutækifærum ekki sem skyldi.
- Ljóst er að ýmis ytri áhrif fylgja innlendri fjárfestingu sem ekki verða þegar fjárfest er í erlendum eignum. Þannig verður stundum til þekking við innlenda fjárfestingu sem getur komið öðrum fyrirtækjum og jafnvel atvinnugreinum til góða. Sem dæmi má nefna að þegar jarðgöng eru byggð innanlands myndast þekking sem unnt er að nota við frekari jarðgangnagerð og þegar lagt er í nýjan atvinnurekstur, t.d. forritagerð eða annan nýiðnað, þá myndast aukin þekking í þjóðfélaginu um rekstur slíkra fyrirtækja.
- Erfiðara er að skattleggja erlendar eignatekjur en innlendar og vanskil erlendra skuldunauta geta haft áhrif á þjóðarhag ólíkt innlendum vanskilum. Þannig minnkar þjóðarauður þegar erlendir skuldunautar komast í vanskil eða verða gjaldþrota.

#### 4.6 Samspil viðskiptahalla og fjármálakerfis

Gerum nú ráð fyrir að gengið fljóti og seðlabanki hafi hækkað vexti í þeim tilgangi að draga úr innlendri eftirspurn og verðbólgu. Af framansögðu má vera ljóst að vaxtahækkun leiðir til hækkunar raungengis og aukins viðskiptahalla. Raungengishækkunin veldur lækkun á verði innflutnings og lækkun neysluverðs. Kaupmáttur eykst og dregur úr kröfum um launahækkanir á vinnu-markaði. Seðlabankinn nær þannig því markmiði sínu að draga úr eftirspurn og minnka líkurnar á því að verðbólga aukist.

Vaxtahækkun seðlabanka er því skynsamleg ef hætta er á vaxandi verðbólgu. Eftirspurn eftir vörum og þjónustu dregst saman vegna minni útflutnings og meiri innflutnings og þar með lækkar atvinnustigið og spennan á vinnumarkaði. Ef vextir eru hækkaðir nægilega mikið er jafnvel mögulegt að atvinnuleysi hækki svo mikið að verkalýðsfélög sætti sig við kjör félagsmanna sinna og atvinnurekendur komi ekki af

stað launaskriði. Við bætist að innflutningsverðlag lækkar sem veldur því að kaupmáttur eykst þó að ekki hafi komið til hækkunar nafnlauna.

En þessari hagstjórn fylgir skuggi vaxandi viðskiptahalla. Þannig næst eftirspurnin meðal annars niður með því að vaxandi hluti einkaneyslu sé innfluttur og útflutningur dragist saman. Minni eftirspurn og vaxandi viðskiptahalli eru tvær hliðar á sömu mynt.

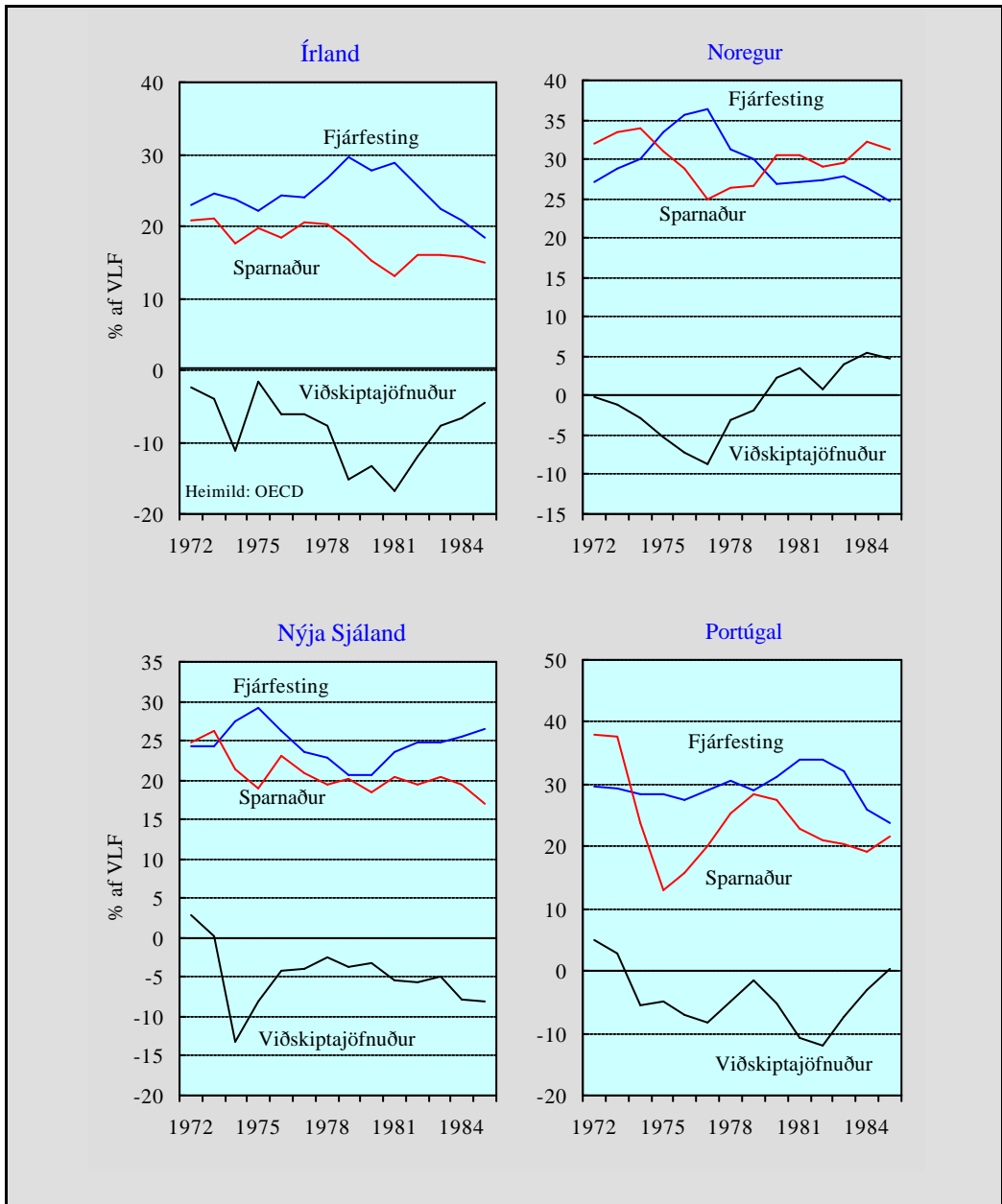
Ef eftirspurn og framleiðsla hafa einungis aukist tímabundið er fyrirsjáanlegt að unnt sé að lækka vexti í náninni framtíð. Þá verður viðskiptahallinn einungis tímabundinn og ef til vill ekki mikil ástæða til þess að hafa áhyggjur af þróun hans. Ef hins vegar nauðsynlegt er að halda vöxtum háum í lengri tíma, t.d. 2–5 ár, vaknar sú spurning hvort neikvæður viðskiptahalli sé hættulegur almennum efnahagslegum stöðugleika.

Hér að framan var lýst nokkrum þeim þáttum sem hafa verður í huga við mat á viðskiptahallanum. Rétt er þó að benda á frekari ástæður þess að viðvarandi og mikill viðskiptahalli geti haft hættur í för með sér.

Hér á landi hafa frjálsir fjármagnsflutningar einkum farið í gegnum bankakerfið. Þannig hefur vaxtamunurinn kallað á miklar erlendar lántökur viðskiptabankanna sem þeir hafa síðan endurlánað til innlendra aðila, ýmist í innlendri eða erlendri mynt. Eins og umfjöllunin hér á eftir ber með sér stafar hættan af miklum viðskiptahalla hugsanlega ekki af mikilli greiðslubyrði í framtíðinni heldur af samspili hagstjórnar og fjármálakerfisins.

### Rammi 4.8 Viðskiptahalli í öðrum löndum

Lærdómsríkt er að líta á reynslu annarra þjóða af miklum viðskiptahalla. Á meðal ríkja innan OECD eru sex dæmi um viðskiptahalla sem nam meiru en 7% af vergri landsframleiðslu tvö ár í röð eða lengur tímabilið 1960-97. Löndin eru Ísland, Írland, Kórea, Noregur, Nýja Sjáland og Portúgal og hér skoðum við nánar fjögur þeirra. Ástæður hallans eru mismunandi eftir löndum. Í Noregi stafaði hallinn af uppbyggingu olúíðnaðarins á áttunda áratugnum, vegna mikila fjárfestinga á Írlandi á árunum 1977-84, vegna minni sparnaðar á Nýja Sjálandi á árum olúkreppunnar 1974-75 og vegna minni sparnaðar í Portúgal árin 1977-78 vegna mikilla fólksflutninga frá nýlendum Portúgala og aftur 1981-83. Í öllum tilvikum má rekja hallann til sérstakra aðstæðna, ýmist tímabundinnar kreppu eða greinilegrar bylgju nýrra fjárfestinga. Einnig er athyglisvert að öll eru þessi lönd lítil opin hagkerfi, sjá umfjöllun í kafla 2.



Viðskiptabankar gegna því hlutverki að veita fjármagni til þeirra fyrirtækja sem mesta arðsemi hafa og í arðbæra og örugga fjárfestingu. Þegar viðskiptabankarnir fjármagna viðvarandi viðskiptahalla með erlendum lántökum og endurlánnum hefur það bein áhrif á útlána- og gengisáhættu þeirra, rekstur og efnahag. Þannig er ljóst að eftirfarandi breytingar verða á rekstri bankanna:

- Erlend lán bankanna aukast og einnig ábyrgðir á erlendri skuldastöðu innlendra viðskiptavina. Gengisbreytingar geta þannig haft veruleg áhrif á eiginfjárstöðu bankanna ef a) bankarnir sjálfir hafa tekið lán og endurlánað í íslenskum krónum, b) stór hluti viðskiptavina sem fengið hefur erlend lán í bankanum getur ekki staðið í skilum. Þannig getur myndast óvissa um þróun eiginfjárstöðu bankanna.
- Útlán bankakerfisins aukast. Til að nýta vaxtamun erlendis og innanlands þurfa bankarnir að auka útlán til núverandi viðskiptavina eða finna nýja viðskiptavini. Upplýsingar bankanna um áreiðanleika nýrra viðskiptavina eru oft takmarkaðar og þannig getur útlánaþensla orsakað aukna útlánaáhættu og útlánatap.
- Ef erlend lán bankanna eru til skamms tíma en útlán til lengri tíma þá eykst áhætta bankanna enn frekar þar sem erlendar vaxtabreytingar hafa áhrif á fjármagnskostnað í framtíð með ófyrirsjáanlegum afleiðingum. Einnig getur skapast mikil hættu ef skammtímainnstreymi fjármagns þornar upp í kjölfar vantrausts erlendra lánardrottna á hagkerfið.
- Síðast en ekki síst verður innlend vaxtahækkun til þess að innlend fjárfesting verður áhættusamari en ella vegna þess að fjárfestar leggja fremur í áhættusama fjárfestingu þar sem arðsvon er ef fjármagnskostnaðar er mikill. Þetta eykur enn á útlánaáhættu bankanna.

Skýrsluhöfundar telja þessa áhættuþætti nægilega mikilvæga til þess að taka heilan kafla undir umfjöllun um stöðugleika lánastofnana og fjármálakerfis.



## 5. Stöðugleiki fjármálakerfisins

Hlutverk fjármálamarkaða og fjármálastofnana er að nýta sparnað á sem arðbæraðan hátt. Einn helsti vandi slíkra markaða er sá að fjármálastofnanir hafa ekki í höndum eins góðar upplýsingar um áhættu og arðsemi fjárfestingar og lántakendur hafa sjálfir. Þetta misræmi í upplýsingum getur haft þær afleiðingar að arðbærir kostir til fjárfestingar og útlána séu ekki nýttir.

Fjárfestingu fylgir ávallt óvissa um framtíðarafrakstur. Hagkvæmt er að ráðast í fjárfestingu ef væntanlegur afrakstur vegur upp þá áhættu sem í óvissunni felst. Hagkvæmasta magn fjárfestingar ræðst því af þessum tveimur mikilvægu þáttum, óvissu og væntanlegum afrakstri.

Vegna skorts á upplýsingum er sú óvissa sem lánastofnanir standa frammi fyrir yfirleitt meiri en hin raunverulega óvissa sem fjárfestingum fylgir. Við ákvarðanir um útlán taka stofnanirnar mið af eigin óvissu og þar sem hún er oftast meiri en hin raunverulega óvissa verður fjárfesting almennt minni en hagkvæmt er. Af þessu leiðir að því ósamhverfari sem upplýsingar eru, þeim mun færri arðbærir fjárfestingarkostir eru nýttir.

Í viðleitni sinni til þess að leysa þennan upplýsingavanda hafa stofnanir fjármálakerfisins þróast á svipaðan hátt um heim allan. Þetta skýrir til dæmis mikilvægi langtímatengsla banka og viðskiptavina þeirra sem er eitt helsta einkenni allrar bankastarfsemi. Orðstír lántakanda skiptir þá máli fyrir framtíðarviðskipti og þeim verður annað um að ganga ekki á hag bankans með því að leyna upplýsingum eða taka mikla áhættu. Bankar geta einnig aflað upplýsinga um rekstur viðskiptavina sinna með því að fylgjast með þróun innistæðna og notkun yfirdráttarheimilda. Reynslan af fyrri lánveitingum gefur einnig upplýsingar um áreiðanleika fyrirtækis sem skuldunautar. Á þennan hátt er einfaldara en ella að bregðast við umsóknum um frekari lántökur. Upplýsingasöfnun banka og langtímatengsl þeirra við lántakendur gerir þeim þannig kleift að glíma við margs kyns vandamál sem koma upp við miðlun fjármagns.

Segja má að öll bankastarfsemi felist í því að safna upplýsingum og fylgjast með rekstri fyrirtækja í því skyni að ávaxta eigið fé bankans sem best. Unnt er að velja úr bestu viðskiptavinina og jafnframt hafa áhrif á hegðun þeirra þannig að hag bankans sé sem best borgið. Í þessum kafla verður fjallað um nokkur vandamál sem stjórnendur fjármálastofnana standa frammi fyrir og áhrif peningamálastefnunnar á umfang þeirra.



## 5.1 Markaðsbrestir

Öll fjármálastarfsemi glímir við vandamál sem kallað hefur verið *freistnivanda* (e. moral hazard). Hugtakið var upphaflega notað til þess að lýsa hegðun einstaklinga gagnvart tryggingum. Fullkomin trygging gegn tjóni verður þá til þess að tryggingataki sýnir minni varkárni en ella og líkur á tjóni aukast.

Þegar einstaklingur tryggir bíl sinn semur hann við tryggingafélag um að greiða fast iðgjald gegn því að félagið bæti honum það tjón sem hann kann að verða fyrir. Talað er um freistnivanda þegar tryggingakaupi freistast til að sýna ekki fyllstu varúð. Sá tryggði hefur minni hvata til þess að koma í veg fyrir tjón þegar áhættan hefur færst yfir á tryggingafélagið. Til að draga úr freistnivandanum bregðast tryggingafélög við með því að innleiða sjálfsábyrgð í bifreiðatryggingar. Í ramma 5.1 má sjá fleiri dæmi um hvaða myndir freistnivandinn getur tekið á sig.

Annað skylt vandamál í bankastarfsemi gengur undir nafninu *hrakval* (e. adverse selection). Hrakval verður þegar fyrirtæki leitast við að gera greinarmun á viðskiptavinum sínum á grundvelli sérkenna þeirra en geta það ekki vegna ófullkominna upplýsinga. Ef einstaklingar gera sér grein fyrir sérkennum sínum en fyrirtækin síður geta einstaklingar villt á sér heimildir og er þá talað um hrakval.

Mörg dæmi eru um hrakval og afleiðingar þess. Tryggingafélög vilja að einstaklingar sem líklegir eru til þess að verða fyrir tjóni greiði hærri iðgjöld en aðrir. Flugfélög selja þeim sem nauðsynlega þurfa að ferðast flugmiða á hærra verði en þeim sem ferðast sér til skemmtunar. Þá reyna einstaklingar sem líklegir eru til þess að verða fyrir tjóni að koma því þannig fyrir að þeir séu flokkaðir með þeim sem engu tjóni hafa valdið til að lækka iðgjöld sín og þeir sem þurfa að ferðast í viðskiptaerindum reyna að koma sér í flokk með ferðamönnum.

Til þess að draga úr hrakvali setja fyrirtæki reglur sem hvetja einstaklinga til þess að villa ekki á sér heimildir. Tryggingafélög safna upplýsingum um tjónaferil einstaklinga og ákvarða upphæð iðgjalda í ljósi þeirra. Þeir einstaklingar sem oftast hafa orðið fyrir tjóni greiða þá hærri iðgjöld en hinir sem sjaldnar hafa orðið fyrir tjóni. Flugfélög hafa þá reglu að viðskiptavinir þurfi að gista laugardagsnótt erlendis ef þeir kaupa ódýra farmiða. Þetta leiðir til þess að þeir sem ferðast í viðskiptaerindum gefa sig fram og kaupa dýrari farmiða vegna þess að atvinnurekendur vilja ekki að þeir dveljist erlendis um helgar vegna aukins kostnaðar.

### Rammi 5.1 Dæmi um freistnivanda

Innan hagfræðinnar eru fjölmörg dæmi um freistnivanda og með því að gaumgæfa þau má skilja orsakir ýmissa mikilvægra hagfræðilegra vandamála:

- Á vinnumarkaði er tilhneiging í þá átt að háar atvinnuleysisbætur valdi breyttri hegðun í starfi. Þegar trygging er fengin fyrir afleiðingum atvinnumissis verður ekki lengur jafn mikilvægt fyrir starfsfólk að leggja sig fram til þess að uppfylla væntingar vinnuveitanda. Segja má að starfsfólk falli í þá freistni að auka líkur á atvinnumissi vegna tryggingarinnar. Fyrirtæki bregðast við þessum vanda á ýmsan hátt. Þau greiða kaupauka þegar starfsmaður stendur sig vel, þau verðlauna langa þjónustu með því að láta laun hækka með starfsaldri og sum fyrirtæki veita starfsmönnum sínum eignaraðild í formi hlutabréfa. Síðast en ekki síst neyðast þau oft til þess að hækka laun umfram launasamninga eða það sem almennt er greitt á markaði. Er þá talað um launaskrið. Það atvinnuleysi sem kemur í veg fyrir frekara launaskrið var í kafla 4 nefnt náttúrulegt atvinnuleysi.
- Þegar tryggingafélög sjá um greiðslu sjúkráhuáskostnaðar í skiptum fyrir fast iðgjald verður til hvati hjá sjúklingum og læknum að auka umfang og tilkostnað við lækni meðferð. Báðir aðilar geta verið öruggir um að nægileg læknishjálp sé veitt en tilkostnaður getur vaxið til muna. Þessi vandi er einnig til staðar þegar almannatryggingar standa straum af kostnaðinum.
- Fyrir kemur að stjórnvöld grípa inn í gang efnahagsmála í kjölfar kjarasamninga með gengisfellingum þegar í ljós kemur að launahækkunar hafa reynst atvinnuvegunum ofviða. Þannig geta aðilar vinnumarkaðarinnar freistast til að semja um of há laun. Stjórnvöld tryggja þá fyrir afleiðingum óhóflegra launahækkana, þ.e. samdrætti í framleiðslu og atvinnuleysi, og þá skapast hvati til þess að tefla á tæpasta vað og semja um meiri launahækkunar en ella. Fjölmörg dæmi eru um þennan vanda í atvinnusögu Íslendinga.

Augljós leið til að koma í veg fyrir hrakval á tryggingamarkaði er sú að skylda alla til þess að kaupa tryggingar. Með því er komið í veg fyrir að þeir einstaklingar sem ólíklegir eru til þess að verða fyrir tjóni ákveði að tryggja ekki eigin sínar. Ef ekki væru fyrir hendi skyldutryggingar er ljóst að tryggingamarkaðurinn gæti lent í kröggum. Gefum okkur að iðgjöld séu ákveðin af tryggingafélögum og að þeir einstaklingar sem minnst líkur eru á að verði fyrir tjóni kjósi að spara sér iðgjaldið og tryggi þar af leiðandi ekki. Við það minnka tekjur tryggingafélaganna og þau neyðast til þess að hækka iðgjöldin. Þá kjósa enn fleiri viðskiptavinir að segja upp tryggingum sínum og væntanlegt tjón eykst, sem veldur enn frekari hækkunum iðgjalda, sem leiðir til brottfalls enn fleiri viðskiptavina o.s.frv., allt þar til engin viðskipti með tryggingar

eiga sér stað. Vegna hrakvals getur verið nauðsynlegt að setja lög sem tryggja að allir kaupir ákveðnar mikilvægar tryggingar.

### Rammi 5.2. Dæmi um hrakval

Nokkur dæmi um afleiðingar hrakvals:

- Ein meginástæða þess að ekki eru í boði atvinnuleysistryggingar hjá tryggingafyrirtækjum er sú að þeir sem búa við mest öryggisleysi í starfi yrðu tryggustu viðskiptavinirnir en hinir sem öryggis njóta vilji ekki kaupa tryggingu. Því þyrftu iðgjöld að hækka til þess að standa undir útgjöldum, sem ylli því að þeir sem búa við starfsöryggi heltust enn frekar úr lestinni sem þá leiddi til meiri hækkunar iðgjalda o.s.frv. Af þessum ástæðum er ekki hægt að fela tryggingafyrirtækjum atvinnuleysistryggingar.
- Þegar tryggingafélög sjá um greiðslu lækniþjónustu sækjast einstaklingar, sem sárlega þurfa á lækningu og aðhlyningu að halda, mest eftir þjónustu þeirra. Þannig vill eldra fólk fremur heilsutryggingu en það yngra og sjúkt fólk fremur en heilbriggt. Þótt unnt sé að ganga úr skugga um aldur og heilsufar hvers einstaklings er líklegt að upplýsingar einstaklings um eigin heilsufar séu betri en upplýsingar þær sem tryggingafélagið hefur aðgang að. Sem fyrr er eitt úrræðanna við þessum vanda að láta einstaklinga bera einhverja sjálfsábyrgð. Því hærri sem sjálfsábyrgðin er, því ólíklegri er að einungis þeir sem búa við versta heilsu sækist eftir tryggingu.
- Almennatryggingar leysa hrakval sem tengist sjúkra- og atvinnuleysisbótum en þær duga skammt til þess að leysa freistnivandann. Þannig geta lækningar og sjúklingar freistast til þess að velja dýra lækni meðferð og starfsfólk á vinnustað getur metið starf sitt minna vegna þess að almennatryggingar bæta tjón af miklum kostnaði og atvinnumissi.

## 5.2 Hrakval og freistnivandi í bankastarfsemi

Þeir markaðsbrestir sem lýst er í kafla 5.1 setja mark sitt á alla bankastarfsemi. Þetta á við um samskipti seðlabanka og banka, samskipti bankastjóra og starfsmanna bankanna og umfram allt samskipti banka og lántakenda. Í tímans rás hafa fjármagnsmarkaðir og fjármagnsstofnanir þróast í þá átt að draga úr þessum markaðsbrestum. Ekki er ofsögum sagt að stofnanaumhverfi það sem við búum við megi að verulegu leyti rekja til þeirra vandamála sem hér er lýst.

### *Samskipti seðlabanka og banka*

Mikilvægt hlutverk seðlabanka er að aðstoða innlánsstofnanir þegar eiginfjárstaða þeirra versnar og hætta er á bankaáhlaupi. Ekki er auðvelt fyrir viðskiptavinum að fylgjast

með rekstrarstöðu þeirra. Með því að taka að sér eftirlit með bönkunum léttir seðlabanki byrði af viðskiptavinum sem nú þurfa ekki að verja tíma sínum í að fylgjast með rekstrarafkomu og lausafjárstöðu viðskiptabanka síns. Þá eykst sparnaður og framboð á lánsfé. Þetta verndarfyrirkomulag kemur einnig í veg fyrir bankaáhlaup þegar grunur vaknar um slæma stöðu bankans. Hættan á bankakreppu minnkar verulega.

Vernd seðlabankans leiðir hins vegar til bæði freistni og hrakvals í starfsemi bankanna. Afleiðingar þessa koma fram í meira útlánatapi. Þannig er öryggi sparifjáreigenda dýru verði keypt, rekstur bankanna verður áhættusamari og útlánatap meira.

Við hugum fyrst að freistnivandanum. Stjórnendum banka er ljóst að ríkisvaldið og seðlabanki koma til hjálpar ef staða bankans veikist mikið. Því er ekki ólíklegt að þeir freistist til þess að taka meiri áhættu í ákvörðunum sínum en þeir myndu ella gera. Þessi tilhneiging getur komið fram á þann veg að lánað sé til áhættusamra framkvæmda eða til kaupa á áhættusömum skuldabréfum og jafnvel hlutabréfum. Þetta stafar ekki af slælegri frammistöðu bankastjóra heldur af gerð stofnanaumhverfisins. En fleira kemur til.

Vegna þeirrar verndar sem seðlabanki og ríkisvald veita geta stjórnámamenn freistast til þess að hafa afskipti af útlánastefnu bankanna. Þeir geta þá beitt sér í þágu lántakenda sem hafa í hyggju fjárfestingu sem skilar óvissum hagnaði. Þegar verst lætur verður þessi tilhneiging svo rík, einkum þegar um ríkisbanka er að ræða, að útlán bankanna fela í sér beina styrki við fyrirtæki sem standa illa fjárhagslega eða hafa lagt í mjög tvísýnar fjárfestingar.

Fyrirtæki, og hugsanlega pólitískir umboðsmenn þeirra, freistast fremur til áhættusamra fjárfestinga þegar eigið fé er lítið vegna þess að þau bera þá ekki sömu ábyrgð á afleiðingum gerða sinna. Þau eru reiðubúin að greiða hærrí vexti og taka meiri áhættu því verri sem staðan er, þ.e.a.s. því meira sem uppsafnað tap er og því verr sem fjárfestingar hafa gengið. Þannig má segja að afskipti stjórnámamanna geti orðið til þess að bankar grípi ekki nægilega snemma í taumana og stöðvi frekari útlán til lántakenda sem eiga í kröggum.

Hrakval verður þegar áhættusæknir einstaklingar sækja í bankastarfsemi til þess að starfa í öruggu skjóli. Þannig geta þeir einstaklingar sem líklegastir eru til þess að taka áhættu sóst eftir að komast inn á bankamarkaðinn vegna þeirrar verndar sem starfsemi banka nýtur. Jafnvel er hægt að hugsa sér að einstaklingar með litla siðferðisvitund þrífist betur í bankastarfsemi en á öðrum vettvangi.

Í ríkisreknu bankakerfi má þá leiða getum að því að þeir stjórnámamenn sem reiðubúnir eru að taka mesta áhættu í útlánum sækist helst til áhrifa í bankaráðum. Þetta gætu verið þeir sem mestra hagsmuna hafa að gæta af útlánum til ákveðinna fyrirtækja eða atvinnugreina.

Í einkareknu bankakerfi er hvati hluthafa til að hafa eftirlit með fjárfestingar- og útlánastefnu bankans minni en ella vegna þeirrar tryggingar sem seðlabanki veitir sem lánveitandi til þrautavara. Því geta stjórnendur banka hámarkað arðsemi svo lengi sem áhætta í bankarekstrinum fer ekki fyrir brjóstið á hluthöfum bankanna. Þannig hafa stjórnendur bæði einkarekinna og ríkisrekinna banka minna aðhald vegna verndar seðlabanka.

Bankar í ríkiseigu búa þó við enn minna aðhald en bankar í einkaeign vegna þess að aðhalds gætir frá hluthöfum. Þá er líklegt að freistnivandi sá sem hér hefur verið lýst verði mikill.

Ekki þarf að fara mörgum orðum um mikilvægi öflugs bankaeftirlits. Við höfum leitt rök að því að starfsumhverfi þeirra sem stjórna bönkum og öðrum fjármálastofnunum bjóði heim mikilli útlánaáhættu. Óháð hæfni og upplagi þeirra einstaklinga sem í hlut eiga verður sú hættu ávallt til staðar að of mikil áhætta sé tekin. Mikilvægt er því að bankaeftirlitið fylgist með rekstri og áhættustjórnun bankanna.

Gera má ráð fyrir að freistnivandinn verði því meiri sem bankastofnanirnar eru stærri þar sem mikilvægara er fyrir stjórnvöld að tryggja rekstur stærstu bankastofnananna vegna mikilvægis þeirra fyrir efnahagslífið. Rannsóknir í Bandaríkjunum sýna að stórir bankar hafa ríkari tilhneigingu til þess að taka áhættu í útlánastarfsemi og er hlutfallslegt útlánatap þeirra af þessum sökum meira en þeirra smærri.

Seðlabankar reyna að stemma stigu við bæði freistnivanda og hrakvali með ýmsu móti. Líta má á bindiskyldu og lánsfjárvæðingarnar sem viðleitni í þessa átt. Seðlabankar skylda banka til þess að halda eftir hluta innlána á reikningi í seðlabanka en það dregur úr líkum á því að bankar komist í vanda vegna djarfrar útlánastefnu.

Bankaeftirlit fylgist með rekstri banka og fjárhagsstöðu. Slíkt ætti ekki einungis að fela í sér eftirlit með eiginfjár- og lausafjárstöðu bankanna heldur einnig með því hvernig áhættustjórn er háttað innan bankanna.

Upplýsingaskylda er og lögð á bankastofnanir og þær skyldaðar til þess að birta rekstrar- og efnahagsreikninga reglulega. Mikilvægt er að viðskiptavinir, seðlabanki og stjórnvöld geti veitt bönkum aðhald á grundvelli ítarlegra upplýsinga um rekstur þeirra og efnahag.

### *Afskriftir útlána á Íslandi*

Í kjölfar Ólafslaga, sem sett voru árið 1979, varð verðtrygging lána meginregla í útlánaviðskiptum á Íslandi. Neikvæðir raunvextir höfðu fram til þess tíma gert mörgum fyrirtækjum auðvelt um vik. Á níunda áratugnum lagðist fjármagnskostnaður af fullum þunga á atvinnugreinar og fyrirtæki sem áður höfðu starfað í skjóli neikvæðra raunvaxta. Mikil umskipti urðu á íslensku atvinnulífi þegar rótgróin fyrirtæki eins og Samband íslenskra samvinnufélaga komust í þrot.

### Rammi 5.3 Sparisjóðakreppan í Bandaríkjunum

Gott dæmi um alvarlegar afleiðingar freistni og hrakvals er sparisjóðakreppan í Bandaríkjunum á níunda áratugnum. Miklar breytingar höfðu orðið á fjármagnsmörkuðum vestra og nýjar tegundir verðbréfa komið til sögunnar, svo sem *áhættubréf* (e. *junk bonds*). Áhættubréf eru skuldabréf sem vafi leikur á um hvort nokkurn tíma fáist greidd en bjóða þess í stað upp á mjög háa væntanlega ávöxtun. Jafnframt var bönkum veitt aukið frelsi í fjárfestinga- og útlánastarfsemi, áður hafði bönkum verið meinað að greiða innlánsvexti yfir vissu marki. Til þess að standast samkeppni bankanna urðu sparisjóðirnir nú að hækka innlánsvexti. Til þess að vega á móti þeim kostnaði freistuðust þeir til að leggja út í áhættusöm útlán í greinum sem þeir voru lítt kunnugir og þá ekki síst í áhættubréfum.

Ítök sparisjóðanna í stjórnámálum áttu meðal annars þátt í að ekki var gripið til aðgerða tímanlega. Þannig voru mörg dæmi um stjórnámálamenn sem beittu sér í þágu sparisjóða í skiptum fyrir fjárframlög. Fræg voru afskipti öldungadeildarþingmannanna Concini, McCain, Cranston, Glenn og Riegle sem þegið höfðu 1,3 milljón dollara í kosningasjóði sína frá Charles nokkrum Keating. Í staðinn fyrir fjárframlög beittu þingmennirnir sér fyrir því við bankaeftirlitsmenn að sýna sparisjóði Keatings vægð. Kostnaður skattgreiðenda af gjaldþroti sjóðsins reyndist á endanum vera 2,6 milljarðar dollara.

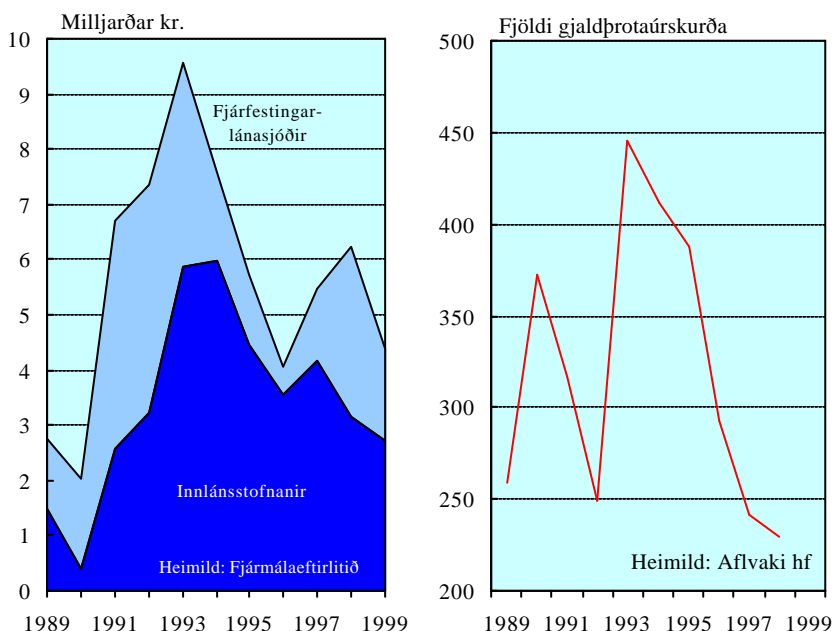
Annar vandi var sá að eftirlitsmenn höfðu oft hag af að fela vandann þar til hann var orðinn mjög mikill. Í stað þess að viðurkenna strax að ákveðnir sjóðir hefðu tekið of mikla áhættu og stefndu í gjaldþrot var oft brugðist við með því að reyna að fela vandann. Þar kom þrýstingur frá stjórnámálamönnum einnig við sögu enda eiga bankaeftirlitsmenn sem aðrir opinberir starfsmenn frama sinn undir þeim.

Um mitt ár 1989 var hert á reglum um rekstur sparisjóðanna og uppsafnað tap var greitt. Alls nam kostnaðurinn af þessu ævintýri 150 milljörðum Bandaríkjadala sem voru meira en 50 þúsund krónur á hvert mannsbarn í Bandaríkjunum.

Heimild: Mishkin (1997)

Í lok níunda áratugarins kom síðan hrina áfalla, svo sem aflabrestur, rýrnun viðskiptakjara, hækkun raungengis og mikil raunvaxtahækkun, er jók enn á erfiðleika fyrirtækja. Allt þetta varð til þess að vanskil jukust hjá fjármálastofnunum og árið 1993, þegar útlánatapið varð hvað mest, nam útlánatap 4,7% af heildareignum bankanna og 3,9% af heildareignum banka og fjárfestingarlánasjóða, sjá Má Guðmundsson og Tryggva Björn Davíðsson (2000). Á mynd 5.1 hér að neðan má sjá útlánatap banka og fjárfestingarlánasjóða og fjölda gjaldþrotaúrskurða félaga tímabilið 1989-99.

Mynd 5.1 Útlánatap íslenskra fjármálastofnana og fjöldi gjaldþrotáurskurða félaga 1989-99



Eins og sést á myndinni náði útlánatapið hámarki árið 1993 þegar tæpir 10 milljarðar töpuðust. Þetta ár var einnig mesti fjöldi gjaldþrotáurskurða félaga á tímabilinu, en 446 félög voru úrskurðuð gjaldþrota árið 1993. Alls töpuðu íslenskar fjármálastofnanir tæpum 62 milljörðum króna á árabilinu 1989-99 á lokaársverðlagi ársins 1999.

Eins og gefur að skilja kom þetta mikla útlánatap illa við fjármálakerfið og í kjölfar breyttra alþjóðareglna um eiginfjárhlutfall banka sem tóku gildi í byrjun árs 1993 þurftu stjórnvöld að koma Landsbanka Íslands til aðstoðar með því að veita honum 2 milljarða króna eiginfjárframlag. Einnig fékk bankinn 1 milljarðs víkjandi lán frá Tryggingasjóði viðskiptabanka og 1,25 milljarðs víkjandi lán frá Seðlabanka Íslands. Samhliða þessum ráðstöfunum var lögum um Tryggingasjóð viðskiptabanka og Tryggingasjóð sparisjóða breytt á þá lund að þeim var nú heimilt að taka allt að 3 milljarða króna lán með ríkisábyrgð til þess að geta veitt innlánsstofnunum víkjandi lán í því skyni að bæta eiginfjárstöðu þeirra.

Leiða má að því rök að þeir markaðsbrestir sem lýst var hér að framan hafi aukið útlánatap íslenska bankakerfisins. Dæmi voru um að lántakendur hefðu veruleg ítök í stjórn bankanna og nægir þar að nefna að á níunda áratugnum voru formenn bankastjórna tveggja banka hér á landi jafnframt stjórnarformenn fyrirtækja sem voru meðal stærstu skuldunauta sömu banka. Ekki er með þessu dæmi ýjað að því að þeir

menn sem hér um ræðir hafi aðhafst eitthvað misjafnt heldur er dæmið tekið til að sýna hversu alvarlegur freistnivandinn getur orðið. Þegar stjórnarmaður í banka beitir sér fyrir því að frekari lán séu veitt til fyrirtækis sem hann er tengdur, eða hefur áhrif í þá átt með setu sinni í stjórninni einni saman, er hann um leið að taka áhættu fyrir hönd bankans í þágu eigin fyrirtækis. Því traustari sem bankinn er í sessi, vegna ríkisábyrgðar og verndar seðlabanka, því meiri er freistingin. Á þennan hátt getur ríkisábyrgð og óskýr aðgreining hagsmuna valdið óhóflega áhættusamri útlánastefnu.

Þegar eigið fé fyrirtækja rýrnar vegna tapreksturs eða ógætilegrar fjárfestingar veldur það því að stjórnendur taka meiri áhættu en ella. Eins og komið hefur fram er ástæðan einföld. Því minna sem eigið fé er, þeim mun minni er sjálfsábyrgðin, þ.e. áhættan sem fyrirtækið tekur sjálft, og því meiri er væntanleg arðsemi fjárfestingarinnar. Mikil áhætta er hins vegar ekki að skapi lánardrottna. Ef sami einstaklingur er í fyrirsvari bæði fyrir bankann og lántakanda gæti hann auðveldlega fallið í þá freistni að leyfa áhættusamar fjárfestingar á kostnað bankans. Því verri sem eiginfjárstaða fyrirtækisins er því meiri verður freistingin. Freistnivandinn er þá tvenns konar. Í fyrsta lagi taka stjórnendur of mikla áhættu fyrir hönd bankans vegna verndar seðlabanka. Í öðru lagi freistast þeir, nú sem stjórnendur fyrirtækisins, til að velja áhættusama fjárfestingarkosti. Afleiðingarnar fyrir bankann og eiginfjrstöðu hans geta þá orðið slæmar eins og dæmin sýna.

### *Samskipti banka og lántakenda*

Lánveitingar viðskiptabanka hafa í för með sér greiðslur vaxta og afborgana óháð því hve vel lántakandinn ávaxtar féð. Ef illa fer og fjárfesting ber engan arð verður bankinn fyrir tjóni nema fyrir liggja trygging eða veð af hálfu lántaka. Við þessar aðstæður kunna að koma upp freistnivandamál og hrakval. Lántakandi freistast til þess að taka meiri áhættu en ef hann sæti einn uppi með skellinn ef illa færi. Hrakvalið birtist í því að lánsúmsóknir verða í ríkari mæli frá áhættusæknum einstaklingum sem leggja í tvísýnar fjárfestingar. Verulegur hluti starfsemi viðskiptabanka felst í að kljást við þessi vandamál.

Bankar safna upplýsingum um lántakendur og vegna þess að þeir eru í flestum tilfellum tryggir viðskiptavinir geta bankarnir einokað upplýsingarnar og komið þannig í veg fyrir að aðrir bankar og lánastofnanir geti hagnýtt sér þær. Með þessu móti getur banki hagnast af því að ávaxta innlánsfé á betri máta en aðrir bankar og innlánsstofnanir. Best reknu bankarnir eru þeir bankar sem geta aflað mestra upplýsinga um viðskiptavinir sína, valið þá úr sem áreiðanlegastir eru og hvatt þá til hegðunar sem tekur hæfilegt mið af áhættu frá sjónarhóli bankanna.

Bankarnir grípa til ýmissa beinna aðgerða til þess að draga úr umfangi freistni og hrakvals. Þegar fjárfestir sækir um lán þarf hann að upplýsa bankann um lánshæfi sitt, svo sem fyrri lántökur, skilaferil og fjárfestingaráætlanir, og oft þarf hann að setja fram tryggingar. Því meira sem lántakandi leggur undir, þeim mun meiri hvata hefur hann til þess að gæta varfærni í fjárfestingum. Mikið eigið fé fyrirtækja minnkar líkur á að þau



falli í freistni og taki of mikla áhættu í fjárfestingum sínum og er góð eiginfjárstaða lánumsækjenda því mikilvæg á sama hátt og góð veð. Fyrirtæki sem fjármögnuð eru að verulegu leyti með lánsfé eru hins vegar líklegri til þess að taka mikla áhættu. Þegar lánin hafa verið veitt reyna bankar að fylgjast með framkvæmdum og kostnaði. Augljóst er að auðveldara er fyrir banka að hafa áhrif á hegðun lántakenda ef þeir eru tryggir viðskiptavinir. Þeir hafa hvata til þess að mynda trúnað við bankann þar sem traust hefur áhrif á ákvarðanir um lánveitingar síðar meir.

Bankar sérhæfa sig oft í lánnum til tiltekinna atvinnugreina. Helsti kostur sérhæfingar er sá að starfsmenn bankans fá meiri innsýn í rekstur fyrirtækja í ákveðnum greinum sem auðveldar þeim til muna að koma auga á áhættusamar fjárfestingar. Gallinn á þessu fyrirkomulagi er hins vegar sá að rekstur bankanna verður áhættusamari fyrir vikið þar sem áföll sem dynja kunna á einstökum atvinnugreinum hafa mikil áhrif á útlánatap og arðsemi bankanna.

Háir vextir bjóða heim auknu útlánatapi ef ekki eru fyrir hendi fullkomin veð. Við slíkar aðstæður gildir að því áhættusamari sem fjárfesting er, því meiri er væntanleg arðsemi hennar þar sem bankar tryggja fastan vaxtakostnað og taka á sig tapið þegar illa fer. Af þessu leiðir að þegar vextir eru hækkaðir er hætt við að áhættusömum fjárfestingum fjölgi á kostnað öruggra fjárfestinga. Bankar setja sig þannig í aukna hættu þegar vextir eru hækkaðir.<sup>13</sup>

Augljóst er að ef vextir eru mjög háir leituðu færri fjárfestar eftir lánsfé og þeir sem það gerðu hefðu áhættusama fjárfestingu í huga. Af þessum sökum felst hámarks hagnaðar viðskiptabanka ekki endilega í að hafa útlánsvexti í hámarki. Því hærri sem vextirnir eru, þeim mun hærri eru vaxtagreiðslur þeirra sem standa í skilum en þeim mun meira verður útlánatapið. Gera má ráð fyrir því að eitthvert ákveðið stig útlánavaxta hámarki hagnað bankanna.

### 5.3 Stöðugleiki fjármálakerfisins

Breyttar aðstæður geta gert þau vandamál sem hér hefur verið lýst enn erfiðari viðureignar og dregið þannig úr stöðugleika fjármálakerfisins.<sup>14</sup> Það getur ekki sinnt því hlutverki sínu að beina fjármagni til arðbærra fjárfestinga eins vel og áður, sem getur leitt til minni fjárfestingar en ella og þar af leiðandi minni umsvifa í hagkerfinu. Eftirfarandi þættir geta dregið úr stöðugleika fjármálakerfisins.

---

<sup>13</sup> Joseph Stiglitz og Andrew Weiss (1981).

<sup>14</sup> Þessi kafli er að miklu leyti byggður á Mishkin (1997, 1999).

### *Aukin óvissa*

Aukin verðbólga eða verulegar gengisbreytingar auka óvissu um væntanlega arðsemi fjárfestingarkosta. Erfiðara verður þá að rekja óarðbærar fjárfestingar til mistaka stjórnenda eða mikillar áhættu í upphafi fjárfestingar. Við þessar aðstæður eykst freisting til að velja áhættusamari fjárfestingarkosti vegna þess að hægt er að kenna um óviðráðanlegum utanaðkomandi þáttum ef illa fer. Efnahagslegur óstöðugleiki dregur því úr virkni fjármálakerfisins.

### *Lækkun eignaverðs*

Lækkun á hlutabréfa- og fasteignamörkuðum rýrir eigið fé fyrirtækja og eignastöðu heimila. Því minna sem eigið fé er, þeim mun meiri áhættu eru stjórnendur tilbúnir að taka á ábyrgð bankans sem situr uppi með verðlitlar eignir ef illa fer. Bankar gera sér því góða grein fyrir áhrifum eiginfjárstöðu á hegðun lántakenda og verða fjármálamarkaðir af þessum sökum virkari eftir því sem eiginfjárstaða fyrirtækja batnar. Umfang útlána eykst og fjárfesting að sama skapi.

Á sama hátt veldur lækkun eignaverðs því að eiginfjárstaða fyrirtækja versnar og stjórnendur freistast frekar til þess að taka áhættu, bankar draga úr útlánnum og fjárfesting minnkar. Skyndilegar og miklar breytingar á verði hlutabréfa og fasteigna geta þannig valdið óstöðugleika í fjármálakerfinu. Þetta á einnig við um heimilin. Þegar verð á fasteignum og hlutabréfum lækkar versnar eignastaða heimilanna. Þau geta ekki veðsett eignir sínar að sama marki og áður, áhyggjur bankanna af áhrifum freistni og hrakvals aukast, útlán minnka og fjárfesting í íbúðarhúsnæði minnkar. Minni eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði getur þá valdið enn frekari lækkun á fasteignaverði, samdrætti útlána o.s.frv.

Að lokum geta breytingar á verði hlutabréfa og fasteigna einnig valdið breytingum á eiginfjárstöðu banka. Þegar eigið fé þeirra rýrnar dragast útlán saman en einnig eykst tilhneiging til þess að taka aukna áhættu í fjárfestingu og útlánnum eins og áður var lýst. Lækkun fasteignaverðs er m.a. talin ein læsta ástæða bankakreppunnar í Svíþjóð í byrjun tíunda áratugarins.

### *Gengislækkun*

Lækkun krónunnar getur valdið verulegri rýmun eigin fjár fyrirtækja. Ef mikill hluti skulda er í erlendri mynt veldur gengisfelling því að skuldastaðan í krónum versnar og þar með eiginfjárstaðan. Þetta er hinsvegar aðeins skammtímavandi hjá mörgum fyrirtækjum þar sem þau hafa orft tekjur í erlendri mynt.

Gengislækkun getur einnig haft áhrif á eiginfjárstöðu bankanna. Þegar þeir taka lán erlendis og endurlána þau innanlands taka þeir á sig gengisáhættu, ýmist beint með því að endurlána í íslenskum krónum eða óbeint með því að vera milliliður fyrir innlenda skuldunauta sem geta orðið fyrir gengistapi. Þegar eigið fé fyrirtækja minnkar vegna gengissigs hefur það sömu áhrif á bankana og lækkun eignaverðs.

### *Vaxtahækkun*

Hækkun útlánsvaxta hefur ýmsar afleiðingar í för með sér sem geta aukið á óstöðugleika. Hæri vextir auka fjármagnskostnað skuldara og hafa þar með áhrif á lausafjárstöðu þeirra og eigið fé. Því hæri sem vextirnir eru, þeim mun verri er rekstrarafkoma fyrirtækjanna en versnandi eiginfjárstaða getur leitt til áhættusamrar fjárfestingar eins og fram hefur komið.

En háir vextir hafa einnig bein áhrif á fjárfestingarákvarðanir fyrirtækjanna eins og áður var lýst. Þegar vextir eru háir hafa fyrirtæki tilhneigingu til þess að velja fjárfestingarkosti sem hafa meiri áhættu í för með sér og útlánatap bankanna eykst.

### *Verðhjöðnun*

Lækkun verðlags frá einu tímabili til annars felur í sér að skuldir fyrirtækja vaxa að raunvirði. Þannig verður verðhjöðnun til þess að minnka eigið fé fyrirtækja. Slíkt hefur sömu áhrif á útlánastarfsemi og fjárfestingu og lýst er hér að framan.

Við getum dregið þá ályktun að best sé að verðbólga sé lítil og stöðug. Hins vegar er ekki æskilegt að verðlag sé algjörlega óbreytt frá einu tímabili til annars, þ.e. að verðbólga sé engin. Þetta stafar af því að þá eykst hætta á verðhjöðnun sem getur haft skaðleg árif á virkni fjármagnsmarkaða, sjá ramma 5.4.

#### **Rammi 5.4. Fjármálakreppan í Japan**

Aukin samkeppni og minni hagnaður á fjármálamörkuðum í Japan á níunda áratugnum urðu þess valdandi að bankar tóku meiri áhættu í útlánum sínum. Loforð seðlabanka Japans um að grípa í taumana ef bankarnir lentu í vandræðum jók enn á áhættusækni bankanna með þeim afleiðingum að útistandandi lán urðu æ ótraustari þegar leið á áratuginn.

Í lok níunda áratugarins lækkaði verð hlutabréfa mikið og einnig verð á landi sem hafði í för með sér að eigið fé japanskra banka og fyrirtækja minnkaði. Vanskil jukust og bankar dógu úr útlánum. Afleiðingin varð minni fjárfesting og þar með minni heildareftirspurn og landsframleiðsla. Verðbólga hvarf einnig og í nokkur misseri varð verðhjöðnun. Hún bætti gráu ofan á svart með því að auka raunvirði innlendra skulda og gera þar með eiginfjárstöðu fyrirtækjanna enn verri.

Samanlagt tap bankanna nam um 500 milljörðum dollara sem er meira en þrefalt það tap sem varð vegna gjaldþrots sparisjóðanna í Bandaríkjunum.

## 5.4 Hagstjórn og stöðugleiki íslenska fjármálakerfisins

Áriðandi er að velta því fyrir sér hvort viðskiptahallinn hafi gert íslenska fjármálakerfið berskjaldaðra en ella fyrir hugsanlegum áföllum. Ef svo er, hvers konar efnahagsleg atburðarás gæti orðið þess valdandi að bankar og aðrar fjármálastofnanir sinntu ekki hlutverki sínu sem skyldi?

### *Peningamálastjórnin*

Peningamálastefnan hér á landi undanfarin misseri hefur fyrst og fremst miðað að því að halda verðbólgu í skefjum. Stýrivextir Seðlabanka Íslands hafa verið hækkaðir fjórum sinnum það sem af er þessu ári með það að yfirlýstu markmiði að koma í veg fyrir að verðbólga aukist frekar. Einnig hefur Seðlabankinn gripið beint inn í atburðarásina með því að nota gjaldeyrisforðann til þess að verja gengi krónunnar. Nafnvextir innanlands eru nú mun hærri en nafnvextir erlendis, t.d. eru vextir á þriggja mánaða ríkisvixlum um þessar mundir um 6% hærri en sambærilegir vextir erlendis. Vaxta-hækkanirnar hafa valdið hækkun raungengis, samdrætti í útflutningi og aukningu í innflutningi.

Með vaxtahækkunum hafa stjórnvöld leitast við að draga úr eftirspurn og framleiðslu í þeim tilgangi að halda verðbólgu í skefjum. Vaxtahækkanirnar hafa einnig haldið niðri innflutningsverðlagi og þar með dregið úr hækkun á vísitölu neysluverðs. Á þennan hátt er unnt að draga úr líkum þess að aðilar vinnumarkaðarins láti sverfa til stáls og til mikilla launahækkana komi.

En hátt gengi hefur einnig í för með sér lágt innflutningsverðlag og viðskiptahalla sem fjármagnaður er með erlendum lántökum eða fjárfestingum útlendinga hérlendis. Vaxtahækkanir sem hafa í för með sér að vextir innanlands verða hærri en vextir erlendis, sjá mynd 4.1 í 4. kafla, valda fjármagnsstreymi til landsins. Það hækkar nafngengi krónunnar allt þar til væntingar um gengislækkun vega á móti áhrifum vaxtamunarins, sbr. umræðuna í byrjun 4. kafla.

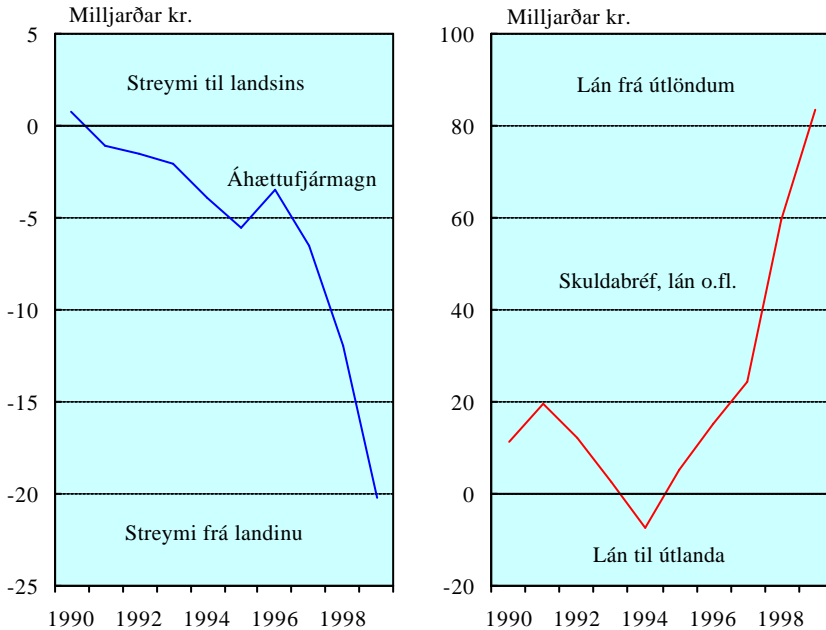
Fjármagnsstreymið stafar af erlendum lántökum innlendra aðila eða fjárfestingum erlendra aðila á Íslandi. Áhrif lántöku banka og fyrirtækja erlendis, hvort heldur er í bönkum eða á fjármagnsmörkuðum, eru sérstaklega athyglisverð, en að öðru leyti getur fjármagnsstreymið falist í því að erlendir aðilar fjárfesti beint innanlands, byggi til dæmis verksmiðjur og kaupi hlutabréf í innlendum fyrirtækjum.

Hækkun vaxta veikir þannig viðskiptajöfnuðinn, a.m.k til skamms tíma, en örvar jafnframt jákvæðan fjármagnsinnflutning þegar til skamms tíma er litið. Þá eru þjóðarútgjöld meiri en þjóðarframleiðsla og hreinar skuldir erlendis vaxa. Mynd 2.9 í kafla 2 sýnir þessa þróun glögglega.

Mynd 5.2 sýnir annars vegar hreint verðmæti seldra skuldabréfa og lána sem tekin voru frá árinu 1990 og hins vegar hreint innstreymi áhættufjármagns (bein erlend fjárfesting

og hlutabréfaviðskipti). Frá 1991 hefur hreint innstreymi áhættufjármagns verið neikvætt, þ.e. Íslendingar hafa fjárfest meira erlendis en útlendingar á Íslandi. Hins vegar er hreint innstreymi vegna lántöku og skuldabréfaútgáfu jákvætt mestan hluta tímabilsins og hefur það vaxið hratt síðastliðin tvö ár.

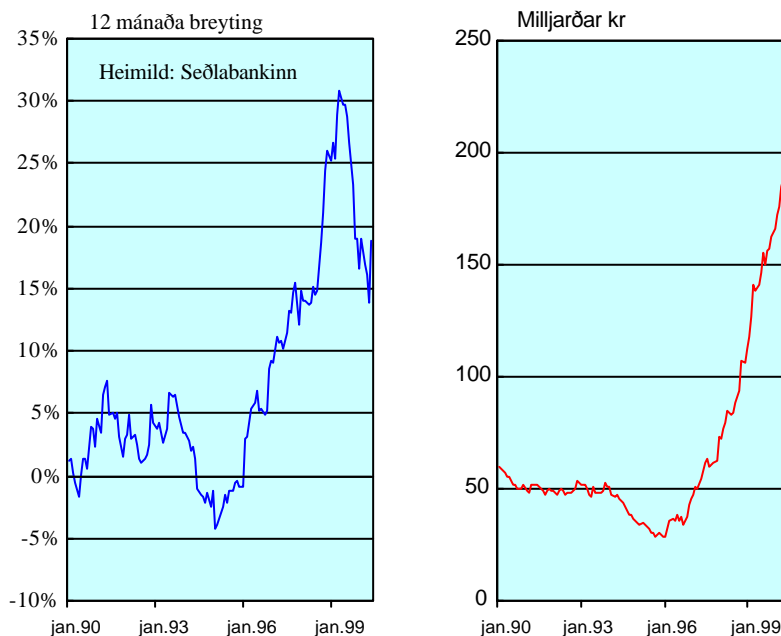
Mynd 5.2 Hreint streymi fjármagns til Íslands 1990- 99



Innstreymi fjármagnsins má skýra með því að bankarnir hafa undanfarin misseri tekið erlend lán á vöxtum sem eru lægri en innlendir vextir og síðan endurlánað fjármagnið til innlendra aðila á hærri vöxtum. Eins og fjallað er um í köflunum hér að framan verða lán tekin í þessum tilgangi allt þar til gengi krónunar hefur hækkað nægilega mikið til þess að væntanleg gengislækkun geri frekari lántökur óarðbærar. Aðhaldsöm peningamálastefna leiðir á þennan hátt til þess að lánastofnanir safna skuldum erlendis, ýmist beinlínis eða í mynd ábyrgða vegna innlendra lána í erlendri mynt. Á mótí hreinum skuldum í erlendri mynt safnast fyrir eignir í útlánum til innlendra aðila sem skráðar eru í íslenskum krónum. Þessi þróun býður margs konar hættum heim.

Mynd 5.3 sýnir vöxt útlána og erlendar skuldir íslenskra innlánsstofnana frá janúar 1990 fram til maí 2000.

Mynd 5.3 Vöxtur útlána (12 mánaða breyting) og erlendar skuldir innlánsstofnana, jan. 1990 - maí 2000



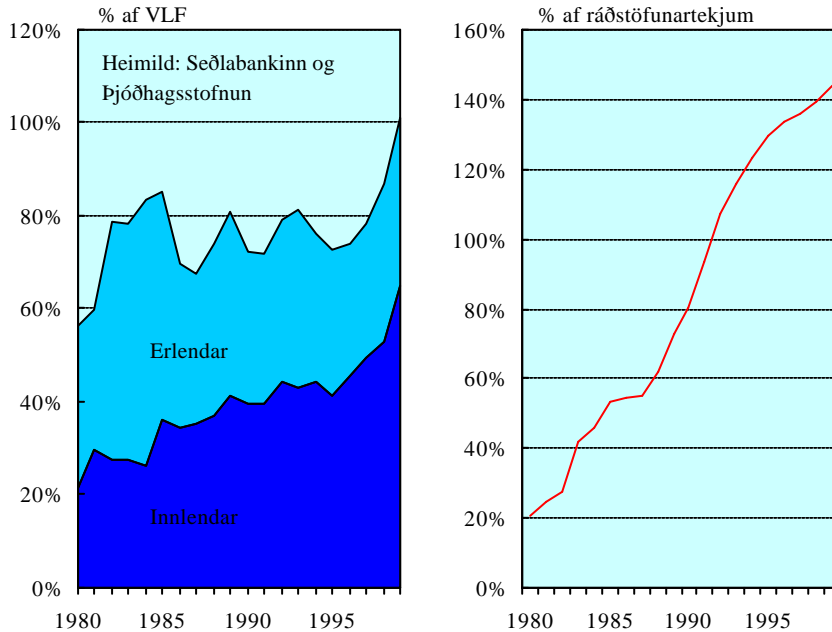
Útlán innlánstofnana tóku að aukast á núverandi hagvaxtarskeiði eins og búast má við í góðæri þegar bjartsýni ríkir um hag heimila og hagnað fyrirtækja. Á tímabilinu október 1997 til október 1998 jukust útlán hins vegar meira en dæmi eru um síðustu fjóra áratugi og jukust þau stig af stigi allt fram í júlí 1999 þegar nýjar reglur um lausafjárskyldu bankanna fóru að segja til sín. En af hverju jukust útlán þetta mikið?

Útlánþenslan stafar að miklu leyti af vaxtamuninum á milli Íslands og útlanda en hann fór vaxandi allt frá haustinu 1998 eins og sjá má á mynd 4.1 í 4. kafla. En fleira kemur til. Í fyrsta lagi virðist yfirvofandi sameining banka í kjölfar hlutfjárvaðingar hafa haft hvetjandi áhrif á útlán þegar bankarnir reyndu að tryggja stöðu sína með því að auka við báðar hliðar efnahagsreiknings. Í öðru lagi hefur samkeppni á milli fjármálastofnana aukist til muna og þær reynt að auka markaðshlutdeild sína með auknum útlánum. Í þriðja lagi ákváðu stjórnvöld að skilja það fé sem fékkst við hlutfjárfsölu ríkisbankanna 1998 og 1999 eftir í bönkunum í því skyni að styrkja þá vegna hugsanlegrar sameiningar. Þetta jók enn við það fé sem bankarnir höfðu til útlána. Í fjórða lagi er hugsanlegt að útlán hafi blátt áfram aukist vegna þess að bankarnir gátu aukið útlán í kjölfar aukins frjálsræðis á fjármagnsmarkaði. Í fimmta og síðasta lagi hefur verið gífurleg eftirspurn eftir lánsfé.

Útlánþenslan hefur leitt til mikillar skuldasöfnunar heimila og fyrirtækja. Þannig jukust skuldir heimila úr 130% af ráðstöfunartekjum í byrjun árs 1996 í 144% í lok ársins 1999 og skuldir fyrirtækja úr 73% af landsframleiðslu ársins 1996 í rúm 90% í

árslok 1999. Þetta gerðist þrátt fyrir að hagvöxtur hafi verið mikill í mörg ár og að kaupmáttur launa hafi aukist um fjórðung á örfáum árum.

**Mynd 5.4** Innlendar og erlendar skuldir fyrirtækja sem hlutfall af landsframleiðslu og skuldir heimilanna sem hlutfall af ráðstöfunartekjum þeirra 1980-99



Hreinar skuldir heimilanna hafa þó ekki vaxið að sama skapi vegna mikillar hækkunar á verði fasteigna og hlutabréfa á árunum 1998 og 1999 eins og fjallað var um í kafla 4.

Niðurstaðan er því sú að rekja megi erlendar lántökur banka og vöxt útlána að einhverju leyti til peningamálastefnu Seðlabankans sem hefur haldið innlendum vöxtum umtalsvert hærri en vöxtum erlendis. Því er eðlilegt að spyrja hvort aðhaldssöm peningamálastefna hafi dregið úr stöðugleika fjármálakerfisins.

### *Stöðugleiki fjármálakerfisins*

Huga þarf sérstaklega að þeim efnahagslegu breytingum sem geta valdið því að markaðsbrestirnir sem hér hafa verið gerðir að umtalsefni magnist. Þá getur dregið úr útlánnum bankanna, virkni fjármálakerfisins og umfangi fjárfestinga. Þegar verst lætur geta slík áföll leitt til fjármálakreppu.

Demirguc-Kunt og Detragiache (1998) skilgreina fjármálakreppu á þann veg að a.m.k. einu eftirfarandi skilyrða sé fullnægt:

- Útlánatöp nema meiru en 10% af eignum.

- Kostnaður við að koma fjármálakerfinu til bjargar nemur meira en 2% af landsframleiðslu.
- Vandamál fjármálakerfisins leiða til þess að hluti bankanna er þjóðnýttur.
- Fjármálakerfið verður fyrir bankaáhlaupi.

Vert er að huga að reynslu nágrannalanda okkar á síðustu áratugum. Auknu frelsi á fjármálamörkuðum fylgir oft hætta á fjármálakreppu eins og frændur okkar á Norðurlöndum fengu að reyna á síðasta áratug.

### *Bankakreppan á Norðurlöndum*

Hér á landi hefur töluvert verið ritað um orsakir og afleiðingar bankakreppunnar á Norðurlöndum í byrjun tíunda áratugarins.<sup>15</sup>

Í kjölfar aukins frelsis á fjármálamörkuðum og útlánþenslu í byrjun tíunda áratugarins varð bankakreppa á Norðurlöndum. Árin 1985-86 jukust útlán bankakerfisins í Noregi um 15-35% á ári og í Svíþjóð um 82% að raunvirði árin 1986-89, sjá Ragnar Hafliðason (1993). Samhliða mikilli útlánaaukningu varð þenslumerkja vart í efnahagslífinu. Þannig varð launaskrið á vinnumarkaði sem olli því að verðbólga óx hraðar en í helstu viðskiptalöndunum með neikvæðum afleiðingum fyrir samkeppnisgreinar. Í því skyni að halda niðri verðbólgu var haldið fast við óbreytt gengi. Afleiðingin var hátt vaxtastig en jafnframt mikil fjárfesting og aukin útlán.

Árið 1991 skall óveðrið á. Útflutningur dróst saman í Finnlandi og Svíþjóð vegna kreppu í viðskiptalöndum þeirra og hás raungengis. Auk þess misstu Finnar mikilvægan útflutningsmarkað þegar Sovétríkin liðu undir lok. Hins vegar jókst útflutningur Norðmanna og Dana árið 1991. Fastgengisstefna Finna og Svía átti í vök að verjast árin 1990 og 1991 en mestar breytingar urðu á gjaldeyrismarkaði árið 1992. Miklar vaxtahækkningar í Þýskalandi vegna sameiningarinnar ullu þrýstingi á gjaldmiðla allra Norðurlandanna. Háir vextir kölluðu á aukið fjárstreymi frá löndunum til Þýskalands og þar með gekk á gjaldeyrisforðann. Aukið frelsi í fjármagnsflutningum á milli landa gerði Norðurlöndunum enn fremur erfiðara fyrir að verja gengi gjaldmiðla sinna.

Viðleitni fjárfesta til þess að verjast gengistapi, ásamt nokkurri spákaupmennsku, varð síðan til þess að fella þurfti gengi finnska marksins í september og sænsku krónunnar í nóvember. Til þess að verja gengi sænsku krónunnar voru stýrivextir hækkaðir í um 500%, sjá Má Guðmundsson og fleiri (1993). Norska krónan var sett á flot í desember eftir að varnir norska seðlabankans höfðu brostið.

---

<sup>15</sup> Sjá t.d. Sigurjón Geirsson (1994), Ragnar Hafliðason (1993), Már Guðmundsson o.fl. (1993) og Þorvald Gylfason (1993).



Samfara almennum samdrætti féll verð á fasteignamarkaði. Lækkun fasteignaverðs rýrði veðtryggingar og olli frekara útlánatapi. Við erfiðleika bankanna bættust áhrif gengislækkana sem juku skuldsetningu þeirra, einkum í Svíþjóð.

Í Noregi, Finnlandi og Svíþjóð var bönkunum veittur beinn ríkisstuðningur. Í lok ársins 1993 nam stuðningur finnska ríkisins samtals 39 milljörðum marka eða sem nam 8% af vergri landsframleiðslu ársins. Í Svíþjóð nam stuðningurinn um 65 milljörðum sænskra króna, um 4,5% af vergri landsframleiðslu ársins. Í Noregi nam stuðningurinn 24 milljörðum norskra króna, um 3,4% af vergri landsframleiðslu. Stuðningur ríkisins fólst í beinum framlögum, víkjandi lánum, ábyrgðum og beinni yfirtöku banka, sjá Sigurjón Geirsson (1994).

Segja má að aðdragandi fjármálakreppunar á Norðurlöndunum hafi verið aukið frelsi á innlendum fjármagnsmörkuðum, mikil viðskipti á alþjóðlegum mörkuðum, útlánaþensla, háir vextir sem notaðir voru til þess að halda genginu uppi, hátt verð á fasteignum og aukin vaxtabyrði fyrirtækja og heimila. Því má segja að núverandi efnahagsástandi á Íslandi svipi í mörgu til þess ástands sem frændur okkar á Norðurlöndunum stóðu frammi fyrir áður en að kreppti í bankakerfinu í byrjun tíunda áratugarins.

### Rammi 5.5 Bankakreppan í Svíþjóð

Í upphafi tíunda áratugarins skall á bankakreppa í Svíþjóð í kjölfar versnandi efnahagsástands. Á níunda áratugnum hafði verið góðæri og efnahagslegt frelsi aukist mikið. Góðærinu fylgdu miklar fjárfestingar, sérstaklega í fasteignum, en verð þeirra hækkaði afar mikið á þessum árum. Á sama tíma var hömlum á fjármálastarfsemi aflétt. Eftirspurn eftir lánsfé varð mikil, bæði vegna góðs efnahagsástands og einnig vegna uppsafnaðrar eftirspurnar frá fyrri árum þegar aðgangur að lánsfé var takmarkaður.

Nýtilkomið frelsi í fjármálastarfsemi leiddi til þess að samkeppni á milli sænsku bankanna jókst og lánshæfiskröfur minnkuðu. Þetta hafði í för með sér mikla útlánaþenslu á árunum 1985-90. Stór hluti lánanna var veittur til byggingar húsnæðis og var mestur hluti þeirra tryggður með veði í fasteignum.

Í upphafi tíunda áratugarins var eitt helsta markmið peningamálastefnu Svía að halda gengi sænsku krónunnar föstu og var vöxtum haldið háum í þeim tilgangi. Vegna hárra vaxta kusu margir sænskir lántakendur að taka lán í erlendum gjaldmiðlum til þess að lækka fjármagnskostnað sinn. Lánin fóru í gegnum bankakerfið en bankarnir tóku erlend skammtímalán og endurlánuðu síðan hluta þeirra til langs eða meðallangs tíma. Þannig tóku bankarnir á sig töluverða gengisáhættu.

Um 1990 urðu mikil umskipti á efnahagsástandinu í Svíþjóð. Hagvaxtarskeiðið tók enda og þrjú samdráttarár fylgdu í kjölfarið. Fasteignaverð lækkaði um meira en helming á einu og hálfu ári. Stjórnvöld fylgdu peningamálastefnu sem miðaði að lágri verðbólgu samfara háum vöxtum sem olli mikilli hækkun raunvaxta. Útlánatap varð mikið.

Hrun evrópska fastgengiskerfisins (ERM) árið 1992 varð til þess að sænska krónan féll eftir nokkra baráttu seðlabankans. Það viðkvæma ástand sem var á fjármagnsmarkaðnum versnaði nú til muna þar sem sænskir skuldunautar skulduðu margir fé í erlendum gjaldmiðlum og skuldir þeirra jukust í einni svipan við fall sænsku krónunnar. Erlendir bankar sem fjármagnað höfðu lántökur sænska bankakerfisins stöðvuðu útlán til Svíþjóðar og um mitt árið 1992 nam útlánatap sjö stærstu bankanna um 12% af þjóðarframleiðslu. Hætta virtist á algeru hruni fjármálakerfisins og stórfelldum samdrætti í útlánum, fjárfestingu og framleiðslu.

Viðbrögð stjórnvalda við bankakreppunni fólust í beinum fjárstuðningi við nokkra stærstu banka landsins auk þess sem sænska þingið samþykkti að ábyrgjast skuldbindingar allra bankastofnana í Svíþjóð. Ríkið tók yfir rekstur Nordbanken árið 1992 og greiddi 10 milljarða sænskra króna í hlutafé. Första Sparbanken fékk einnig ríkisstuðning og ríkisábyrgðir og eftir gjaldþrot Götabanken tók ríkið við öllum skuldbindingum hans.

Santals námu greiðslur sænska ríkisins um 65 milljörðum sænskra króna, um 4,5% af landsframleiðslu ársins 1993, í formi ábyrgða, víkjandi lána og eiginfjárframlaga. Þetta nemur um 70.000 íslenskum krónum á mann á núverandi verðlagi.

Heimildir: Martin Andersson og Staffan Viotti (1999) og Sigurjón Geirsson (1994)

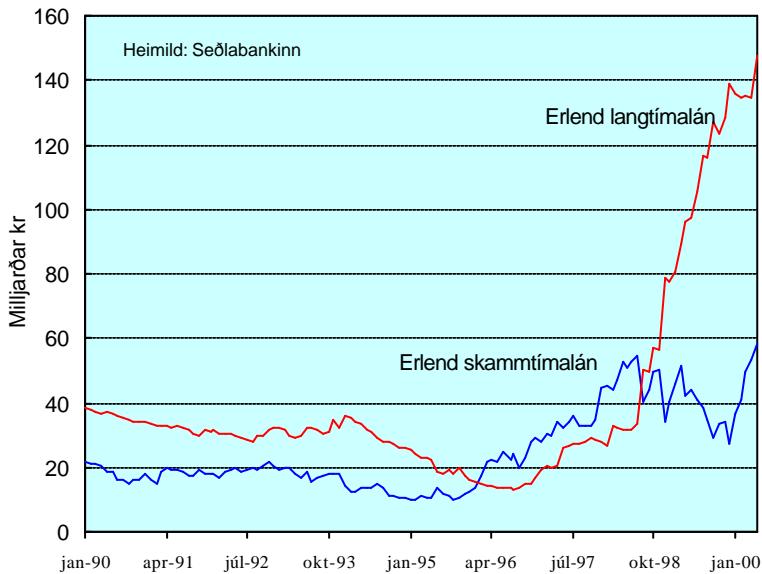
### *Gengisáhætta, útlánatap og eiginfjárstaða bankanna*

Þótt Seðlabankinn haldi fast við hávaxtastefnu sína krefst jafnvægi á skuldabréfa- og gjaldeyrismarkaði þess að gengið sígi smám saman. Svo lengi sem vextir innanlands eru hærri en erlendis mun gengið síga svo að væntanleg arðsemi innlendra og erlendra skuldabréfa sé ávallt hin sama. Ef svo væri ekki myndu fjármagnshreyfingar á milli landa samstundis jafna væntanlega arðsemi skuldabréfa innanlands og utan með gengishækkun. Af þessum ástæðum má ávallt búast við því að fjármálastofnanir sem skuldsettar eru í erlendra mynt verði fyrir gengistapi þegar vextir innanlands eru hærri en erlendis.

Háir stýrivextir Seðlabankans hafa valdið almennri vaxtahækkun undanfarin misseri eins og áður hefur komið fram. Þessi mikla vaxtahækkun hefur kallað á streymi fjármagns inn í landið. Fjármagnsstreymið hefur einkum verið í formi lántöku

innlánsstofnana á erlendum fjármagnsmörkuðum. Mynd 5.5 sýnir erlendar skammtíma-skuldir, þ.e. lán með gjalddaga innan eins árs, og langtímaskuldir innlánsstofnana. Athyglisvert er hve erlend langtímalán hafa aukist mikið eftir mitt ár 1998.

Mynd 5.5 Erlend skamm- og langtímalán innlánsstofnana tímabilið jan. 1990 til maí 2000 á verðlagi september 2000



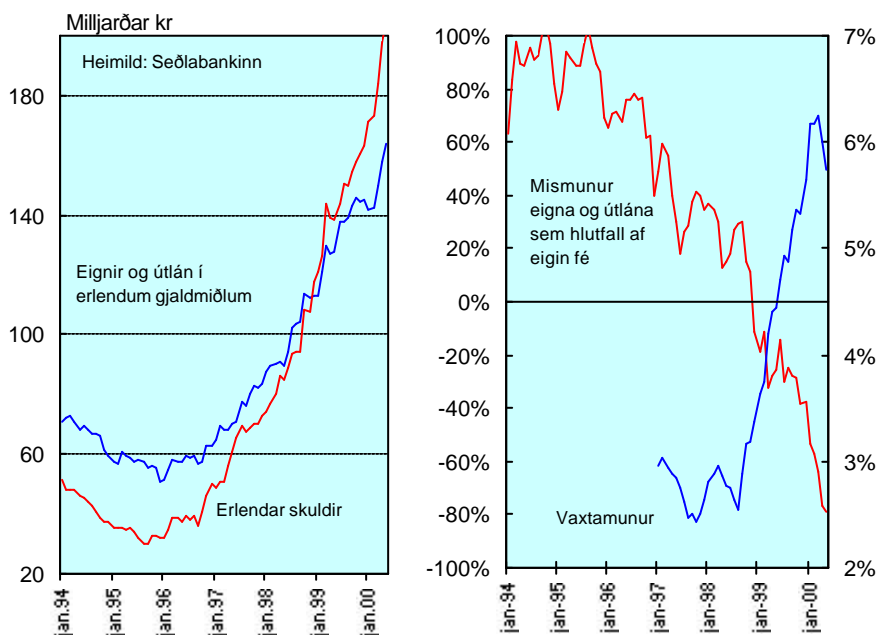
Útlánaaukning innlánsstofnana hefur verið fjármögnuð með erlendri skuldasöfnun og bankarnir hafa hagnast á vaxtamuninum. Kenningin segir að erlend skuldasöfnun haldi áfram allt þar til gengið hefur hækkað það mikið að markaðurinn búist við gengissigi. Þá er væntanleg arðsemi innlendra og erlendra verðbréfa jöfn.

Ef gengi krónunnar lækkaði umtalsvert frá því sem nú er hefði það bein áhrif á eigið fé bankakerfisins. Þau áhrif yrðu því alvarlegri sem (hreinar) skuldbindingar bankanna í erlendri mynt eru meiri.

Frá árinu 1996 hafa erlendar skuldir og eignir bankanna farið stöðugt vaxandi, sjá mynd 5.6. Fram í nóvember 1998 voru eignir bankanna í erlendri mynt, þ.e. eignir erlendis og útlán í erlendri mynt, meiri en erlendar skuldir. Í desember 1998 snerist þetta við og hélst það í hendur við aukinn vaxtamun við útlönd, sjá hægri hluta myndar 5.6. Munur eigna og skulda í erlendri mynt sem hlutfall af eiginfé (skilgreint sem eigið fé og víkjandi lán) sýnir að hreinar skuldir í erlendri mynt eru stöðugt að aukast og var þetta hlutfall komið í rúm 100% í september 2000. Þetta misræmi milli eigna og skulda

bendir við fyrstu sýn til þess að innlánsstofnanir séu afar berskjaldaðar fyrir lækkun gengis. En ekki er allt sem sýnist í þessum efnun.

Mynd 5.6 Erlendar eignir og skuldir innlánsstofnana og vaxtamunur íslenskra og erlendra ríkisvixla



Mikinn hluta af erlendum skuldum innlánsstofnana má rekja til þess að einstaklingar og fyrirtæki eru að taka lán í erlendri mynt og kaupa íslensk verðbréf sem bera hærri vexti en erlendu lánin. Þetta er oft gert í formi framvirkra samninga. Í slíkum samningi felst að innlánsstofnun, fyrir hönd viðkomandi aðila, tekur lán í erlendri mynt og kaupir innlendu verðbréf. Einstaklingurinn eða fyrirtækið skuldbindur sig síðan til að kaupa innlendu verðbréfin af innlánsstofnuninni einhvern tímann í framtíðinni á fyrirfram ákveðnu verði í erlendri mynt.

Ofangreint fyrirkomulag felur í sér að innlánsstofnunin ber enga beina gengisáhættu af þessum viðskiptum. Hins vegar er skuld í erlendri mynt og eign í krónum (innlendu verðbréfin) færð í efnahagsreikning bankanna sem veldur því að mikið gjaldeyris-misræmi virðist vera á milli eigna og skulda og gengisáhætta eftir því mikil. Framvirki samningurinn, sem er utan efnahagsreiknings, veldur því hins vegar að innlendu verðbréfin eru í raun og veru eignir í erlendri mynt út frá sjónarhóli innlánsstofnunarinnar.

Hlutverk innlánsstofnunarinnar er hér fyrst og fremst að ábyrgjast endurgreiðslu lánanna til erlendra lánardrottna í skiptum fyrir hluta af þeim vaxtamun sem er á milli landa. Viðskiptavinir bankanna notfæra vaxtamuninn og eru reiðubúnir til að taka

gengisáhættu en eiga erfitt með beinan aðgang að erlendu lánsfé. Bankarnir koma þá til sögunnar og ábyrgjast endurgreiðslu og gera þannig viðskiptavinum sínum kleift að notfæra sér vaxtamuninn. Með því að fá hærri vexti af erlendum endurlánum, þó lægri en af innlendum skuldabréfum, en nemur vöxtum erlendis getur bankinn hagnast á viðskiptunum. Því er hér um hefbundið tryggingavandamál að ræða. Bankarnir fá fast gjald fyrir að tryggja greiðslu lánanna í framtíðinni.

Tryggingafyrirkomulag sem þetta gengur upp svo lengi sem viðskiptavinirnir standa í skilum. Þjóðhagsleg áföll sem hafa áhrif hafa á rekstur gera útlánatöp hins vega líklegri. Áföllin gætu til dæmis verið lækkun eignaverðs, efnahagskreppa eða gengislækkun.

Þrátt fyrir að bein gengisáhætta innlánsstofnana sé mun minni en reikningar þeirra gefa til kynna, breytir það engu um að einhver ber á endanum gengisáhættuna af viðskiptunum. Í þessu tilviki er það viðskiptavinurinn sem undirgekkst framvirka samninginn. Ef viðskiptavinurinn verður fyrir gengistapi minnkar það að öðru óbreyttu líkurnar á því að hann geti staðið í skilum og því aukast líkurnar á töpuðum útlánnum hjá bönkunum við gengislækkun. Af þessum sökum má því segja að bankarnir búi við umtalsverða óbeina gengisáhættu.

Til að útskýra betur hvernig gengissig getur komið niður á efnahag bankanna er gagnlegt að taka dæmi. Hrein skuld í erlendri mynt er mælikvarði á beina gengisáhættu bankanna. Við gengissig veldur slík skuld beinu tapi bankanna. Ef við bætist útlánatap vegna erlendra endurlána minnkar eigið fé bankanna enn frekar. Samkvæmt reglum má gjaldeyrisjöfnuður bankanna, þ.e. bein gengisáhætta, aldrei verða meiri en -30% af eigin fé þeirra. Bankarnir nýta sé reyndar sjaldan alla heimildina en gerum fyrst í stað ráð fyrir að svo sé, t.d. var hlutfallið að meðaltali -3,5% janúar til nóvember 2000. Tafla 5.1 sýnir dæmi um samspil gengislækkunar og útlánataps og áhrif þess á eigið fé innlánsstofnana.

Tafla 5.1 Lækkun eiginfjár eftir gengislækkun og útlánatap

		Gengislækkun					
		1%	2%	5%	10%	15%	20%
Töpuð erlend endurlán	1%	-4%	-5%	-5%	-7%	-9%	-11%
	2%	-8%	-8%	-9%	-11%	-13%	-15%
	3%	-12%	-12%	-13%	-15%	-17%	-19%
	4%	-16%	-16%	-17%	-19%	-21%	-23%
	5%	-20%	-20%	-21%	-23%	-25%	-27%
	7%	-28%	-28%	-29%	-31%	-33%	-35%
	10%	-39%	-40%	-41%	-42%	-44%	-47%

Taflan gerir ráð fyrir að gjaldeyrisjöfnuður innlánsstofnana á Íslandi séu tæpir -19 milljarðar en það eru um 30% af eiginfé og víkjandi lánnum stofnanna í september

2000. Gert er ráð fyrir því að gengið falli um tiltekna prósentu og í kjölfar þess tapist ákveðið hlutfall útlána sem eru í erlendri mynt. Taflan sýnir þá lækkingu á eiginfé sem rekja má beint og óbeint til gengislækkunarinnar. Ef gengið fellur um t.d. 10% versnar gjaldeyrisjöfnuðurinn og ef 3% útlána í erlendum gjaldmiðlum tapast þá leiðir það, að öðru óbreyttu, til þess eigið fé innlánsstofnana minnkar um 15%.

Í töflu 5.2 má sjá eiginfjárlutfall innlánsstofnana eftir gengislækkun og útlánatap. Eins og sjá má í töflunni þá hefur, 30% halli á gjaldeyrisjöfnuði, 10% gengislækkun og 3% útlánatap leitt til þess að eiginfjárlutfallið hefur lækkað í 7,8% sem er minna en alþjóðareglur kveða á um.

Tafla 5.2 Eiginfjárlutfall innlánsstofnana eftir gengislækkun og útlánatap

		Gengislækkun					
		1%	2%	5%	10%	15%	20%
Töpuð erlend endurlán	1%	8.7%	8.7%	8.6%	8.4%	8.3%	8.1%
	2%	8.4%	8.3%	8.3%	8.1%	7.9%	7.8%
	3%	8.0%	8.0%	7.9%	7.8%	7.6%	7.4%
	4%	7.7%	7.7%	7.6%	7.4%	7.3%	7.1%
	5%	7.4%	7.3%	7.3%	7.1%	6.9%	6.8%
	7%	6.7%	6.7%	6.6%	6.4%	6.3%	6.1%
	10%	5.7%	5.7%	5.6%	5.4%	5.2%	5.0%

Hafa ber í huga að þetta eru einungis dæmi um hvað gæti gerst ef gengið félli, bankarnir nýttu að fullu heimildir um halla á gjaldeyrisjöfnuði og að ekki er reiknað með að bankarnir gætu aukið hagnað af öðrum útlánnum og þannig vegið upp tapið. Ekki ber að skoða dæmin sem spá heldur eru þau einungis sett fram til að undirstrika samspil gengisbreytinga og stöðugleika fjármálakerfisins. Algengast er að bein gengisáhætta sé afar lítil. Ef t.d. gengisjöfnuðurinn væri -1,5% og sömu forsendur væru notaðar og í dæminu, þ.e. 10% gengislækkun og 3% útlánatap, myndi eigið fé rýrna um 12%, en um 4% ef 1% útlána tapaðist.

Á móti þessari áhættu kemur að hluti eignanna sem fjárfest er í innanlands eru auðseljanleg verðbréf, t.d. skuldabréf ríkisins eða húsbref. Þetta veldur því að auðveldara er fyrir fjárfesta að selja eignirnar og greiða upp lánin heldur en ef fjárfest hefði verið í verksmiðju, svo dæmi sé tekið. Þrátt fyrir þetta er ljóst að slík hegðun myndi í sjálfri sér lækka gengi krónunnar, a.m.k. til skamms tíma, og þess vegna valda fjárfestum enn meira tapi og þar með innlánsstofnunum hugsanlega meiri búsigjum.

Í framhaldi af þessu má færa rök fyrir því að vegna ótta við gengisfall þurfi ekki mikið til þess að verulegar breytingar verði á gengi krónunnar, þ.e. að hjarðhegðun verði þegar markaðsaðilar keppast við að færa eignir sínar úr íslenskum krónum í erlenda mynt. Þannig gæti orðið mikil gengislækkun ef markaðurinn missti trú á hávaxtastefnu Seðlabankans. Grunur um lækkingu vaxta gæti þá valdið flæði fjármagns úr landi þegar aðilar leitast við að greiða upp erlend lán eða fjárfesta í erlendum eignum til þess að

verjast væntanlegu gengistapi. Slíkir fjármagnsflutningar geta þá valdið mikilli og skyndilegri gengislækkun eins og nýleg dæmi frá Asíu, Rússlandi og Suður-Ameríku sýna.

Við áhrif hugsanlegra gengisbreytinga bætist möguleikinn á auknu útlánatapi vegna hárra vaxta og lækkun eignaverðs. Við höfum útskýrt tengsl vaxtastigs og útlánaáhattu hér að ofan. Háir vextir eru líklegir til þess að auka áhættufjárfestingu og rýra eiginfjárstöðu lántakenda. Þess vegna er líklegt að útlánatapið aukist.

Við höfum einnig lýst þróun hlutabréfaverðs og fasteignaverðs sem hvort tveggja hefur verið í sögulegu hámarki. Ef lækkun verður í framtíðinni mun slíkt veikja eiginfjárstöðu margra lántakenda og þá einnig útlánaáhattuna.

Að lokum er ljóst að aukin verðbólga og minni efnahagslegur stöðugleiki getur orðið til þess að veikja fjármálakerfið frekar með því að auka útlánaáhattu og grafa undan trausti á genginu.

### *Niðurstöður*

Í þessum kafla og þeim sem á undan fer er mikilvægi peningamálaaðgerða, stöðugleika fjármálakerfisins og innbyrðis tengsl þessara þátta við viðskiptahallann undirstrikuð. Meginniðurstaðan er:

- Efnahagslegar aðstæður móta starfsumhverfi banka með því að hafa áhrif á þróun eignaverðs, gengis, verðbólgu og vaxtastigs.
- Væntanlegt útlánatap bankanna fer eftir fjárfestingaráhættu lántakenda og eiginfjárstöðu.
- Vaxtahækkun eykur líkur á því að lántakendur velji áhættusama fjárfestingarkosti að öðru óbreyttu.
- Lækkun eignaverðs, gengislækkun og verðhjöðnun geta rýrt eiginfjárstöðu lántakenda og aukið þar með líkur á útlánatapi.
- Undanfarin tvö ár hefur Seðlabankinn haldið vöxtum verulega fyrir ofan það sem þekktist í viðskiptalöndum okkar í þeim tilgangi að halda nafngengi stöðugu, innflutningsverðlagi lágu og þar með verðbólgu í skefjum.
- Aðhaldssöm peningamálastefna hefur leitt til stöðugs nafngengis, allt þar til um mitt ár 2000. Vegna vaxtamunar við útlönd jukust erlendar lántökur mikið og viðskiptahallinn jókst.
- Saman hafa farið mikil hækkun eignaverðs, háir vextir, stöðugt nafngengi og hækkandi raungengi.
- Óvænt fráhrarf frá hávaxtastefnunni gæti leitt til óstöðugleika í fjármálakerfinu, útlánataps og lækkunar á eigin fé fjármálastofnana. Fjárhagslegum stöðugleika gæti verið ógnað ef slíkt gerðist samtíða efnahagskreppu og snöggri lækkun eignaverðs.

## 6. Niðurstöður og tillögur

Þjóðir hafa hag af viðskiptum, bæði viðskiptum sem eiga sér stað á tilteknum tíma og viðskiptum á milli tímabila. Þegar halli er á viðskiptum við útlönd er neysla dagsins í dag keypt því verði að neysla verður minni í framtíðinni. Þetta getur undir vissum kringumstæðum aukið velferð þjóðar, bæði í lengd og bráð. Ef t.d. viðskiptakjör versna tímabundið eða aflabrestur verður er unnt að lina skellinn með því að kaupa neyslu frá öðrum þjóðum í skiptum fyrir loforð um útflutning neyslu í framtíð. Við þetta verður innflutningur meiri en útflutningur um tíma og hallinn er fjármagnaður með erlendum lántökum. Þegar að skuldadögum kemur verður hins vegar að draga úr neyslu og greiða upp lánin, en það gerir öðrum þjóðum kleift að auka neyslu sína. Á sama hátt má bregðast við aflahrotu og tímabundnu góðæri með því að selja útlendingum neyslu í nútíð í skiptum fyrir aukna neyslu í framtíð en þá verður viðskiptaafgangur nú en halli síðar meir. Vegna þess hve mikill hagur er af því að versla með neyslu á milli tímabila á alþjóðlegum fjármálamörkuðum getur afgangur og halli á viðskiptum við útlönd aukið velferð þjóða.

Viðskiptahalli getur hvort sem er verið merki um styrkleika eða veikleika efnahagslífsins. Ef kreppir að í framleiðslu og atvinnu tímabundið getur viðskiptahalli verið leið til þess að jafna lífskjör á milli tímabila. En viðskiptahalli getur einnig endurspeglad bjarta framtíð. Þegar arðsemi fjármagns er hærrí innan lands en utan streymir erlent fjármagn inn í landið, gengi krónunnar hækkar og viðskiptahalli myndast. Viðskiptahallan má þá rekja til öflugs efnahagslífs sem laðar til sín fjármagn. Fyrsta niðurstaða þessarar skýrslu er því eftirfarandi:

- Viðskiptahalli er í grundvallaratriðum hvorki slæmur né góður. Hann endurspeglar aðeins viðskipti með neyslu milli tímabila og þær erlendu lántökur sem af þeim leiða.
- Ekki er unnt að draga þá beinu ályktun af viðskiptahalla að hann sé einkenni efnahagsörðugleika. Viðskiptahalli getur verið styrkleikamerki ekki síður en veikleikamerki.

Brestir í rekstri fyrirtækja, heimila og í starfsemi fjármagnsmarkaða geta þó valdið því að viðskiptahalli verði meiri en svo að hann skýrist af hagkvæmum viðskiptum með neyslu á milli tímabila.

Ef útlánaþensla bankakerfisins gerir einstaklingum og fyrirtækjum kleift að fjárfesta sem ekki hefðu fengið lán við eðlilegar aðstæður, myndast aukin eftirspurn og



viðskiptahalli. Tímabundnar og snöggar breytingar á framboði fjármagns geta þá valdið breytingum á viðskiptajöfnuði sem ekki er unnt að réttlæta með þeim hagkvæmnissjónarmiðum sem hér hefur verið lýst.

Væntingar um gengislækkun við fast gengi geta valdið aukningu einkaneyslu og innflutnings þegar einstaklingar nýta sér tímabundið tækifæri til þess að kaupa varanlegar neysluvörur. Mikil eftirspurn eftir bifreiðum í aðdraganda gengisfellinga hér á landi er t.d. alþekkt. Viðskiptahalli sem stafar af slíkum væntingum er ekki réttlætanlegur frá hagkvæmnissjónarmiði.

Ef markaðsbrestir valda óhagkvæmri fjárfestingu innanlands, t.d. vegna niðurgreidds fjármagns eða vegna þess að opinberir fjárfestingalánasjóðir og ríkisbankar styðja slíkar framkvæmdir með beinum eða óbeinum hætti, er ekki unnt að vísa til hagkvæmnissjónarmiða þegar viðskiptahalli er réttlættur. Mikil fjárfesting kallar á erlendar lántökur sem eykur á viðskiptahalla. Keyptar eru vörur til þess að halda uppi fjárfestingu og neyslu í dag í skiptum fyrir neyslu í framtíð. Skili fjárfesting arði eykst framleiðslan meira en ella og hægt er að greiða af lánnum með hagsaukanum. Ef hins vegar fjárfestingin eykur ekki framleiðslu versna lífskjör þegar að skuldadögum kemur. Óhagkvæm og óarðbær fjárfesting veldur þá lífskaraskerðingu þegar viðskiptahallinn er gerður upp.

Hið sama á við um ríkisútgjöld. Ef útgjöldin eru aukin til þess að fjármagna óarðbæra opinbera fjárfestingu án þess að skattar séu hækkaðir samhliða aukast þjóðarútgjöld og þar með viðskiptahallinn. Erlendar skuldir aukast en það veldur lakari lífskjörum þegar að skuldadögum kemur. Hið sama á við ef samneysla er aukin án þess að skattar séu hækkaðir. Lántökur ríkissjóðs verða þá einungis til þess að fresta skattbyrði. Önnur niðurstaða skýrslunnar er því:

- Viðskiptahallinn getur orðið of mikill (og sömuleiðis viðskiptaafgangur) ef brestir á fjármagnsmörkuðum eða mistök í rekstri fyrirtækja, heimila og hins opinbera valda tímabundinni aukningu einkaneyslu, fjárfestingu og ríkisútgjalda.

Af þessum sökum er æskilegt að stjórnvöld setji sér markmið um að afgangur eða halli á viðskiptum við útlönd haldist innan tiltekinna marka. Ekki yrði gripið til aðgerða til þess að hafa áhrif á þróun viðskiptajöfnuðar nema þegar hallinn eða afgangurinn væri umfram slík mörk.

Rétt væri að mörkin ættu við viðskiptajöfnuð á þáttatekna frekar en hreinan viðskiptajöfnuð. Þetta er vegna þess að sá fyrrnefndi er betri mælikvarði á efnahagsástand á hverjum tíma, þ.e.a.s. á framleiðslu, neyslu og fjárfestingu, en sá síðarnefndi sem einnig nær til vaxtagreiðslna og er því háður stöðu erlendra skulda.

Við ákvörðun markanna verður að taka tillit til þess hvort efnahagslífið hefur orðið fyrir einhverjum augljósum áföllum. Sem dæmi má nefna að árið 1968 var hallinn á

viðskiptum með vöru og þjónustu um 7.5% af landsframleiðslu. Áföllin mátti rekja til hruns síldarstofnsins. Sennilega var þessi halli því hagkvæmur þar sem hann beindist fyrst og fremst að því að jafna neyslu milli tímabila.

### Fyrsta tillaga er:

Millimarkmið hagstjórnar ætti að vera að halda viðskiptajöfnuði án þáttatekna innan tiltekinna marka. Einungis ætti að leyfa frávik frá reglunni ef sérstakt utanaðkomandi ástand krefst þess. Ekki ætti að leyfa frávik ef rekja má þau til eftirspurnarhliðar hagkerfisins, þ.e. til neyslu eða fjárfestingar.

Stjórn peningamála hefur með vaxtaákvörðunum áhrif á gengi og viðskiptajöfnuð. Í skýrslunni er því lýst hvernig háir vextir geta um skeið aukið viðskiptahallann. Sérstakar aðstæður sem kalla á vaxtabreytingar geta réttlætt tímabundið frávik frá ofangreindri reglu.

Þegar hætta er á að verðbólga fari vaxandi mætti réttlæta mikinn viðskiptahalla. Þegar eftirspurn vex og spenna myndast á vinnumarkaði er viðbúið að seðlabanki hækki vexti til þess að draga úr eftirspurn og halda innflutningsverðlagi niðri. Þá eykst viðskiptahalli. Þessi ástæða er nægjanlega mikilvæg til þess að leggja á hana sérstaka áherslu:

- Á tímum vaxandi verðbólgu leiðir mikil eftirspurn eftir vörum og þjónustu til viðskiptahalla. Ef seðlabanki bregst við með aðhaldi í peningamálum mun viðskiptahalli aukast, að öðru óbreyttu. Halli sem stafar af aðhaldi seðlabanka getur undir sérstökum kringumstæðum réttlætt frávik frá reglunni hér að framan.

Í skýrslunni er það rakið á hvern hátt aðhaldssöm peningamálastefna getur valdið meiri viðskiptahalla. Háir vextir valda miklu streymi fjármagns til landsins sem notað er til að fjármagna hallann. Áhersla er lögð á að ef slíkt fjárstreymi stafar af erlendum lántökum þá getur það aukið á óstöðugleika fjármálakerfisins.

Bankar taka gengisáhættu þegar þeir nýta sér vaxtamun á milli landa til þess að taka erlend lán með lágum vöxtum og endurlána innan lands við hærri vöxtum. Skuldunautar sem taka lán hjá bönkunum í erlendri mynt setja sig einnig í gengisáhættu. Ef erlendar skuldir bankanna eru meiri en erlendar eignir verður gengissig til þess að rýra eigið fé bankanna. Jafnframt getur gengissig breytt svo hag skuldunauta sem skulda í erlendri mynt að útlánatap bankanna aukist.

Í skýrslunni er efnahagsreikningur innlánsstofnana á Íslandi skoðaður og nokkur dæmi skoðuð um áhrif gengissigs og útlánataps á eigið fé þeirra. Niðurstöður benda til þess að hugsanlega nægði 10% gengislækkun og aukið útlánatap, sem næmi um 3% af útlánum í erlendri mynt, til þess að eiginfjárlutfall innlánsstofnananna félli niður að

8% markinu sem alþjóðareglur kveða á um, og eru víkjandi lán þá talin með. Hér er þó aðeins um dæmi að ræða sem ætlað er að gefa hugmynd um stöðugleika fjármálakerfisins.

Við gengisáhættuna bætast ýmsir aðrir áhættuþættir. Þegar bankar auka útlán á hærri vöxtum en áður er líklegt að útlánatap aukist. Þetta stafar annars vegar af því að nýir viðskiptavinir bankanna koma til sögu sem ekki liggja miklar upplýsingar fyrir um. Má í því sambandi sérstaklega benda á mikla aukningu svokallaðra bílalána undanfarin ár. Hins vegar geta miklar vaxtahækkningar leitt til þess að fjárfestar velji áhættusamari fjárfestingarkosti en áður og áhættusæknari einstaklingum fjölgi á meðal lánsúmsækjenda.

Aukning útlána getur einnig haft áhrif á eignaverð, t.d. verð á hlutabréfum og fasteignum. Þegar eignaverð hækkar mikið má ætíð búast við því að það lækki aftur. Ef lækkun verður snörp minnkar eigið fé fyrirtækja og heimila. Slíkt eykur enn hættuna á útlánatapi bankanna.

Niðurstaðan er því sú að aðhaldsöm peningamálastefna, sem felst í því að halda vaxtamismun milli Íslands og útlanda háum til að hefta verðbólgu, hafi hliðarverkanir í för með sér:

- Fjárstreymi til landsins eykst sem rekja má til þess að fjármálastofnanir taka lán erlendis til endurlána og hagnast þannig á vaxtamuninum. Fjárstreymi til landsins verður þá til þess að gengi krónunnar styrkist.
- Innflutningsverðlag lækkar í kjölfar gengisstyrkingar og verðbólga verður minni en ella en það er einmitt markmið aðgerðanna.
- Lægra innflutningsverðlag veldur aukinni eftirspurn eftir innfluttum vörum og þar af leiðandi minni eftirspurn eftir innlendum vörum og lægri tekjum hjá fyrirtækjum vegna herra raungengis. Þetta eykur á viðskiptahallann.
- Aukin eftirspurn eftir innflutningi kallar á aukið lánsfé sem fjármálastofnanir eru reiðubúnar að útvega vegna mikils vaxtamunar og arðsvonar.

Niðurstaðan er því sú að aðhaldssöm peningamálastefna auki á viðskiptahallann, vegna styrkingar gengisins og þenslu útlána.

Afleiðingar aukinnar lántöku erlendis og útlánaþenslu eru þær að fjármálakerfið verður óstöðugra en ella vegna gengisáhættu og aukinnar hættu á útlánatapi. Af þessum ástæðum verður að fara varlega í beitingu aðhaldssamrar peningamálastefnu þegar verðbólga og viðskiptahalli eru vaxandi. Hér skiptir höfuðmáli hver áhrif peningamálastefnan hefur á stöðugleika bankakerfisins. Í skýrslunni er lögð áhersla á öflugt bankaeftirlit sem fylgist ekki einungis með því hvort settum reglum sé fylgt heldur leggur einnig mat á áhættustjórnun lánastofnana.

**Önnur tillaga er:**

Komið verði á samráði sem hefði það hlutverk að fylgjast með stöðugleika fjármálakerfisins og undirbúa viðbrögð við hugsanlegum skakkaföllum. Samráðið væri viðbót við stöðugleikanefnd Seðlabankans og væri ekki ætlað að fara inn á verksvið hennar. Meginhlutverk ráðsins væri að leggja mat á stöðugleika fjármálakerfisins og koma með tillögur að samræmingu peninga- og fjármála-aðgerða með það fyrir augum að koma í veg fyrir slys af því tagi sem orðið hafa á Norðurlöndum, Bandaríkjunum, Japan, ýmsum löndum í Suðaustur-Asíu og víðar.

Í ljósi þess hve aðhaldssöm peningamálastefna getur haft mikil áhrif á stöðugleika fjármálakerfisins vilja skýrsluhöfundar benda á aðrar leiðir sem unnt er að fara til þess að koma í veg fyrir vaxandi verðbólgu og létta undir með peningamálastefnunni.

Fyrst er sú grundvallarregla að bregðast ávallt fljótt við vaxandi eftirspurn. Lækki atvinnuleysi ört og vart verði við vinnuafllsskort er mikilvægt að beita hagstjórn sem fyrst til þess að aðhaldsaðgerðir þurfi ekki að verða harkalegar. Hér skiptir höfuðmáli að þekkja það atvinnustig er samræmist stöðugri verðbólgu.

Tímabundinn innflutningur vinnuafls minnkar spennu á vinnumarkaði á þenslutímum og dregur þannig úr líkunum á vaxandi verðbólgu. Þá verður minni þörf fyrir kröftuga peningamálastefnu og minni vaxtamunur hefur í för með sér stöðugra fjármálakerfi.

**Þriðja tillaga er:**

Innflutningur á vinnuafli til takmarkaðs tíma verði auðveldaður. Í því felst að umsóknarferli þyrfti að vera einfalt og skilvirkt, skattlagning gagnsæ og hagkvæm og að sniðnir séu annmarkar af velferðar- og heilbrigðiskerfinu sem hefta tímabundna aðlögun erlends vinnuafls að íslensku samfélagi.

Síðast en ekki síst verður að huga að stefnunni í ríkisfjármálum. Í skýrslunni er sýnt fram á að skattahækkningar og lækkun ríkisútgjalda valda í senn minni eftirspurn og minnkun viðskiptahallans. Aðhald í ríkisfjármálum nær því samtímis að stemma stigu við verðbólgu og draga úr viðskiptahalla. Slík stefna er því gagnleg við núverandi skilyrði.

Með samræmdri stjórn peningamála og ríkisfjármála er unnt að ná í senn markmiðum um lága verðbólgu og heilbrigða þróun viðskiptajöfnuðar eins og lagt hefur verið til hér að framan.

Hér er á ferðinni eitt af grundvallaratriðum hagstjórnar sem felst í því að til þess að ná tveimur markmiðum þarf tvö tæki. Ef við viljum ráða niðurlögum verðbólgu með því að draga úr innlendri eftirspurn en jafnframt minnka viðskiptahallann verðum við að beita öflugri fjármálastefnu. Peningamálastefnan ein og sér getur ekki náð báðum markmiðunum á sama tíma.

Kostir peningamálastefnunnar felast í því hvað hún er fljótvirk. Fjármálastefnan er hins vegar svifaseinni vegna þess að hún byggist að verulegu leyti á samningu og framkvæmd fjárlaga. Af þessum sökum mun stjórn peningamála gegna lykilhlutverki í eftirspurnarstjórn hér á landi. Í ljósi þeirrar staðreyndar leggjum við áherslu á að eftirlit með bönkum sé öflugt og að náði sé fylgst með stöðugleika fjármálakerfisins.

Undanfarin ár hafa ríkissjóðir margra landa verið reknir með afgangi og svo er einnig hér á landi. Víða er útlit fyrir að afgangur haldist um fyrirsjáanlega framtíð, jafnvel nógu lengi til að greiða að fullu upp skuldir hins opinbera. Áriðandi er að velta fyrir sér áhrifum rekstrarafgangs á ríkissjóði fyrir fjármálakerfið og hvaða stefna í útgáfu ríkisskuldabréfa sé best til þess fallin að styðja við þróun þess og um leið lágmarka lántökukostnað ríkisins til lengri tíma lítið.

Skilvirkur markaður með ríkistryggð skuldabréf er mikilvægur fyrir þróun margs konar fjármálaþjónustu. Öruggar upplýsingar um grunnvexti skipta miklu fyrir viðskipti af þessu tagi, en þær upplýsingar fást einmitt á markaði fyrir ríkisskuldabréf þar sem kaup og sala fara fram í miklu magni með litlum tilkostnaði.

#### Fjórdá tillaga er:

Ríkið gefi út skuldabréf eins og áður, en í staðinn fyrir að greiða upp skuldir sé rekstrarafgangur lagður í sérstakan sjóð og fjárfest sé úr honum í eignum erlendis. Þannig væri þekkingu á lánaumsýslu og áhættustjórn með lántökum hins opinbera haldið við auk þess sem fjármagnsmarkaðurinn hefði nauðsynlega viðmiðunarvexti.

Af ofangreindu er ljóst að það er einkum tvennt sem mælir með því að skilvirkur markaður með ríkisskuldabréf sé til staðar, óháð skuldastöðu erlendis. Í fyrsta lagi getur ríkið lágmarkað kostnað sinn og áhættu af lántökum innanlands. Í öðru lagi stuðlar slíkur markaður að heilbrigðri þróun fjármálaþjónustu og leiðir til skilvirkari

dreifingar áhættu í hagkerfinu. Um leið skiptir hann miklu máli fyrir virka stjórn peningamála.

Sambærileg leið þeirri sem hér er lögð til hefur verið farin í Noregi þar sem ríkissjóður hefur verið rekinn með afgangi árum saman og eignir ríkisins erlendis eru orðnar rúm 25% af landsframleiðslu. Þrátt fyrir þetta eru enn gefin út ríkisskuldabréf og er andvirðið af sölu þeirra lagt í sjóð sem eingöngu er fjárfest úr í verðbréfum utan Noregs.



## Heimildir

- Andersson, Martin og Staffan Viotti (1999), „Managing and Preventing Financial Crises: Lessons from the Swedish Experience,“ *Quarterly Review*, 1/1999, Sveriges Riksbank.
- Argimón, I. og J.M. Roldán (1994), „Saving, Investment and International Capital Mobility in EC Countries,“ *European Economic Review*, 38, bls. 59–67.
- Artis, M.J. og T. Bayoumi (1991), „Global Capital Market Integration and the Current Account,“ í M.P. Taylor (ritstj.) *Money and Financial Markets*, Blackwell, bls. 297–307.
- Ásgeir Jónsson (2000), „Monetary Policy in Small Open Economies,“ óbirt doktorsritgerð.
- Ballabriga, FC JJ Dolado og J Viñals (1991), „Investigating Private and Public Saving-Investment Gaps,“ *CEPR Working Paper*, nr. 607.
- Baxter Marianne og M.J. Crucini (1993), „Explaining Saving-investment Correlations,“ *American Economic Review* 83, bls. 416–36.
- Bayoumi T. (1990), „Saving-investment Correlations: Immobile Capital, Government Policy, or Endogenous Behaviour?,“ *IMF Staff Papers* 37, bls. 360–87.
- Björn R. Guðmundsson og Gylfi Zoëga (1997), „Atvinnuleysi á Íslandi: Í leit að jafnvægi,“ *Fjármálatíðindi* 44, nr. 1, bls. 18–39.
- Björn R. Guðmundsson og Gylfi Zoëga (1998), „Fjármálastefna íslenskra stjórnvalda 1960-1998,“ *Fjármálatíðindi* 45, nr. 1, bls. 121–135.
- Coakley, J, F Kulasi og R Smith (1996), „Current Account Solvency and the Feldstein-Horioka Puzzle,“ *Economic Journal* 106, nr. 436, 620–27.
- Coakley, J., F. Hasan og R. Smith (1999), „Saving, Investment and Capital Mobility in LDCs,“ *Review of International Economics* 7.
- Congressional Budget Office (1999), *The Economic and Budget Outlook: Fiscal Years 1998–2000*.
- Demirguc-Kunt, A. og E. Detragiache (1998), „The Determinants of Banking Crisis in Developing and Devoped Countries,“ *IMF Staff Paper* 45, nr. 1.
- Dornbusch, R. (1991), „National Saving and International Investment: Comment“ í B. Bernheim og J.B. Shoven (ritstj.) *National Savings and Economic Performance*, NBER Report University of Chicago Press, bls. 220–26.
- Drazen, Allan (1978), „Government Debt, Human Capital, and Bequests in a Life-Cycle Model,“ *Journal of Political Economy* 86, (June), bls. 505–516.



- Feldstein, Martin og Charles Horioka (1980), „Domestic Savings and International Capital Flows“, *Economic Journal*, 90, bls. 314–329.
- Feldstein M (1983), „Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and the Short Run,“ *European Economic Review* 21, 129–51.
- Ghosh, A.R. (1995), „International Capital Mobility Amongst the Major Industrialised Countries: Too Little or Too Much,“ *The Economic Journal* 105, 107–128.
- Glick, R. og K. Rogoff (1995), „Global versus Country-Specific Productivity Shocks and the Current Account,“ *Journal of Monetary Economics* 35, 159–92.
- Gylfi Zoëga og Tryggvi Þór Herbertsson (1999), „Trade Surpluses and Life-cycle Saving Behaviour,“ *Economic Letters* 65, 227–237.
- Gylfi Zoëga, Marta Skúladóttir og Tryggvi Þór Herbertsson (2000), „Three symptoms and a cure: a contribution to the economics of the Dutch disease,“ *CEPR Discussion Paper*, nr. 2364.
- Hagfræðistofnun (1997), *Kynslóðareikningar fyrir Ísland*, skýrsla C97:07.
- Hagfræðistofnun (2000), *Kynslóðareikningar 1994–1998*, skýrsla R00:02.
- Hagstofa Íslands (1997), *Hagskinna: sögulegar hagtölur um Ísland*, Hagstofa Íslands
- Haraldur L. Haraldsson (1999), *Gjaldþrot félaga 1985–1998*, Aflvaki hf.
- Herbertsson, Tryggvi Þór, J. Michael Orszag og Peter R. Orszag (2000), *Retirement in the Nordic Countries: Prospects and Proposals for Reform*, TemaNord 2000:548.
- Hoffman, M. (1999), „The Feldstein-Horioka Puzzle and International Capital Mobility,“ *Discussion Paper in Economics and Econometrics*, nr. 9916, University of Southampton.
- Krugman, Paul R. og Maurice Obstfeld (2000), *International Economics: Theory and Policy*, Addison-Wesley Publishing Company.
- Már Guðmundsson o.fl. (1993), „Gengisstefna og þróun á norrænum gjaldeyrismörkuðum,“ *Fjármálatíðindi* 40, nr. 2, 85-113.
- Már Guðmundsson og Tryggvi Björn Davíðsson (2000), „Iceland’s Experience of Financial Instability Recent Decades,“ í Már Guðmundsson, Tryggvi Þór Herbertsson, og Gylfi Zoega (ritstj.) *Macroeconomic Policy: Small Open Economy in an Era of Global Integration*, Háskólaútgáfan.
- Mishkin, Frederic S. (1997), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Addison-Wesley.
- Modigliani, Franco (1975), „The life-cycle hypothesis of saving twenty years later“, í Parkin, M. (ritstj.), *Contemporary Issues in Economics*, Manchester University Press.
- Obstfeld, Maurice og Kenneth Rogoff (1995), „The Intertemporal Approach to the Current Account,“ í Gene M. Grossman og Kenneth Rogoff (ritstj.) *Handbook of International Economics*, North Holland.

- Obstfeld, Maurice og Kenneth Rogoff (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, The MIT Press.
- Obstfeld, Maurice og Kenneth Rogoff (2000), „The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?“, *NBER Working Paper Series 7777*, National Bureau of Economic Research.
- Ólafur Ísleifsson (1993), „Lánshæfi og lánstraust“, *Fjármálatíðindi* 40, nr. 2, bls. 114-119.
- Ólafur Ísleifsson (1995), „Lánstraust á alþjóðlegum markaði“, *Fjármálatíðindi* 42, nr. 2, bls. 159-169.
- Penati A og M Dooley (1984), „Current Account Imbalances and Capital Formation in the Industrialised Countries“, *IMF Staff Papers* 31, bls. 1–24.
- Poterba, James M. (2000), „Stock Market Wealth and Consumption“, *Journal of Economic Perspectives* 14, bls. 99–118.
- Ragnar Hafliðason (1993), „Bankakreppan í Noregi, Svíþjóð og Finnlandi: samanburður við þróun mála á Íslandi“, *Fjármálatíðindi* 40, nr. 1, bls. 56-65.
- Sachs, Jeffrey D. (1981), „The Current Account and Macroeconomic Adjustment“ í the 1970s *Brookings Papers in Economic Activity* 12, bls. 1089–92.
- Sachs, Jeffrey D. (1982), „The current account and macroeconomic adjustment process“, *Scandinavian Journal of Economics* 84, bls. 147-159.
- Shiller, Robert J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press.
- Sigurjón Geirsson (1994), „Um bankakreppur og aðgerðir stjórnvalda“, *Fjármálatíðindi* 41, nr. 2, bls. 172-177.
- Stiglitz, Joseph og Andrew Weiss (1981), „Credit Rationing in Markets with Imperfect Information“, *American Economic Review* 71, nr. 3, bls. 393–410.
- Yngvi Örn Kristinsson (2000), „Framkvæmd peningastefnunnar og stjórnþæki Seðlabanka Íslands“, *Peningamál* 2, nr. 5, Seðlabanki Íslands.
- Þorvaldur Gylfason (1993), „Norðurlönd í kreppu: hvað brást?“, *Fjármálatíðindi* 40, nr. 3, bls. 226-239.



## Viðauki A. Ráðgáta Feldsteins og Horioka

Árið 1980 uppgötvuðu hagfræðingarnir Martin Feldstein og Charles Horioka að sterk jákvæð fylgni er milli fjárfestingar og sparnaðar í ríkjum OECD. Þannig er fjárfesting yfirleitt mikil í þeim löndum þar sem sparnaður er mikill. Þetta kom á óvart þar sem alþjóðlegir fjármálamarkaðir ættu að verða til þess að fjármagn leiti þangað sem arðsemi þess er mest ekki þangað sem sparnaður er mikill. Í raun ætti ekki að vera neitt samband á milli fjárfestingar og sparnaðar ef engar hömlur eru á fjármagnsflæði milli landa. Hins vegar er eðlilegt að sparnaður og fjárfesting fylgist að ef hömlur eru á fjármagnsflæðinu.

Feldstein og Horioka drógu af þessu þá ályktun að mikil fylgni á milli fjárfestingar og sparnaðar benti til þess að fjármagn væri ekki fullkomlega hreyfanlegt á milli landa. Þannig hefðu fjárfestar tilhneigingu til þess að fjárfesta innanlands fremur en erlendis. Þessi niðurstaða féll í grýttan jarðveg þar sem fjármagnshreyfingar fóru vaxandi í hinum vestræna heimi, einkum eftir að gengi gjaldmiðla var sett á flot í upphafi áttunda áratugarins og höft á fjármagnshreyfingum voru afnumin.

Niðurstöður Feldsteins og Horioka skipta miklu máli fyrir umræðuna um myntsamruna Evrópu vegna þess að frjálssar fjármagnshreyfingar eru ein aðalástæðan fyrir upptöku evrunnar. Ef fjármagnshreyfingar eru takmarkaðar þá eru rökkin fyrir myntsamruna Evrópu ekki eins sterk og áður.

Aðrir hagfræðingar hafa sannreynt tölfræðilegar niðurstöður Feldstein og Horioka en minni samstaða hefur skapast um túlkun þeirra á niðurstöðunum. Fylgni sparnaðar og fjárfestingar er nú ein af þeim stílfærðu staðreyndum sem alþjóðahagfræðingar leitast við að útskýra. Baxter og Crucini (1993, bls. 416) skrifa t.d.: „Á sviði alþjóðahagfræði eru fá sambönd sem samkomulag ríkir um. Eitt af þeim er samband sparnaðar og fjárfestingar, bæði þegar litið er á einstök lönd milli tímabila og þegar þverskurður af löndum er skoðaður. Jákvæð fylgni finnst bæði í litlum og stórum hagkerfum.“

Þrátt fyrir að almennt samkomulag ríki um fylgni sparnaðar og fjárfestingar er enn deilt um ástæður hennar. Rannsóknir á vaxtamun milli landa og daglegar frásagnir í fjölmiðlum virðast benda til þess að skýring Feldsteins og Horioka eigi ekki við. Á níunda áratugnum var dregið mjög úr reglum sem takmörkuðu frelsi á fjármagnsflæði. Jafnframt því hafa framfarir á sviði upplýsingatækni og samskipta ýtt undir flæði fjármagns á milli landa. Þar sem takmarkanir á fjármagnsflutningum eru enn við lýði, t.d. í þróunarlöndunum, þá eru flutningar fjármagns umtalsverðir.

Hin háa fylgni á milli sparnaðar og fjárfestingar hefur ítrekað komið fram í rannsóknnum á löndum innan OECD þótt fylgnin hafi nokkuð minnkað allra síðustu ár. Sambandið kemur einnig fram þegar litið er á meðaltöl sparnaðar og fjárfestingar í OECD milli tímabila og einnig í gögnum sem sýna þróun sparnaðar og fjárfestingar milli tímabila í hópi landa innan OECD. Hins vegar er fylgnin fyrir einstök lönd oft ekki mikil þegar litið er á þróunina milli tímabila. Erfiðara að finna sambandið í löndum utan OECD, einkum í þróunarlöndunum.

Niðurstöður Feldsteins og Horioka má einnig skýra án þess að gert sé ráð fyrir hömlum á flutningi fjármagns á milli landa. Þannig skrifar Baxter (1995, bls. 1842): „Þessar niðurstöður sýna að mikil fylgni sparnaðar og fjárfestingar er ekki góður mælikvarði á hreyfanleika fjármagns á milli landa.“ Obstfeld og Rogoff (1995, bls. 1779) taka undir þetta: „Niðurstöðurnar ásamt vísbendingum um umtalsvert fjárstreymi á milli landa benda til þess að niðurstöður Feldsteins og Horioka hreyfi ekki við forsendum tímatengdrar greiningar á viðskiptahalla.“ Mikil fylgni sparnaðar og fjárfestingar bendir ekki til þess að þjóðir geti ekki verslað með neyslu á milli tímabila. Endanleg skýring á niðurstöðum Feldsteins og Horioka er hins vegar ekki komin fram þótt e.t.v. sé greining Obstfelds og Rogoffs (2000) skref í rétta átt.

## Fjármagnshreyfingar

Ráðgáta Feldsteins og Horioka bendir til þess að ekki sé auðvelt að útskýra og mæla hreyfanleika fjármagns. Fjármagn er ekki einsleitt og hreyfanleiki peningalegra eigna, raunverulegra eigna og mannaúðs er mismunandi. Unnt er að varpa ljósi á hreyfanleika fjármagns á tvo vegu.

### *Magnaðferð Feldsteins og Horioka*

Upphafleg greining Feldsteins og Horioka er einföld og auðskiljanleg jafnframt því sem auðvelt er að fá tölfræðigögn til þess að endurtaka hana. Hins vegar felast tölfræðileg vandamál í jöfnu þeirra þar sem hún mælir einungis fylgni tveggja stærða en er ekki byggð á hagfræðilegum grunni.

Feldstein (1983) lýsti hugmyndum sínum á þann hátt að sparnaður, innlend fjárfesting og fjárfesting erlendra aðila væru fall af raunvöxtum sem væru gefnir á heimsmarkaði ef flæði fjármagns væri frjálst. Af þessu leiðir að mat á jöfnu Feldstein og Horioka er próf á tvenns konar tilgátu. Annars vegar að fylgnin á milli sparnaðar og fjárfestingar sé mikil og hins vegar að raunvextir innanlands og utan séu jafnir.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> Frankel (1991) heldur því fram að niðurstöður Feldsteins og Horioka bendi fremur til þess að raunvextir séu ekki jafnir á milli landa en að fjármagnsmarkaðir séu ekki fullkomnir.

Fylgnistuðull Feldsteins og Horioka mælir hvaða áhrif ytri breytingar á sparnaði hafa á fjárfestingu. Stuðullinn mælist núll einungis ef fylgni breytinga fjárfestingar og sparnaðar er engin. Þetta gerist ekki ef ekkert samband er í raun milli sparnaðarbreytinga og fjárfestingu, en aðrir þættir hafa áhrif bæði á sparnað og fjárfestingu. Til dæmis gætu tæknibreytingar, fólksfjöldaþróun o.s.frv. haft áhrif bæði á sparnað og fjárfestingu án þess að það sé neitt beint orsakasambandi á milli þessara tveggja stærða. Erfitt hefur reynst að skýra fylgni sparnaðar og fjárfestingar með öðrum þáttum.

Þegar fjármagn er ekki fullkomlega hreyfanlegt á milli landa og fylgni sparnaðar- og fjárfestingabreytinga er ekki jöfn núlli fara áhrif sparnaðarbreytinga á fjárfestingu eftir nokkrum þáttum sem Feldstein (1983) hefur lýst ránar. Þannig verður fylgnin ekki jöfn einum nema ef vaxtateygni sparnaðar sé lítil. Einnig er ljóst að stuðullinn er fall af hlutfallslegri teygni fjárfestingar og viðskiptajöfnuðar. Ef fylgnistuðullinn er jafn núlli getur það annaðhvort bent til að frelsi fjármagnsflutninga milli landa sé algert eða þá að vaxtateygni sparnaðar sé óendanleg. Ekki er ljóst af ritum þeirra Feldsteins og Horioka hvora túlkunina á að leggja í niðurstöðurnar.

### Skýringar með skírskotun til viðskiptajöfnuðar

#### *A. Ný túlkun á jöfnu Feldsteins og Horioka*

Unnt er að rita jöfnu Feldsteins og Horioka í anda bókhaldsjafnanna í meginþexta. Þá er unnt að segja að ef hreyfanleiki fjármagns er enginn muni breytingar á sparnaði hafa bein áhrif á fjárfestingu en engar á viðskiptahalla. Hins vegar er það svo að flest líkön í alþjóðahagfræði gera ráð fyrir fullkomlega hreyfanlegu fjármagni. Þetta á meðal annars við um líkan Mundells og Flemings. Fylgismenn slíkra líkana eiga erfitt með að sætta sig við niðurstöður Feldsteins og Horioka. Dornbusch (1991, bls. 220) tók svo til orða: „Niðurstaða Feldsteins og Horioka um sterkt samband sparnaðar og fjárfestingar er undrunarefni meðal hagfræðinga. Miklar rannsóknir undanfarin ár hafa ekki náð því að hafna grundvallarniðurstöðum þeirra... Niðurstöðurnar ganga í berhöggi við kenningar alþjóðahagfræðinnar sem segja að við skilyrði fullkomlega hreyfanlegs fjármagns muni breytingar á sparnaðarhneigið fyrst og fremst leiða til breytinga á viðskiptajöfnuði, ekki breytinga á fjárfestingu.“

Nokkrir höfundar hafa bent á að ef stjórnvöld bregðast við viðskiptahalla í þeim tilgangi að minnka hann myndist samband á milli sparnaðar og fjárfestingar jafnvel þegar fjármagn er mjög hreyfanlegt. Nokkur tilbrigði eru til af þessari skýringu (Argimon og Roldan, 1994; Artis og Bayoumi, 1991; Ballabriga o.fl., 1991; Bayoumi, 1990; Coakley o.fl., 1996a, 1996b; Ghosh, 1995; Glick og Rogoff, 1995).

Sachs (1981, 1982) hefur haldið því fram að breytingar á arðsemi fjárfestingar væru meginorsakavaldar ójafnaðar í viðskiptum á milli landa þannig að þau lönd þar sem arðsemi væri mest hefðu halla á viðskiptum við útlönd. Þannig eru breytingar á

viðskiptajöfnuði fremur tengdar breytingum á fjárfestingu en breytingum á sparnaðarhneigð.

Niðurstöður Sachs ganga gersamlega á skjön við niðurstöður Feldsteins og Horioka. Penati og Dooley (1984) héldu því fram að ef niðurstöður hans væru réttar ættu þær að styrkjast með tímanum vegna þess að fjármálamarkaðir væru að samþættast. Þeir endurmátu bæði jöfnu Sachs og jöfnu Feldsteins og Horioka með gögnum frá 19 löndum. Þeir komust að því að niðurstöður Feldsteins og Horioka væru sterkari þegar fleiri löndum var bætt við rannsóknina en ekki var lengur stuðningur við niðurstöðu Sachs. Þeir drógu þá ályktun af þessu að fjármagn væri ekki fullkomlega hreyfanlegt á milli landa.

Aðrir hafa haldið því fram að fylgni sparnaðar og fjárfestingar væri mikil vegna þess að ríkisstjórnir settu sér það markmið að jöfnuður væri á viðskiptum við útlönd (Bayoumi, 1990; Artis og Bayoumi, 1991). Artis og Bayoumi (1991) setja fram þá tilgátu að ríkisstjórnir setji sér markmið um viðskiptajöfnuð og noti peningamálastefnu til þess að ná því fremur en fjármálastefnu. Þeir komust að þeirri niðurstöðu með tölfræðiathugunum að fylgni sparnaðar og fjárfestingar hafi minnkað eftir 1980 sem bendir til þess að ríkisstjórnir skipti sér ekki jafnmikið af þróun viðskiptajöfnuðar og áður. Þeir draga saman niðurstöður sínar á eftirfarandi hátt: „... niðurstöður okkar benda til þess að stjórnvöld hafi sett sér markmið um þróun viðskiptajöfnuðar við ákvörðun peningamálastefnu á áttunda áratugnum en minna á þeim níunda. Þetta birtist í því að fylgni sparnaðar og fjárfestingar minnkaði á meðal landa innan OECD... Það virðist ljóst að markmið stjórnvalda hvað varðar viðskiptahalla skýri þessa fylgni,” (*ibid.* bls. 303).

### *B. Viðskipti milli tímabila*

Coakley, Kulasi og Smith (1996) segja að hugsanlega séu takmarkaðir möguleikar til þess að fjármagna viðskiptahalla fyrir hendi. Í stað þess að reiða sig á aðgerðir stjórnvalda er gert ráð fyrir að vextir erlendra lána taki tillit til áhættu á vangreiðslum þannig að því hærri sem skuldastaðan er, þeim mun hærri verða vextirnir. Þetta gerist þótt fullkomið fjármagnsfrelsi sé fyrir hendi. Þess í stað eru vextir af erlendum lánnum jafnir summu erlendra vaxta og áhættuþóknunar. Af þessu leiðir að ekki er unnt að safna skuldum umfram ákveðið mark þannig að viðvarandi viðskiptahalli kallar á viðskiptaafgang. Af þessu leiðir að sparnaður og fjárfesting fylgjast að á milli tímabila.

Ghosh (1995) gefur enn eina skýringu. Hann tekur fram í upphafi að viðskipti við útlönd séu notuð til þess að draga úr neyklusveiflum milli tímabila. Þannig komi tímabundin áföll ekki fram í neyslu nema að litlu leyti. Gosh metur síðan breytileika viðskiptajöfnuðarins til þess að kanna frelsi alþjóðlegra fjármagnshreyfinga. Í samanburði við þann breytileika sem nauðsynlegur er til þess að jafna neyslu bendir mikill breytileiki viðskiptajöfnuðarins til þess að fjármagnshreyfingar séu meiri en svo að viðskiptajöfnuðurinn nái að jafna neyslu milli tímabila. Þess í stað ráði

spákaupmennska ríkjum. Þessi niðurstaða bendir til þess að hreyfanleiki fjármagns sé „of mikill“.

Hoffman (1999) gerir greinarmun á hreyfanleika fjármagns til skamms tíma og til langs. Hann kemst að þeirri niðurstöðu að til skamms tíma sé mikil fylgni á milli sparnaðar og fjárfestingar en það sama gildi ekki til langs tíma. Þannig leiði aukning sparnaðar í fyrstu til meiri fjárfestingar en síðan verði hún til þess að auka flæði fjármagns úr landi. Niðurstaðan er því sú að mikið fjármagnsstreymi sé á milli landa en það taki tíma fyrir aukinn sparnað að finna leið úr landi.

Niðurstaða þessara rannsókna er sú að sparnaður og fjárfesting fylgist að þegar til lengri tíma er litið vegna þess að mikil skuldasöfnun erlendis leiðir til hækkunar vaxta á erlendum lánnum sem síðan dregur úr innlendri neyslu og fjárfestingu. Þannig er sjálfvirk tilhneiging til þess að viðskipti við önnur lönd séu í jöfnuði þegar til lengri tíma er litið. Það er því ekki sérstök ástæða til þess að hafa áhyggjur af þróun viðskiptahalla vegna þess að hann mun minnka sjálfkrafa þegar tímar líða.





## Viðauki B. Alþjóðlegur samanburður

Í þessum viðauka eru helstu þjóðhagsstærðir nokkurra landa bornar saman. Gögnin eru ættuð frá Efnahags- og samvinnuþróunarstofnuninni (OECD) og Alþjóðagjaldeyrissjóðnum (IMF).

Tafla B.1. Einkaneysla, % af vergri landsframleiðslu

	1960-69	1970-79	1980-89	1990-97
Ísland	62.1	58.3	61.4	61.0
Danmörk	57.0	52.7	51.6	50.1
Finnland	60.6	55.7	54.2	55.0
Svíþjóð	56.6	53.0	51.9	53.2
Noregur	55.1	50.8	48.5	49.2
G-7	60.9	59.9	61.7	63.3
Evrusvæðið	59.5	58.5	59.8	59.8
OECD	61.6	60.4	61.7	63.0

Á þeim tímabilum sem hér eru borin saman hefur einkaneysla verið stór hluti landsframleiðslunnar. Einkaneyslan er meiri hér á landi en á hinum Norðurlöndunum en hefur verið ívið minni en í löndum G-7 og OECD sem heild.

Tafla B.2. Samneysla, % af vergri landsframleiðslu

	1960-69	1970-79	1980-89	1990-97
Ísland	11.2	15.2	17.8	20.3
Danmörk	16.6	23.4	26.7	25.8
Finnland	13.6	16.5	19.5	22.5
Svíþjóð	18.3	24.8	28.0	27.0
Noregur	14.4	18.3	19.4	21.1
G-7	15.6	16.4	17.1	16.4
Evrusvæðið	13.8	16.0	18.1	18.1
OECD	14.9	15.9	16.7	16.2

Þegar litið er á tölur um samneyslu snýst dæmið við. Hér á landi hefur samneysla verið minni en á hinum Norðurlöndunum. Framan af var samneysla á svipuðu róli og í G-7 löndunum, ríkjum Evrusvæðisins og OECD ríkjunum, en á tíunda áratugnum jókst hún

mæld sem hlutfall af landsframleiðslu nokkuð meira á Íslandi en í hinum löndunum. Tafla B.3 sýnir verga fjármunamyndun.

Tafla B.3. Verg fjármunamyndun, % af vergri landsframleiðslu

	1960-69	1970-79	1980-89	1990-97
Ísland	28.1	28.3	21.7	17.2
Danmörk	26.9	26.5	20.5	18.8
Finnland	25.9	27.4	25.0	18.2
Svíþjóð	23.8	21.1	19.4	16.1
Noregur	27.8	30.8	27.0	21.0
G-7	21.4	22.5	21.1	19.8
Evrusvæðið	24.2	23.6	20.8	20.1
OECD	21.7	22.7	21.2	20.2

Eins og sjá má af töflunni hefur verg fjármunamyndun á Íslandi verið heldur minni hér á landi en í flestum landanna upp á síðkastið. Athygli vekur að alls staðar hefur dregið úr fjármunamyndun á tímabilinu, einna mest hér á landi. Hér þarf þó ekki að vera um neikvæða þróun að ræða. Aukið frjálsræði á fjármagnsmörkuðum og jákvæðir raunvextir hafa dregið úr fjárfestingu en jafnframt aukið arðsemi hennar. Neikvæðir raunvextir árána 1960-80 höfðu í för með sér mikla fjárfestingu sem oft og tíðum var ekki þjóðhagslega hagkvæm.

Tafla B.4. Útflutningur vöru og þjónustu, % af vergri landsframleiðslu

	1960-69	1970-79	1980-89	1990-97
Ísland	37.2	35.3	35.7	34.3
Danmörk	29.5	29.3	35.2	35.9
Finnland	21.2	26.9	29.0	32.1
Svíþjóð	21.7	27.1	32.8	34.9
Noregur	36.4	37.5	39.7	39.5
G-7	10.4	13.8	15.5	16.0
Evrusvæðið	18.3	23.4	28.0	28.3
OECD	12.2	15.5	18.0	19.1

Tafla B.5. Innflutningur vöru og þjónustu, % af vergri landsframleiðslu

	1960-69	1970-79	1980-89	1990-97
Ísland	38.6	37.6	35.7	32.6
Danmörk	31.7	32.1	34.5	30.7
Finnland	21.9	27.6	28.5	27.5
Svíþjóð	21.9	27.0	31.6	31.0
Noregur	35.8	38.9	35.5	32.5
G-7	9.8	13.5	15.8	15.9
Evrusvæðið	17.8	23.0	27.4	26.7
OECD	12.0	15.6	18.3	19.0

Útflutningur á Íslandi var öllu meiri en á flestum hinna Norðurlandanna á sjöunda til níunda áratugnum en á þeim tíunda var útflutningur landanna fimm svipaður, þó einna mestur í Noregi. Útflutningur G-7 landanna, Evrusvæðisins og OECD-ríkjanna var nokkuð minni en Norðurlandanna. Innflutningur var einna mestur á Íslandi á þeim tímabilum sem hér eru borin saman.

Tafla B.6. Hreinn sparnaður, % af vergri landsframleiðslu

	1960-69	1970-79	1980-89	1990-97
Ísland	13.7	12.4	5.3	3.5
Danmörk	28.2	18.9	0.2	4.5
Finnland	13.5	12.5	8.9	1.5
Svíþjóð	13.1	10.1	4.7	2.1
Noregur	17.6	14.7	12.2	10.2
G-7	13.8	12.4	8.8	7.6
Evrusvæðið	16.6	14.2	9.2	8.5
OECD	13.9	12.8	9.1	8.1

Hreinn sparnaður, sem skilgreindur er sem ráðstöfunartekjur að frádraginni einka- og samneyslu, hefur farið minnkandi hér á landi á undanförunum áratugum en hann féll um 10 prósentustig af vergri landsframleiðslu frá sjöunda áratugnum fram á þann tíunda. Sömu sögu er að segja frá samanburðarlöndunum en þar hefur hlutfall hreins sparnaðar af vergri landsframleiðslu farið minnkandi en þó mismikið. Á níunda áratugnum og þeim tíunda var hlutfall hreins sparnaðar hæst í Noregi sem skýrist af olúsjóði þeirra.

Tafla B.7. Viðskiptajöfnuður, % af VLF

	1960-69	1970-79	1980-89	1990-97
Ísland	-1.9	-3.4	-3.2	-1.0
Danmörk	-2.1	-3.2	-3.6	1.2
Finnland	-1.2	-2.3	-2.0	-0.2
Svíþjóð	-0.2	-0.4	-1.6	-0.7
Noregur	-1.1	-3.4	0.6	3.9
G-7	0.3	0.0	-0.9	-0.5
Evrusvæðið	0.0	-0.3	-1.2	0.1
OECD	0.1	-0.2	-0.9	-0.6

Viðskiptajöfnuður hefur verið einna óhagstæðastur hér á landi á síðustu áratugum. Framan af tíunda áratugnum var mesti hallinn hér á landi og sá næstmesti í Svíþjóð. Noregur sker sig hins vegar úr þar sem nokkur afgangur hefur verið á viðskiptajöfnuðinum upp á síðkastið sem enn og aftur má skýra með olútekjum Norðmanna.

Tafla B.8. Mesti viðskiptahalli, 1960-97

	Mesti halli að meðaltali á 10 ára tímabili	Tímabil	Mesti halli á einu ári	Ár
Ísland	-4.8	1967-76	-10.3	1974
Danmörk	-4.2	1977-86	-6.0	1986
Finnland	-3.0	1983-92	-7.6	1975
Svíþjóð	-1.8	1974-83	-3.6	1990
Noregur	-3.4	1970-79	-8.6	1977
G-7	-1.1	1983-92	-1.8	1989
Evrusvæðið	-1.3	1981-90	-2.5	1974
OECD	-1.1	1985-93	-1.7	1989

Tafla B.8 sýnir annars vegar mesta viðskiptahalla á 10 ára tímabili og hins vegar mesta halla á einu ári. Eins og sést er Ísland í efsta sæti í báðum tilvikum. Mesti halli hér á landi mældist árið 1974 þegar hann var 10,34% af landsframleiðslu. Þetta er í samræmi við niðurstöður 2. kafla um mikinn breytileika viðskiptajöfnuðar hjá smáum þjóðum.

#### *Samband viðskiptajöfnuðar við fjárfestingu einkaaðila og hins opinbera.*

Tafla B.9 sýnir viðskiptahalla að viðbættri fjárfestingu hins opinbera og einkaaðila. Samtalan mælir eignaaukningu þjóðarbúsins sem annars vegar felst í innlendri fjármunamyndun en hins vegar í kaupum á eignum erlendis. Í ljós kemur að slík heildareignamyndun var mest hér á landi fram til 1980 og má rekja þetta til mikillar innlendrar fjárfestingar. Síðan höfum við dregist aftur úr og vermum nú neðsta sætið meðal Norðurlandanna ásamt Svíum. Þannig má segja að á síðustu tuttugu árum hafi

hluti samneyslu á Íslandi aukist en hlutur innlendrar fjárfestingar dregist saman. Aukin samneysla hefur þá komið fram í minni sparnaði og fjárfestingu.

Tafla B.9. Viðskiptajöfnuður og fjárfesting einkaaðila og hins opinbera, % af VLF

	1960-1969	1970-1979	1980-1989	1990-97
Ísland	25.9	24.7	18.6	16.3
Danmörk	24.7	23.1	18.8	22.0
Finnland	24.8	25.3	23.5	19.1
Svíþjóð	23.8	21.2	18.7	16.3
Noregur	27.4	27.7	28.6	26.1
G-7	23.1	23.2	20.2	19.0
Evrusvæðið	24.1	24.0	19.5	20.2
OECD	23.5	24.6	21.8	20.5

Á sjöunda áratugnum var viðskiptahalli að viðbætti fjárfestingu sem hlutfall af vergri landsframleiðslu aðeins hærrí í Noregi en hér á landi. Ísland féll um eitt sæti á áttunda áratugnum, en á þeim níunda og tíunda var hlutfallið lægst hér á landi. Það má að miklu leyti skýra með kreppunni á fyrri helmingi áratugarins. Hlutfall viðskiptajöfnuðar og fjárfestingar var hins vegar hæst í Noregi öll tímabilin.

#### *Samanburður greiðslujöfnuðar*

Í töflunum hér að neðan er greiðslujöfnuður landanna borin saman.

Tafla B.10. Greiðslujöfnuður árið 1998, % af VLF

	Ísland	Danmörk	Finnland	Noregur	Svíþjóð	G-7	Evrusv.	OECD
Viðskiptajöfnuður	-5.5%	-1.1%	5.5%	-1.5%	2.0%	-0.3%	1.3%	0.0%
Vöruskiptajöfnuður	-4.2%	2.1%	9.3%	1.1%	7.5%	0.0%	2.6%	0.2%
Þjónustujöfnuður	-0.2%	-0.3%	-0.8%	-0.9%	-1.6%	0.1%	-0.1%	0.3%
Jöfnuður þáttatekna	-1.0%	-2.1%	-2.2%	-0.6%	-2.5%	0.2%	-0.4%	0.0%
Rekstrarframlög	-0.2%	-0.8%	-0.8%	-1.1%	-1.5%	-0.5%	-0.8%	-0.4%
Fjárframlög	-0.1%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.4%	0.0%	0.2%	0.0%
Fjármagnsjöfnuður	7.1%	-0.9%	-1.6%	-0.1%	2.5%	0.3%	-1.0%	0.2%
Bein fjárfesting	0.9%	1.3%	-4.9%	0.7%	-1.4%	-0.6%	-1.7%	-0.5%
Verðbréfavíðskipti	-3.9%	-5.6%	-0.5%	-3.1%	-7.2%	0.2%	-2.4%	-0.4%
Annað fjármagn	10.2%	3.4%	0.1%	2.3%	11.1%	0.7%	3.1%	1.1%
Skekkjur og vantalið	-1.2%	-0.4%	-3.8%	-2.8%	-3.5%	0.0%	-0.6%	-0.1%

Árið 1998 var viðskiptajöfnuður óhagstæðastur á Íslandi miðað við samanburðarlöndin í töflunni. Á móti kom jákvæður fjármagnsjöfnuður sem var að mestu í formi lántöku erlendis.

Tafla B.11 sýnir að lokum meðalgreiðslujöfnuð áráanna 1989-98. Viðskiptahallinn var að meðaltali lægri á þessu tímabili en áður og fjármagnsstreymi til landsins þar af leiðandi minna.

Tafla B.11. Greiðslujöfnuður 1989-98, % af VLF

	Ísland	Danmörk	Finnland	Noregur	Svíþjóð	G-7	Evrusv.	OECD
Viðskiptajöfnuður	-1.6%	1.2%	-0.2%	3.1%	-0.3%	-0.1%	0.5%	-0.1%
Vöruskiptajöfnuður	1.0%	3.7%	5.9%	5.9%	4.7%	0.2%	1.5%	0.1%
Þjónustujöfnuður	0.2%	1.2%	-2.1%	0.2%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.2%
Jöfnuður þáttatekna	-2.6%	-3.1%	-3.5%	-1.8%	-2.9%	0.0%	0.0%	-0.1%
Rekstrarframlög	-0.1%	-0.6%	-0.7%	-1.2%	-1.0%	0.0%	0.0%	-0.4%
Fjárframlög	0.0%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
Fjármagnsjöfnuður	2.1%	-0.4%	0.9%	-0.7%	1.9%	0.4%	0.0%	0.5%
Bein fjárfesting	0.0%	-0.1%	-1.5%	-0.4%	-1.0%	0.0%	0.0%	-0.4%
Verðbréfavíðskipti	1.1%	1.4%	3.2%	-1.7%	-1.5%	0.0%	0.0%	0.5%
Annað fjármagn	1.0%	-1.7%	-2.2%	1.4%	4.4%	0.0%	0.0%	0.4%
Skekkjur og vantalið	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-1.8%	-1.1%	-0.2%	-0.4%	-0.2%





## English Summary

In recent years a large and growing current-account deficit has been a topic of debate as well as a source of criticism of economic-policy management in Iceland. In a generally favourable economic situation – with low unemployment, low inflation and rapid economic growth – the spiralling external deficit has caught the attention of politicians and voters alike. It is the objective of this monograph to enlighten this debate by analysing the causes, nature and possible consequences of a large and sustained deficit for this country. In particular, an attempt is made to assess to what extent a current-account target belongs to the key goals of economic policy, such as high growth, low inflation, and low unemployment.

### *General framework*

The starting point of our analysis is the national account identities. By definition, the current account equals the difference between domestic investment and savings. As such it measures the change in the nation's net foreign assets, the difference between foreign assets and the external debt. When domestic investment exceeds domestic savings, the net asset position deteriorates and imports in excess of exports are paid for by borrowing or by the sale of domestically owned assets.

From this it follows that a current-account deficit does not necessarily constitute a macroeconomic problem and thus a strictly balanced current account does not belong to the government's list of key policy goals. The current account deficit – that is foreign savings – can be used to finance increased domestic investment as well as consumption. Increased investment results in higher output in the future as well as in higher interest payments on foreign debt. Future generations will then benefit if the investment is profitable.

If a current account deficit coincides with low investment, does this then constitute evidence that we have a problem with the external balance? No, not necessarily. If domestic output falls transitorily – due to a deterioration in the terms of trade, a fall in export demand, natural disasters or other supply shocks, to give a few examples – the optimal response consists of borrowing to service consumption at a reasonably high level while making both current as well as future consumption absorb the shock. In this way, we trade future consumption – in good times – for current consumption. This improves welfare because we value consumption more at the margin when it starts at a low level. Thus we manage to smooth consumption over time by borrowing when output is low and through net saving when output is high.

Changes in a country's external balance reflect what economists refer to as intertemporal trade. This improves our welfare just as does trade in different goods at a particular point in time. When investment increases this raises the domestic relative price of current consumption – that is the real interest rate – and it becomes optimal to import consumption in return for loss of future consumption, whose relative price has fallen. When output falls, the relative price of current consumption is also raised to the same effect. Such trade reflects the efficiency and desirability of international capital markets. Capital mobility offers a nation the possibility of not only using foreign saving when this becomes desirable, but also to invest its savings abroad, in the particular country where the return to capital happens to be highest.

It follows that the current-account balance should reflect a nation's age structure. Both the young and the old usually spend more than their income while the middle aged are on average net savers. When young we borrow to finance our studies and also rely on family support. When old we live off our retirement savings, including pension contributions. Thus a country which either has a high share of the very young or the very old or both could be expected to have a large current-account deficit.

It is of some concern when the accumulated current-account deficit – that is the stock of external debt – causes international capital markets to lose faith in the country's ability to service its debt. When the rate of domestic economic growth equals the foreign rate of interest, an indebted country can service the debt by borrowing continuously abroad while keeping the ratio of debt to output constant. In contrast, when the interest rate exceeds the rate of growth it becomes necessary to reduce consumption to render it possible to use domestic output to pay interest on the debt. When the ratio of external debt to output is high, changes in the rate of interest and the rate of growth of output affect the debt burden greatly, more so than changes in the level of debt. However, when the ratio of debt to output is low, changes in the level of debt are more important for the debt burden than changes in the interest rate.

The maximum sustainable debt burden measures the lowest possible level of consumption given output that a country can keep up in order to service its external debt.

This depends on labour-market institutions such as labour unions, their reluctance to accept cuts in real wages, and their ability to prevent wage cuts. Also on the strength of other institutions such as property rights, the rule of law, and the government's ability to tax the private sector. Finally, the distribution of income plays a part, particularly the distribution of the benefits of the sustained current-account deficit of the past.

The question arises whether a large current-account deficit can constitute a macro-economic problem if the burden of debt is not excessive. A great many economic forces and events can contribute to excessive deficits and some of these deficits cannot be justified on efficiency grounds. Market failures in product markets and capital

markets, credit rationing, and mistakes made by households, companies and banks can cause such excessive deficits. When banks temporarily expand the supply of credit such that agents acquire access to credit who normally would not be able to do so, consumption and investment is increased and so is the current-account deficit. When households expect an exchange-rate devaluation they may respond by purchasing consumer durables and firms may increase their investment in imported capital goods. The resulting current-account deficits are also not justifiable on efficiency grounds.

Most importantly, bad investments which do not raise future output proportionately to the initial investment outlays, create unwarranted current-account deficits. This imposes a debt burden on the future while not contributing to any output growth. Since such investments are unlikely to raise welfare at the time, it should be clear that a burden is imposed on both current and future generations.

Since the current-account deficit is equal to the difference between domestic saving and investment, we should see a relationship between public saving and the current account – i.e. changes in the government surplus or deficit should be reflected in changes in the current account. We find examples of this happening for particular countries that have been subject to great swings in public spending, such as Germany at the time of reunification. However, we were not able to detect a statistically significant relationship between the two variables either when looking at a cross-section of countries or when looking at most countries over time. In particular, we were not able to find such a relationship for Iceland. This does not mean that changes in public saving do not affect the current account, only that the changes observed in the data were not sufficiently large to enable us to find a statistically significant relationship.

In the short run – that is the time it takes prices and wages to adjust – changes in the demand for goods and services affect in domestic output as well as the current account. An increase in consumption and investment demand increases output and the current account deteriorates.

Expansionary monetary policy leading to a reduction in domestic interest rates causes a sudden nominal-exchange-rate depreciation and hence also a real exchange rate depreciation. This raises demand for domestic output and as a result output rises while the current account improves. Following the initial depreciation, the exchange rate will gradually appreciate in accordance with the condition of uncovered interest parity.

In contrast, an expansionary fiscal policy causes the exchange rate to appreciate, hence the current account deteriorates while output increases.

It follows that when we face growing inflation and current-account deficits we need to use contractionary fiscal policy, either on its own, or in conjunction with a contractionary monetary policy. However, note that the use of monetary policy will

reduce inflationary pressures while adding to the current-account deficit. The sole use of monetary policy is not appropriate as this will lead to ever increasing external deficits.

### *The current state of the Icelandic economy*

The Central Bank of Iceland has raised interest rates repeatedly in recent years in order to curb rising wage- and price inflation. Unemployment currently stands at only 0.9% while inflation has risen above that found among our trading partners. Short-term interest rates are now around 6% higher in Iceland than in those other countries. Not surprisingly, this has led to a growing current-account deficit which now amounts to around 8% of GDP. The large deficit is due to a combination of booming consumption and investment demand but also the monetary-policy stance. In raising interest rates, the central bank has made a choice to attain internal balance – constant inflation – at the expense of an external imbalance – a large and rising current account deficit.

The monetary policy stance is fully justified in light of the central bank's apparent policy goals. However, we attempt to assess to what extent the resulting deficits are sustainable and/or pose a threat to either stability or future welfare.

We argue that the recent large current-account deficits cannot be rationalised and justified in terms of the efficiency gains from intertemporal trade – either due to high investment or low output. Instead, an excessive growth of consumption demand, fuelled in part by a domestic credit expansion, in conjunction with the monetary policy stance appear to be the key culprits. This points to an inappropriate policy mix: A more flexible fiscal policy would have reduced inflation and also helped to curb the external deficits. As a result monetary policy has been made to carry a heavier burden in the fight against inflation.

We argue that the strong use of monetary policy has had unintentional consequences for the stability of the financial system. Very high domestic interest rates have created a capital inflow while domestic companies and individuals have borrowed abroad through domestic banks. Thus the Icelandic banks have borrowed in international capital markets and enabled others to take advantage of the interest-rate differential. In so doing the banks have both taken direct exchange-rate risks as well as indirect risks through guaranteeing the repayment of loans by domestic agents.

The Icelandic banks have in effect provided insurance against domestic borrowers not being able to honour their obligations towards foreign banks. In so doing they have given Icelandic citizens an access to international capital markets and hence an opportunity to benefit from the large interest-rate differential. In return they receive a part of the interest differential. But this creates exposure to exchange-rate risk. If the exchange rate depreciates the banks will suffer directly through reduced net worth. But a much more important link goes through the risk of domestic borrowers defaulting.

The banks have managed to reduce their exchange-rate risk through the use of forward contracts. In this case the insurance element is most apparent. The banks borrow money at a low rate of interest in international capital markets and lend it to domestic investors at a somewhat higher interest rate, although lower than the rate of interest on domestic treasury bills. These investors gain by the interest differential but lose if the Icelandic króna depreciates.

When domestic borrowers fail to meet their obligations in a systematic way the banks are adversely affected. This can occur following the advent of a recession or a fall in domestic asset prices – i.e. share and house prices – but also, and importantly, following an exchange-rate depreciation. A large depreciation will thus erode the investors' net worth and in many cases cause them to default in which case the banks will suffer the loss.

We should note that as is the case with other forms of insurance, the buyer is subject to moral hazard problems. When the bank guarantees repayment of the foreign loans, the domestic borrowers will have an added incentive to take increased exchange-rate risks through more borrowing.

It follows that a reversal of the monetary policy stance and/or expectations of an exchange rate depreciation can trigger a capital flight and a sudden depreciation with serious consequences for the domestic banking system.

The current monetary policy stance also increases the risk of financial instability through other channels. First, the interest differential, by contributing to a domestic credit expansion, makes banks take on new customers whose creditworthiness is more difficult to assess. Second, the high rates of domestic interest in all likelihood cause investors to choose more risky investment projects. As Stiglitz and Weiss (1981) show: The higher the rate of interest, the more risk-seeking individuals apply for loans and the riskier projects they choose for investment. In sum, the combination of high interest rates and a domestic credit expansion is likely to cause greater financial instability.

Moreover, the credit expansion has contributed to an asset price inflation. House prices have risen continuously as did share prices until quite recently. If this trend is reversed we could have a further fall in investor's net worth contributing to the banks' problems.

Hence the stage appears to be set for a potential increase in financial instability: High asset prices, high interest rates, a domestic credit expansion, current-account deficits, and rising inflation. In fact, as we document, the state of the economy resembles remarkably that of the Nordic countries before the bank crises in the early 1990s. These resulted in a sequence of government bailout that cost the taxpayer a sum equivalent to 70,000 Icelandic krónur per capita in current prices.

In the report we do back-of-the-envelope calculations to estimate the effect of exchange-rate depreciations and loan defaults on the bank's net worth. We find that their direct exchange rate risk is not great while the impact of loan defaults could hurt them seriously. Thus a cumulative depreciation of 10% on top of 3% of loans defaulting will reduce the ratio of net worth to total assets below the 8% limit dictated by international conventions. In light of this apparent risk we see a need for greater monitoring of the banking system, especially a thorough assessment of their risk-management systems.

We conclude that today's current-account deficits are due in large part to a combination of a domestic consumption- and investment boom as well as the contractionary monetary policy. We draw the following lessons from this episode:

- Monetary policy has been used to combat inflation. Because monetary policy has been left to carry the greater part of the burden, the current account deficit has as a result further increased. If fiscal policy had been applied to a greater extent, interest rates would not have increased as much and the external deficits would not be so great. But given the fiscal policy stance, monetary policy has been conducted in a manner fully appropriate to the economic situation.
- The high domestic interest rates have fuelled the domestic credit expansion as domestic banks have borrowed abroad to help domestic investors profit from the interest rate differentials. In so doing the banks have, both directly and indirectly, been exposed to exchange rate risk.
- If the monetary policy stance becomes less credible, that is if the markets start expecting lower interest rates or a depreciation of the króna, this will hurt the financial system. A combination of a general economic downturn, lower interest rates, and an expectation of a nominal depreciation may cause problems by reducing the banks' net worth and hence call for the use of taxpayer money.

### *Recommendations*

In light of these findings we come up with proposals that are intended to ensure continued gains from the ability to borrow in international capital markets while increasing the stability of the financial system.

- Our first proposal involves setting a target for the maximum sustainable trade surpluses and deficits. We choose the trade balance over the current account as the latter reflects in part the level of external assets and debt in addition to the effect of current economic conditions.

A departure from these limits should be allowed in exceptional circumstances. Thus if a large supply shock – such as dramatic changes in the fish catch and/or changes in the terms of trade – hits the economy, larger deficits should be allowed. For this to occur

one has to be able to point out well-defined economic shocks that are known, a priori, to justify such a departure.

At times of relatively lax fiscal policy and mounting inflationary pressures, the use of contractionary fiscal policy may raise the trade deficit. This amounts to another justifiable departure from our limits above although it is regrettable that fiscal policy cannot share the burden of fighting inflation, hence keeping a lid on the trade deficit.

But a severe dose of contractionary monetary policy can, as we have shown, potentially contribute to financial instability. To reduce the likelihood that the dose will ever have to be too strong we recommend that inflationary pressures should be counteracted in a timely fashion. When unemployment falls at a rapid rate or approaches levels that are likely to be conducive to rising inflation, both monetary and fiscal policy should be used from the beginning to prevent the need for very high interest rates later on.

- We recommend that laws and regulations be enacted in order to facilitate the migration of foreign labour to meet excessive labour demand during boom periods. This involves determining access to health care and other welfare programmes, the resolution of tax issues and rules about the transition from the status of a temporary migrant to that of a permanent resident.

Most importantly, much greater attention has to be paid to the interaction between monetary policy and financial stability. Here we make the following proposal:

- The monitoring of commercial banks should be greatly enhanced. The goal of this organisation would be to constantly monitor the health of banks and other financial organisation and to assess their risk-management systems in the hope of averting banking crises on the scale of those that hit some of the Nordic countries, the U.S., Japan and some of the South-East Asian countries in recent years. Moreover, the responses to such a crises would have to be planned beforehand.

It is in this sphere that current policy seems to be lacking. There is a great need to incorporate issues relating to financial stability into the current economic debate. The issue of persistent current-account deficits, central bank behaviour and the conduct of fiscal policy are all linked to the health of the financial system and should be considered together.

Finally, we propose that the projected government budget surpluses not be used to pay up the stock of government debt but instead put in a specific fund and invested abroad. This would maintain the market in government bonds and hence also maintain an adequate level of public-sector human capital to ensure continued government access to capital markets. In addition, the market would generate a risk-free rate of interest on government bonds in daily trading. We maintain that the continuation of the

government-bonds market will contribute to the development of domestic financial markets and a more efficient risk management. Finally, the market provides the central bank with the option of using open-market operations in conducting monetary policy.



# Velferð og viðskipti

Um eðli og orsakir viðskiptahalla

Hagvaxtarskeiðið á seinni hluta tíunda áratugarins hefur haft í för með sér eina mestu lífskjarabót sem dæmi eru um á Íslandi. Þetta blómmaskeið má einna helst rekja til aukins frelsis í viðskiptum og efnahagslegs stöðugleika sem stuðlað hefur að meiri hagkvæmni í rekstri fyrirtækja. Saman hafa farið lítil verðbólga og sátt á vinnumarkaði, auk hagstæðra utanað komandi aðstæðna. Á síðustu árum hefur athyglin hins vegar beinst í auknum mæli að ört vaxandi halla á viðskiptum við útlönd og hefur spunnist allmikil umræða um eðli hans og orsakir. Nokkuð hefur skort á að hinar ýmsu hliðar málsins fengju ítarlega umfjöllun og jafnvel hefur á stundum borið á misskilningi.

Í þessari fyrstu haustskýrslu Hagfræðistofnunar eru settar fram nokkrar helstu kenningar hagfræðinnar um eðli og orsakir viðskiptahalla og þær skoðaðar í ljósi íslenskra aðstæðna. Færð eru rök fyrir því að jöfnuður á viðskiptum við útlönd eigi ekki að vera jafn mikilvægt markmið stjórnvalda og efling hagvaxtar, lítið atvinnuleysi og stöðug og lág verðbólga. Þessum þremur markmiðum hagstjórnar eigi að skipa í öndvegi, þótt einnig sé tekið tillit til viðskiptajafnaðar.

Halli á viðskiptum við útlönd gerir þjóðum kleift að fjármagna arðbæra fjárfestingu og neyslu með erlendum lántökum og að bæta þannig lífskjör sín til langs tíma lítið. Hins vegar getur mikill viðskiptahalli stefnt stöðugleika fjármálakerfisins í hættu. Við slíkar aðstæður, samfara frjálsum fjármagnsflutningum og aðhaldssamri stjórn peningamála, eykst gengisáhætta og útlána-áhætta fjármálastofnana. Eftirlit stjórnvalda með fjármálakerfinu verður af þessum sökum að vera sérstaklega öflugt, auk þess sem viðbrögð við versnandi eiginfjárstöðu fjármálastofnana þurfa að vera vel ígrunduð.

ISBN 9979-9045-1-8



Hagfræðistofnun Háskóla Íslands

Heimasíða: [www.ioes.hi.is](http://www.ioes.hi.is)