

## Viðskiptahallinn í alþjóðlegum og sögulegum samanburði

*Er viðskiptahallinn sem myndast hefur á síðustu árum einkenni hættulegrar ofþenslu í þjóðarbúskapnum eða þróttmikillar efnahagsstarfsemi? Í greininni er reynt að nálgast svar við þessum spurningum frá ýmsum hliðum. Fjallað er um mismunandi merkingar hugtaksins sjálfbær viðskiptahalli og næmni niðurstaðna fyrir breytingum á forsendum. Þá er fjallað um ástæður, einkenni og eftirköst hliðstæðra hallatímabila hjá öðrum þjóðum og hérlandis og hvað greinir þau frá núverandi hallaskeiði. Þá er fjallað stuttlega um röksemdir sem komið hafa fram á síðustu árum þess efnis að hallinn sé hvorki eins mikill og mælingar gefa til kynna, né veruleg ógn við langtímastöðugleika.*

Halli á viðskiptum Íslands við umheiminn hefur verið mikill undanfarin 3 ár og ef marka má þjóðhagsspár bendir fátt til þess að draga muni verulega úr honum á næstunni. Gert er ráð fyrir að hallinn á síðasta ári hafi numið 9% af landsframleiðslu og verði enn meiri á þessu ári, þrátt fyrir að flest bendi til að hagvöxtur verði töluvert minni en árin á undan. Viðskiptahallinn hefur vakið nokkra umræðu um það hvort efnahagslegum stöðugleika sé hætta búin vegna hans. Í ritum Seðlabankans hefur verið varað við því að viðskiptahallinn sé vísbending um alvarlegt ójafnvægi í þjóðarbúskapnum. Hins vegar hefur einnig verið bent á að umtalsverð eignamyndun erlendis komi á móti aukningu erlendra skulda og að tekjur af erlendum eignum séu vanmetnar. Þegar teknið hafi verið tillit til þess sé áhætta sem fylgir miklum mældum viðskiptahalla og skuldasöfnun minni. Sumir hafa jafnvel gert sér í hugarlund að vöxtur nýbúskapar á Íslandi geri það að verkum að ekki stafi mikil hætta af auknum viðskiptahalla. Enn aðrir hafa andæft því sjónarmiði að viðskiptahallinn sé áhættu-

samur með því að vísa til ungs aldurs þjóðarinnar og almennra sanninda um hagræna þýðingu viðskiptahalla. Í riti sem Hagfræðistofnun Háskóla Íslands gaf út sl. haust er lögð áhersla á að „viðskiptajöfnuður sé í sjálfu sér hlutlaust fyrirbæri“ sem eigi ekki heima meðal helstu markmiða opinberrar hagstjórnar.<sup>2</sup> Þó er viðurkennt að miklum hallarekstri geti fylgt ákveðin áhætta, án þess að lagt sé mat á hvort slíkt hættuástand ríki nú.

Umræða um hugsanleg skaðleg áhrif viðskiptahalla er ekki einskorðuð við Ísland. Henni hefur t.d. skotið upp öðru hvoru í tengslum við alvarlegar gjaldeyris- og fjármálakreppur í heiminum á síðustu árum, því að undanfari þeirra hefur einatt verið ofþensla sem birst hefur í miklum halla á viðskiptum við útlönd. Í Bandaríkjunum á sér einnig stað töluverð umræða um hugsanlega skaðsemi viðskiptahalla, en undir nokkuð öðrum formerkjum. Þar hefur viðskiptahallinn aukist á undanförunum árum og sett sögulegt met, þótt hann sé helmingi minni í hlutfalli við landsframleiðslu en á Íslandi. Skoðanir eru þar skiptar eins og hér, en skoðanaskiptin snúast að hluta

1. Höfundur er deildarstjóri á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands. Hann þakkar Jóni Steinssyni fyrir mikilsverða aðstoð við undirbúning þessarar greinar. Þau sjónarmið sem fram koma í greininni eru höfundar og eru ekki endilega þau sömu og sjónarmið Seðlabanka Íslands.

2. Gústaf Sigurðsson, Gylfi Zoëga, Marta Skúladóttir og Tryggvi Þór Herbertsson: *Velferð og viðskipti: Um eðli og orsakir viðskiptahalla*, Hagfræðistofnun Háskóla Íslands, nóvember 2000.

til um önnur atriði. Í Bandaríkjunum snýst deilan að miklu leyti um erlenda samkeppni og hnignun bandarískrs iðnaðar og þá staðhæfingu verndarsinna á Bandaríkjaþingi að hallinn stafi af því að bandaríkjamaður hafi verið opnaður meira gagnvart umheiminum en markaðir viðskiptalanda Bandaríkjanna gagnvart bandarískri vöru og þjónustu.<sup>3</sup> Þar hefur athyglinni oft verið beint að halla á viðskiptum við einstök ríki, t.d. Japan, sem hafa verið talin beita ósanngjörnum aðferðum við að vernda eigin framleiðslu. Þeir sem gripið hafa pennann til varnar fríverslun hafa vísað til klassískra kenninga um alþjóðaviðskipti og bent á að viðskiptahallinn sé þjóðhagslegt (makró) fyrirbæri, sem endurspeglir mismunandi sparnaðarheigð og stöðu hagsveiflunnar.

Þau rök og deiluefni sem rætt hefur verið um í Bandaríkjunum hafa lítið að gera með áhyggjur manna hér á landi af stærð viðskiptahallans. Um það virðist ríkja nokkuð góð sátt núorðið að hagsmunum Íslands og annarra smárikja sé best borgið með viðtækri fríverslun. Höfundur er ekki heldur kunnugt um að því sé haldið fram að ástæður viðskiptahallans liggja djúpt í haggerðinni, heldur virðast flestir sammála um að viðskiptahallinn sé þjóðhagslegs eðlis. Áhyggjur Seðlabankans o.fl. eru því af allt öðrum toga en áhyggjur bandarískra verndarsinna. Viðskiptahalli, svo lengi sem hann er innan hóflegra marka, er ekki og ætti ekki að vera áhyggjuefni. Það þýðir þó ekki að líta megí á viðskiptahallann af léttúð, sama hve mikill hann verður.<sup>4</sup> Mikill viðskiptahalli getur verið einkenni þjóðhagslegs jafnvægisleysis sem getur haft neikvæð áhrif á hagvöxt í framtíðinni, rétt eins og einstaklingur, sem tekur meira að láni en góðu hófi gegnir, getur skert framtíðarlífskjör sín verulega, sérstaklega ef hann hefur varið lánsfénu til neyslu eða óarðbærrar fjárfestingar. Nýleg reynsla af fjármála- og gjaldeyriskreppum, t.d. í Mexíkó,

Asíu, og á Norðurlöndum bendir einnig til þess að mikill viðskiptahalli sé, ásamt nokkrum öðrum vísbendingum, einn helsti fyrirboði gjaldeyris- og fjármálakreppu. Víðtækari rannsóknir sem gerðar hafa verið á undanförunum árum gefa sömu niðurstöðu.<sup>5</sup> Það er því full ástæða til að fylgjast náið með viðskiptahallanum og beita almennum þjóðhagslegum aðgerðum eða reglum, eftir því sem við á, til að draga úr líkum þess að ójafnvægi, sem viðskiptahallinn gefur til kynna að sé til staðar, leiði til alvarlegrar kreppu síðar. Það er hins vegar mikilvægt að gera sér grein fyrir því að óhóflega mikill viðskiptahalli er í versta falli sjúkdómseinkenni en ekki sjúkdómurinn sjálfur. Bein markmið um viðskiptahalla, eins og lagt er til í nefndu riti Hagfræðistofnunar (sem reyndar virðist í mótsögn við megininntak ritsins) eru því misráðin, enda getur iðulega þurft að beita hagstjórnaraðgerðum sem til skamms tíma auka á viðskiptahallann til að vinna bug á ofpenslu sem er undirrot hans.<sup>6</sup>

Spurningin sem stjórnvöld á hverjum tíma þurfa að leggja mat á er hversu mikill viðskiptahalli sé of mikill? Hvernig er hægt að greina á milli viðskiptahalla sem er einkenni þróttmikillar efnahagsstarfsemi og fjárfestingar og halla sem er sjúkdómseinkenni ofpenslu? Því er vandsvarað, enda hafa margir þættir áhrif á matið. Hér á eftir mun ég nálgast viðfangs efnið frá nokkrum ólíkum sjónarhornum. Fyrst mun

3. Nefnd 12 manna (U.S. Trade Deficit Review Commission, USTR), sem komið var á fót á Bandaríkjaþingi árið 1998 til að fara yfir stöðuna, komst að þeirri niðurstöðu að viðskiptahalli Bandaríkjanna væri meiri en staðist gæti til lengdar og væri hættulegur bandarískum þjóðarþúskap. Hún komst hins vegar ekki að samkomulagi um hvað gera skyldi í málinu.

4. Það er því varla réttmætt að gera því skóna, eins og gert er í fyrirnefndu riti Hagfræðistofnunar (bls. 8), að áhyggjur af viðvarandi viðskiptahalla séu fyrst og fremst arfleifð kaupskaparstefnu fyrri tíma. Þetta kann að eiga við um umræðuna í Bandaríkjunum að einhverju leyti – en tæpast á Íslandi.

5. Ágætis byrjunarreitur til þess að kanna mikinn og vaxandi fjölda rannsóknarrígerða um leiðandi vísbendingar fjármála- og gjaldeyriskreppa er í *World Economic Outlook*, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF), maí 1998. Ítarlegt yfirlit er einnig að finna í Kaminsky, G og Reinhart (1999), „The Twin Crises: Causing of Banking and Balance-of-Payment Problems“, *American Economic Review*, 89 bindi, nr. 3. Sjá einnig Berg, A. og C. Pattillo (1999), „Are Currency Crisis Predictable? A Test“, *IMF Staff Papers*, Vol. 46, No 2, 107-138. Berg og Pattillo draga saman niðurstöður athugana sinna og annarra sem svo að dæmigerður aðdragandi kreppu sé mikill vöxtur peningamagns, of hátt raungengi, hátt hlutfall M2 af gjaldeyrisforða og mikill viðskiptahalli. Athyglisverða samantekt á forboðum gjaldeyriskreppa er að finna í Eichen-green, B., A.K. Rose og C. Wyplosz (1995) „Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks“, *Economic Policy* 21. Með því að skoða hreyfingar nokkurra breyta (þ.á.m. viðskiptajöfnuð) allt frá 8 ársfjórðungum fyrir kreppu til jafnlengdar eftir kreppu og athuga frávik þeirra frá stöðu á „rólegum tímum“ (e. *tranquil period*) draga þeir fram einkenni hins dæmigerða gjaldeyriskreppulands á meðal iðnríkja. Meðal einkennanna er að viðskiptahalli fyrir kreppu er meiri en á rólegum tímum, eykst verulega u.þ.b. einum til tveimur ársfjórðungum fyrir kreppu en er byrjaður að minnka áður en kreppan á sér stað.

6. Um þetta sjá Pitchford, J. „Current Account Deficits, External Liabilities and Economic Policy“, *IMF Working Paper*, WP/92/54-EA.

ég fjalla aðeins um hugtakið sjálfbær viðskiptahalli og vandann við að leggja mat á hvenær halli telst sjálfbær. Því næst mun ég líta til hliðstæðra hallatímabila á alþjóðlegum vettvangi til að kanna hvernig öðrum löndum sem búið hafa við álíka halla hefur reitt af í kjölfarið. Þá mun ég fjalla um nokkur hallaskeið á Íslandi sl. hálfu öld og leitast við að greina að hvaða leyti núverandi hallaskeið er frábrugðið fyrri hallaskeiðum. Í lokin mun ég reyna að meta hvort líta megi svo á að viðskiptahallinn eða hættan sem af honum stafar séu ofmetin. Í því sambandi mun ég leggja mat á sannleiksgildi þriggja staðhæfinga: Í fyrsta lagi, að viðskiptahallinn sé ofmetinn vegna vanmetinna tekna af erlendum eignum eða hættuminni vegna þess að erlendar eignir hafi aukist til mótvægis við skuldirnar. Í öðru lagi að hallann megi að hluta til skýra með öflugum nýbúskap og hann sé því ekki áhyggjuefni. Loks mun ég fjalla um þá staðhæfingu að hallann megi að nokkru leyti skýra með ungunum aldri þjóðarinnar og sé því minna áhyggjuefni en ella.

### *Hvað er sjálfbær viðskiptahalli?*

Engin algild, viðurkennd skilgreining segir til um hvenær viðskiptahalli telst sjálfbær. Greina má á milli nokkurra skyldra hugtaka sem kæmu til greina.<sup>7</sup> Einn möguleiki væri að segja viðskiptahalla sjálfbæran ef viðkomandi land er fært um að skapa nægan framtíðar viðskiptaafgang til þess að endurgreiða erlendar skuldir sínar. Hér er því um hliðstæðu hugtaksins gjaldhæfni (e. *solvency*) að ræða. Þetta er þó ekki endilega gagnlegt hugtak, því jafnvel þótt greiðslugeta sé til staðar kann hún að krefjast þvílíkra fórna framtíðarkynslóða að draga má í efa að vilji til endurgreiðslu verði til staðar né heldur er sýnt að lánardrottinnar séu reiðubúnir að lána svo mikið. Jafnvel þótt greiðslugeta sé til staðar getur hallinn því verið mun meiri en æskilegt getur talist. Því er eðlilegt að nota rýmri skilgreiningu á hugtakinu sjálfbær viðskiptahalli. Til greina kemur að segja viðskiptahalla sjálfbæran ef hann er ekki svo mikill að koma þurfi til mikilla og skyndilegra umskipta síðar frá halla til afgang. Ósjálfbæran viðskiptahalla í þessum skilningi má svo greina frá óhóflegum viðskipta-

halla, þ.e.a.s. viðskiptahalla sem er meiri en svo að hann megi skýra með einhverju tilteknu líkani af neyslu, fjárfestingu og framleiðslu. Í þessari grein mun ég fyrst og fremst beina athyglinni að sjálfbærni viðskiptahallans í þeirri merkingu að hann leiði ekki til snöggra og mikilla umskipta.

### *Óvissuþættir í mati á viðskiptahalla – nokkur einföld dæmi*

Framangreind skilgreining á ósjálfbærum viðskiptahalla skilar okkur þó ekki langt nema til sé líkan sem getur a.m.k. gefið vísbendingu um hvort tiltekin efnahagsleg staða sé ósjálfbær, þ.e.a.s. gæti haft afturkipp í för með sér. Það þarf að ná til allra þátta þjóðarþúskaþarins og vera fært um að spá skilum í hagþróuninni. Slíkt líkan er tæpast til staðar.<sup>8</sup> Okkur er því nokkur vandi á höndum að meta hvort tiltekinn viðskiptahalli sé ósjálfbær. Hins vegar má gera sér grein fyrir vandanum með nokkrum einföldum reikniæfingum, byggðum á forsendum sem í ljósi sögunnar og núverandi stöðu efnahagsmála virðast ekki fjarri sanni. Þessa reikniæfingu má nota til þess að gera sér grein fyrir þeirri kröfu sem tiltekinn viðskiptahalli og erlend staða þjóðarþúskaþarins gerir til hagvaxtar og vaxtar útflutningstekna að gefnum erlendum vöxtum. Leiði upphafsstaða, að gefnum forsendum um hagvöxt og erlenda vexti sem í ljósi sögunnar eru innan hóflegra marka, til þess að erlend skulda- staða versnar án þess að sýna nokkur merki um afturhvarf til fyrri stöðu má telja það örugga vísbendingu um að hallinn sé ósjálfbær að forsendunum gefnum. Einnig má sjá hversu næmar niðurstöðurnar eru fyrir breytingum á einstökum forsendum.

Við skulum nú líta á stöðu mála í ímynduðu landi, þar sem afstöðu ýmissa hagstærða svipar þó mjög til Íslands. Glöggur lesandi tekur eftir því að forsendur um hagvöxt og innlenda verðlagsþróun eru áþekkar þeim sem Þjóðhagsstofnun reiknaði með í langtíma- framreikningi fyrir Ísland í síðustu þjóðhagsáætlun.

Halli hvers árs er fjármagnaður með erlendri lán- töku á 6% vöxtum, þ.e.a.s. 3% raunvöxtum. Gengi helst stöðugt um alla framtíð og landið nýtur ótakmarkaðs lánstrausts erlendis. (Rétt er að ítreka að þetta er ekki hagrænt líkan.) Hvað gerist ef vöxtur og verðbólga verða eins og framangreindar forsendur

7. Sjá t.d. Milesi-Ferretti, Gian Maria og Assaf Razin, „Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences. *IMF Working Paper*, WP/96/110, október 1996.

8. Líkön á borð við þau sem Þjóðhagsstofnun notar eru tæpast nothæf til að spá til lengri tíma en eins til tveggja ára.

Langtímaeiginleikar		Upphafsstaða árið 2000	
Hagvöxtur	2,25	Landsframleiðsla	100
Vöxtur útflutnings	3,5	Útflutningur	33
Vöxtur innflutnings	3,0	Innflutningur	39
Verðbólga – innlend	3,0	Þáttatekjur nettó	-3,0
Verðbólga – erlend	3,0	Viðskiptahalli	-9,0
Vextir – erlendir	6,0	Hrein erlend staða	-60

Hagvöxtur, vöxtur utanríkisviðskipta, vextir og verðbólga eru breyting í % á ári. Aðrar tölur eru fjárhæðir í krónum eða óskilgreindum gjaldmiðli.

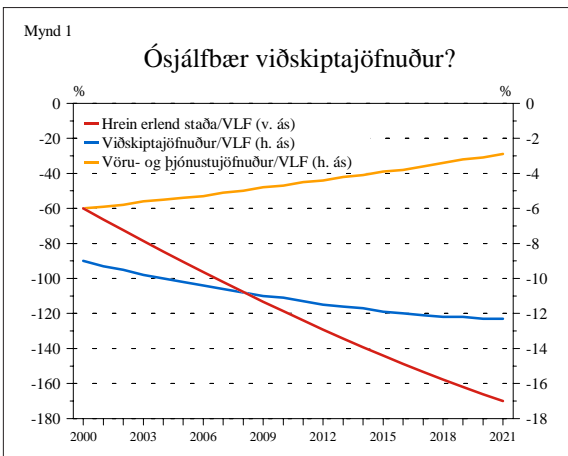
um langtímaeiginleika hagkerfisins segja til um og staðan í upphafi er eins og hún er gefin hér að framan? Það má sjá á mynd 1.

### Yfirlit forsendna

Um hagvöxt og ytri skilyrði gilda eftirtalin lögmál:

Landsframleiðsla:	$Y_t = Y_{t-1} \cdot (1+y) \cdot (1+p)$
Útflutningur:	$X_t = X_{t-1} \cdot (1+x) \cdot (1+p^*)$
Innflutningur:	$M_t = M_{t-1} \cdot (1+m) \cdot (1+p^*)$
Viðskiptahalli:	$CA_t = X_t - M_t + NFI_t$
Þáttatekjur, nettó:	$NFI_t = NII_{t-1} \cdot i^*$
Hrein staða:	$NII_t = NII_{t-1} + CA_t$

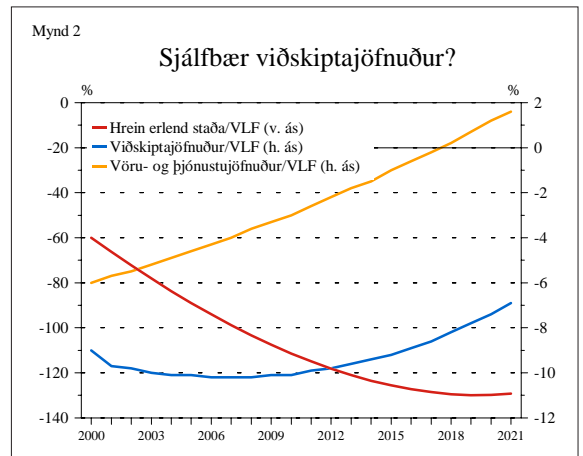
Hástafir eru fjárhæðir (í krónum eða óskilgreindum gjaldmiðli), en lágstafir hlutfallslegur vöxtur á ári.  $i^*$  eru erlendir vextir,  $p$  innlend verðbólga og  $p^*$  erlend verðbólga.



Ekki er annað að sjá en stefni í óefni. Hallinn heldur áfram að aukast, þrátt fyrir að vöxtur útflutnings sé ívið meiri en vöxtur innflutnings og hrein erlend staða þjóðarþúsins heldur áfram að rýrna. Eftir

20 ára hallatímabil er svo komið að hreinar skuldir þjóðarþúsins eru orðnar 170% landsframleiðslunnar og vaxandi. Forsenda þess að þessi þróun geti haldið áfram án þess að leiða til alvarlegrar kreppu að láns-traustr sé ótakmarkað. Skuldasoðnunin leiðir hins vegar til þess að í lok tímabilsins þarf að greiða svo mikla vexti að þjóðarframleiðslan nemur aðeins 90% landsframleiðslunnar. Lífskjör verða rýrari sem því nemur.<sup>9</sup>

En hvað ef þessar forsendur byggjast á of mikilli svartσύni? E.t.v. er nýbúskapur í örum vexti, þannig að framleiðni, hagvöxtur og útflutningur aukast hraðar en gert var ráð fyrir hér að framan. Segjum að langtímahagvöxtur sé 3% og vöxtur útflutnings sé 5%, en innflutningur vaxi um 4% á ári, því vaxandi tilhneigingar gæti til að fjármagna fjárfestingu með eigin sparnaði. Eins og sjá má á mynd 2 vænkast nú útlitið heldur. Hrein staða þjóðarþúsins heldur reyndar áfram að rýrna allt til ársins 2017, en viðskiptahallinn fer jafnt og þétt minnkandi í hlutfalli við landsframleiðslu. Ef grannt er skoðað má þó lítið útfat bera. Vaxi t.d. innflutningur um 4,5% á ári í stað 4%, stefnir hrein staða þjóðarþúsins í óefni á nýjan leik, að því leyti að hrein eign heldur áfram að rýrna næstu 20 árin og lengur.



9. Reyndar aukast skuldir þjóðarþúsins ekki takmarkalaust miðað við þessar forsendur. Árið 2043 yrði hámarki (lágmarki neikvæðrar stöðu) náð, en þá myndu skuldir nema 230% af landsframleiðslu. Ef gert er ráð fyrir að erlendir vextir verði 2% hærra eða vöxtur innflutnings 0,3% meiri verður ferillinn hvelfurður, þ.e.a.s. skuldarnar aukast með vaxandi hraða.

Þetta litla dæmi sýnir að tiltölulega smávægilegar breytingar á forsendum framreiknings af þessu tagi geta skilið á milli feigs og ófeigs þegar reynt er að leggja mat á sjálfbærni viðskiptajafnaðar. Hækki erlendir vextir u.þ.b. 2% verður viðskiptahallinn hér að framan ósjálfbær, þ.e.a.s. í þeim skilningi að hrein staða þjóðarþúsins hverfur ekki til fyrri stöðu eða a.m.k. hættir að rýrna innan þess tímabils sem hér er sýnt. Þeim mun meiri eru þessi áhrif sem hreinar skuldir þjóðarþúsins eru meiri. Í raunveruleikanum er auðvitað mikil óvissa til staðar um flestar stærðir, þ.á m. um hagvöxt, verðbólgu og vexti. Vegna þess hve þessar stærðir sveiflast mikið geta lönd því auðveldlega sveiflast úr sjálfbærri stöðu í ósjálfbæra. Eiginleikar hagkerfisins leiða hins vegar til þess að jafn mikill halli og framreiknaður var hér að framan stenst ekki til lengdar, heldur kallar á aðlögun að jafnvægi á nýjan leik. Slík aðlögun er hins vegar sjaldan sársaukalaus.

### *Viðskiptahallinn í alþjóðlegu ljósi*

Nægilega öflugt spálíkan til þess að sjá fyrir skil í hagþróun og bera þar með kennsl á ósjálfbæran viðskiptahalla er ekki fyrir hendi. Hins vegar er hægt að leggja mat á sjálfbærni viðskiptahalla með því að skoða hliðstæður sem varpa ljósi á hugsanleg eftirköst mikils eða þráláts viðskiptahalla. Hér á eftir verða því skoðuð hallaskeið nokkurra annarra landa; stærð viðskiptahallans, undirrót hans, lengd hallatímabils og afleiðingar sem hallareksturinn hafði á stöðu þjóðarþúsins, hagvöxt og lífskjör. Við slíkan samanburð er þó margt að varast. Eftirköstin ráðast m.a. af hagvaxtargetu viðkomandi landa, fjármunamyndun og raunvöxtum sem þau þurfa að greiða af erlendum skuldum á hverjum tíma. Því er ljóst að taka verður með miklum fyrirvara samanburð við minna þróuð lönd, sem geta vegna vanþróunar sinnar líklega vaxið mun hraðar til langs tíma lítið, einfaldlega með því að halda uppi nógu mikilli fjárfestingu. Vanþróuðustu löndin njóta mörg hver einnig verulegrar þróunaraðstoðar og eru því alls ekki samanburðarhæf. Hér mun samanburðurinn því að mestu einskorðast við lönd á svipuðu þróunarstigi og Ísland, í grófum dráttum aðildarlönd OECD, þótt einnig sé svipast um til nokkurra hraðvaxtarlanda.

Ástæður þess að lönd ganga í gegnum tímabil mikils viðskiptahalla geta verið af ýmsum toga: Viðskiptakjör kunna að versna tímabundið (jafnvel

varanlega) eða löndin verða fyrir öðrum framboðs- og eftirspurnarskellum. Of hátt gengi gjaldmiðils, þ.e.a.s. hátt raungengi, kann að grafa undan samkeppnisstöðu fyrirtækja sem stunda útflutning eða keppa við innflutning. Opinber fjármál kunna að vera í ólestri. Óhófleg bjartsýni byggð á tímabundinni vengni kann að stuðla að óhóflega miklu fjármagnsinnstreymi og fjárfestingarbylgju.

Tímabil viðskiptahalla sem orðið hafa á meðal OECD-ríkja undanfarna þrjú áratugi spanna flestar tegundir halla sem nefndar hafa verið hér að framan. Sum þessara hallatímabila eru tiltölulega skammvinn, þótt hallinn hafi tímabundið orðið mikill, en önnur eru langvinn, en hallinn e.t.v. ekki mjög mikill.

### *Tveir áratugir viðskiptahalla í Ástralíu:*

#### *Viðskiptakjör og ónógur sparnaður*

Ástralía hefur glímt við afar þrálátan viðskiptahalla um langt skeið. Í 20 ár samfleytt hefur hallinn verið meiri en sem nemur 3% af landsframleiðslu – þó aldrei eins mikill og á Íslandi sl. 3 ár. Mestur varð hallinn rúmlega 6% af landsframleiðslu árið 1989. Í samtals 7 ár á 3 tímabilum var hallinn 5% eða meiri, en 4,7% að meðaltali. Ástæða þessa þráláta halla er e.t.v. ekki augljós. Þó er freistandi að skýra hann að hluta til með langvarandi rýrnun viðskiptakjara, enda nam rýrnun þeirra frá miðjum áttunda áratugnum til loka þess tíunda 50-60%. Hins vegar verður ekki séð að rýrnun viðskiptakjara hafi átt verulegan þátt í öllum þeim sveiflum sem hafa orðið á viðskiptahallanum yfir skemmri tímabil. Rýrnandi viðskiptakjör hafa þó sennilega orðið til þess að ástralski þjóðarþúskaupurinn var oft lengi að ná ytra jafnvægi.

Ef lítið er til þeirra ára sem viðskiptahalli var meiri en sem nam 5% af landsframleiðslu má greina 3 megintímabil.<sup>10</sup> Fyrsta hallaskeiðið stóð á árunum **1984-1986**. Þá var viðskiptahallinn á bilinu 5-6%. Viðskiptakjör höfðu rýrnað mjög árin á undan og hélt sú þróun áfram allt tímabilið. Þrátt fyrir það varð mikil uppsveifla á árinu 1984 í kjölfar samdráttar

10. Það er vissulega síður en svo sjálfgefið að 5% sé eðlilegasta viðmiðunin. Ástæða þess að stuðst er við þessi mörk er einfaldlega sú að ef miðað væri við lægri mörk yrðu tímabilin óhóflega mörg og löng, en fá og stutt ef miðað er við hærri mörk. Það virðist þó ekki fjarri lagi að gera ráð fyrir að flest lönd þoli halla innan við 5% af landsframleiðslu nokkuð lengi án þess að lenda í alvarlegum vanda miðað við að ekki er óraunhæft að gera ráð fyrir a.m.k. 5% nafnvexti landsframleiðslu til lengri tíma lítið.

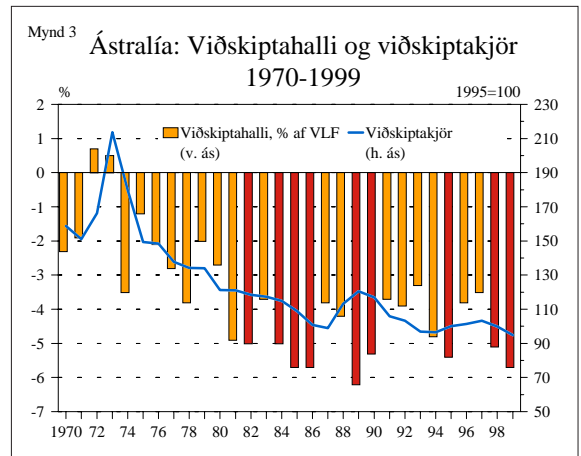


árið áður, sem leiddi til þess að innflutningur jókst um 23%. Eftirköst þessa tímabils komu ekki svo mjög fram í hagvexti, heldur fyrst og fremst 30% gengislækkun á árunum 1984-1986.

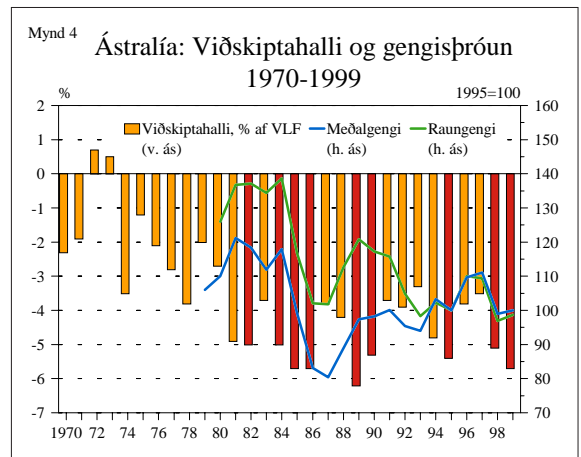
Rýrnun viðskiptakjara átti ekki beinan þátt í hallaskeiðinu sem varð á árunum **1989-1990**. Þvert á móti kynti öflugur viðskiptakjarabati (22%) árin 1988-1989 undir ofpenslu og stuðlaði að mikilli hækkun nafngengis sem varð til þess að innflutningur óx um 22% árið 1989. Eftirköstin urðu 1,1% samdráttur árið 1991 eftir dræman hagvöxt árið á undan, vaxandi atvinnuleysi og aukinn halli hins opinbera, sem nam 6% af landsframleiðslu árið 1992. Hallarekstur hins opinbera var sennilega afleiðing þess að samdráttur varð í landsframleiðslu árið áður, í kjölfar ofpenslu, fremur en sjálfstæð uppspretta viðskiptahallans. Stefnan í ríkisfjármálum ýtti þó undir eftirspurn og varð til þess að hægar dró úr metviðskiptahallanum en ella.

Þriðja hallaskeiðið stóð árin **1998 og 1999**, ef miðað er við 5% mörkin, en segja má að það standi enn, því er áætlað er að hallinn hafi aðeins verið lítið eitt undir 5% á síðasta ári og OECD spáir 4½% halla á þessu ári. Að auki var halli einnig yfir 5% árið 1995. Rót þessa síðasta hallaskeiðs liggur að öllum líkindum í öru innstreymi fjármagns, en hagvöxtur hefur verið öflugur og peningastefnan aðhaldssöm, sem leiddi til 10% raungengishækkunar árið 1996. Innflutningur jókst um 16% það ár. Í kjölfar kreppunnar í Asíu var slakað á aðhaldinu og gengið lækkaði. Eftirköstin hafa ekki komið fram að öðru leyti en því að gengi ástralska dalsins hefur lækkað svo um munar. Síðari helming sl. árs var gengi ástralska dalsins u.þ.b. 35% lægra gagnvart Bandaríkjadal en í ársbyrjun 1997.

Þrátt fyrir samfelldan hallarekstur um 20 ára skeið hefur yfirleitt tekist að halda uppi ágætum hagvexti í Ástralíu. Einungis í kjölfar mesta ofpensluskeiðsins í lok níunda áratugarins þegar viðskiptahallinn fór yfir 5% í tvö ár samfleytt (auk þess sem verulegur viðskiptahalli var árin á undan) virðast eftirköstin hafa orðið veruleg. Gengi ástralska dalsins dalaði hins vegar mjög á tímabilinu og stuðlaði líklega að nokkuð þróttmiklum vexti útflutnings, sem hefur verið u.þ.b. 7% að meðaltali undanfarin 20 ár. Innflutningur hefur vaxið álíka hratt. Skýringa á meiri halla við lok tímabilsins en í upphafi þess er því fyrst og fremst að leita í versnun viðskiptakjara



og hreinnar stöðu þjóðarbúsins, og of litlum innlendum sparnaði.<sup>11</sup> Hrein staða þjóðarbúsins hefur þó e.t.v. versnað minna en ætla mætti eftir svo langt tímabil viðskiptahalla. Hrein erlend staða rýrnaði úr innan við -30% af landsframleiðslu um miðjan 9. áratuginn í u.þ.b. -45% af landsframleiðslu árið 1996, en batnaði verulega árið eftir þegar vöxtur útflutnings hafði mælst í tveggja stafa tölu tvö ár í röð. Hafa verður í huga að þrátt fyrir allt hefur meðalhallinn ekki verið nema rúmlega 1% umfram meðalvöxt landsframleiðslu (3½%) og flest árin hefur hann



11. Að þjóðhagslegur sparnaður sé lítil er auðvitað aðeins önnur hlíð sama tenings. Þjóðhagslegur sparnaður er skilgreindur sem summa fjármunamyndunar og viðskiptajafnaðar. Ef viðskiptahallinn er mikill er sparnadarhlutfallið því að öllu jöfnu lágt nema fjármunamyndun sé þeim mun meiri.

verið svipaður.<sup>12</sup> Því má segja að óvenju þrálátur viðskiptahalli Ástralíu hafi líklega aðeins í fáein ár þessa tvo áratugi verið ósjálfbær.

### *Nýja-Sjáland: Viðskiptakjör, halli hins opinbera, raungengishækkun o.fl.*

Eins og Ástralía hefur Nýja-Sjáland búið við þrálátan viðskiptahalla árum saman. Frá því í byrjun 8. áratugarins þar til á síðasta ári nam hallinn að meðaltali 5½% af landsframleiðslu. Af og til, samtals í 5 ár, hefur viðskiptahallinn mælst u.þ.b. 10% eða meiri, mest 16% árið 1984. Ef einungis er litið til tímabila þegar hallinn var 5% af landsframleiðslu eða meiri í tvö ár eða fleiri má greina fjögur tímabil óhóflegs viðskiptahalla, 1974-1976, 1984-1987, 1995-1997 og síðustu tvö ár. Aðeins eitt ár skilur á milli síðustu tveggja tímabilanna, þannig að líklega er réttast að tala um þrjú tímabil frekar en fjögur og einnig má segja að miðtímabilið hefjist a.m.k. 1982, en þá var viðskiptahallinn rúmlega 7%.

Viðskiptakjör virðast hafa átt töluverðan þátt í myndun viðskiptahalla á Nýja-Sjálandi á fyrsta tímabilinu, **1974-1976**, en ekki hefur verið um jafnmikla langtímarýrnun viðskiptakjara að ræða og í Ástralíu. Hrun varð á viðskiptakjörum árin 1974 og 1975, eftir mikla uppsveiflu árin á undan. Viðskiptakjör versnuðu þá um ríflega 40%. Mikil uppsveifla hafði fylgt batnandi viðskiptakjörum árin á undan. Hagvöxtur varð mestur 7% árið 1973, en vöxtur innlendrar eftirspurnar og innflutnings náði hámarki árið eftir, þegar innflutningur jókst um 30% að magni, á sama tíma og útflutningur dróst saman um 8%. Uppsveifluárið 1973 hafði gengi ný-sjálenska dalsins hækkað um 19% gagnvart Bandaríkjadal en árið eftir lækkaði gengi hans um þriðjung, sem dugði til þess að endurvekja útflutningsvöxt. Í hnotskurn er því sagan þessi: Viðskiptakjarabati kom af stað ofþenslu innlendrar eftirspurnar, sem botninn datt úr þegar viðskiptakjör snerust til fyrra horfs – og vel það – á ný. Eftirköstin urðu, auk gengislækk-

unar, nokkur ár efnahagslegrar stöðnunar og næstum 3% samdráttur árið 1977.

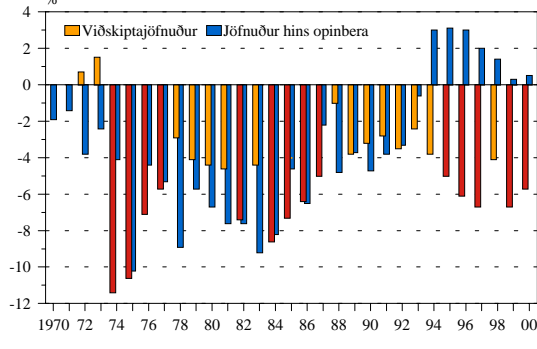
Tímabilið **1984-1987** átti hallamyndunin sér aðrar ástæður: Hvorki virðist hægt að sakast við viðskiptakjör né hátt gengi ný-sjálenska dalsins sem lækkaði jafnt og þétt frá 1979 til 1986, samtals um 36% að meðaltali, en raungengi hélst nokkuð stöðugt. Megineinkenni þessa tímabils var hinsvegar þrálátur halli á rekstri hins opinbera. Raunar stóð tímabil óhóflegs halla hins opinbera nokkurn veginn stöðugt í 13 ár (miðað við halla umfram 3% af landsframleiðslu) eða allt frá árinu 1974, þegar hið fyrra skeið viðskiptahalla stóð yfir. Að meðaltali nam halli hins opinbera 6,6% af landsframleiðslu á þessu tímabili og fór nokkrum sinnum nálægt og einu sinni yfir 10% af landsframleiðslu. Helstu eftirköst viðskiptahallans urðu langvarandi tímabil stöðnunar árin 1985-1992. Á því tímabili óx landsframleiðslan innan við ½% á ári og samdráttur varð fjórum sinnum á tímabilinu.

Enn aðrar ástæður liggja að baki síðastnefnda hallaskeiðinu, sem hófst árið **1997** og stendur enn. Hvorki viðskiptakjör né opinber fjármál virðast haldþætt skýringar. Afgangur var á rekstri hins opinbera sl. áratug, að einu ári undanteknu, og viðskiptakjör hafa verið tiltölulega stöðug, eftir verulega hækkaði hins vegar skarpt á tímabilinu 1992-1997, samtals um 30%, nær eingöngu vegna hækkunar nafngengis. Þessa hækkun má rekja til aðhaldssamrar peningastefnu í kjölfar þess að Nýja-Sjáland tók upp verðbólugumarkmið og sveigjanlega gengisstefnu. Hátt gengi hefur, jafnframt því að halda verðbólgu í skefjum, hamlað vexti útflutnings og örvað innflutning. Tvö ár virðast hafa skipt sköpum. Innflutningur jókst um 16% árið 1994, hið síðara af tveimur árum öflugs hagvaxtar og um 13% árið 1999. Þar fyrir utan hefur vöxtur innflutnings verið innan hóflegra marka, en það hefur ekki dugað til að loka hallanum sem myndaðist þessi ár. Ekki er útséð um eftirköst þessa síðasta hallaskeiðs ennþá, en frá árinu 1997 lækkaði raungengi ný-sjálenska dalsins verulega, eða um u.þ.b. fjórðung milli árunna 1997 og 1999. Síðari hluta sl. árs hafði gengi ný-sjálenska dalsins lækkað um u.þ.b. 40% frá því það stóð hæst í ársbyrjun 1997. Samdráttur um rúmlega ½% varð árið 1998 og átti kreppan í Asíu þar nokkurn hlut að máli.

12. Cashin og McDermott (1996) halda því reyndar fram að þar til höft á fjármagnshreyfingar voru afnumdar í byrjun 9. áratugarins hafi hallinn verið minni en hagvæmast var frá sjónarhóli neyslujöfnunar (e. *consumption smoothing*). Þ.e.a.s. Ástralía hafi tekið minna af elendum lán- um en æskilegt hefði verið. Eftir afnám hafta á fjármagnshreyfingar hafi viðskiptahalli Ástralíu hinsvegar verið meiri en hagvæmt er. Sjá Cashin, P. og C. J. McDermott (1996), „Are Australia's Current Account Deficits Excessive?“, *IMF Working Paper*, WP/96/85-EA.

Mynd 5

### Nýja-Sjáland: Viðskiptajöfnuður og jöfnuður hins opinbera, % af VLF 1970-2000



#### Portúgal þrjú tímabil: Eftirmál byltingar, ofpensla af völdum hins opinbera og...

Í apríl 1974 varð bylting í Portúgal. Ein af afleiðingunum var nokkuð djúp kreppa og mikill viðskiptahalli á árunum **1974-1977**. Meðalhalli á tímabilinu var 6,4% en mestur varð hann 8,4% árið 1976. Hallann má einkum rekja til þess að ríkisstjórnin sem komst til valda eftir byltinguna jók raunlaun verkafélks í Portúgal verulega, sem aftur leiddi til aukinnar eftirspurnar. Byltingin og pólitísk óvissa í kjölfar hennar truflaði framleiðslu og utanríkisviðskipti, auk þess sem Portúgal missti mikilvæga útflutningsmarkaði þegar nýlendur þeirra gengu þeim úr greipum. Afleiðing þessa óróa varð 4,3% samdráttur landsframleiðslu árið 1975, sem tæpast er þó hægt að telja til eftirkasta hallatímabilsins.

Á árunum **1980-1983** varð viðskiptahalli Portúgals aftur mjög mikill. Í þetta skiptið átti hann ekki upptök sín í pólitískum umbrotum heldur í ofpenslu, uppskerubresti, versnandi viðskiptakjörum, miklum halla hins opinbera (8-11% af landsframleiðslu) og ört hækkandi erlendum afborgunum af lánum. Viðskiptahalli Portúgals jókst úr tæplega 4% af VLF árið 1980 í um 11,5% árið 1981 og í 14% árið 1982. Undirrot þenslunnar virðist hafa verið mikil útgjöld hins opinbera, sem jukust um 8% árið 1980 og uppsveifla í fjárfestingu, einkum í íbúðarhúsnæði í kjölfarið. Halli hins opinbera varð mestur tæp 11% af landsframleiðslu árið 1981. Um mitt ár 1983 greip ný ríkisstjórn í Portúgal til harkalegra aðhaldsaðgerða til þess að draga úr fjárlaga- og viðskiptahalla. Þessar aðgerðir leiddu til þess að vöxtur landsframleiðslu stöðvaðist árið 1983 og dróst saman um 2% árið eftir.

Atvinnuleysi jókst einnig verulega. Í kjölfarið hvarf viðskiptahallinn að mestu á tveimur árum.

Ástæður þriðja hallaskeiðsins sem hófst árið **1997** og stendur enn er ekki jafn auðvelt að greina. Raungengi var nokkuð hátt í upphafi tímabilsins, miðað við 20 ára meðaltal, en meginhækkunin átti sér stað strax á árunun 1988-1992. Það sem helst kemur til álita er lækkun vaxta og aukið traust efnahagsstefunnar í kjölfar þess að Portúgal ákvað að gerast aðili að Efnahags- og myntbandalagi Evrópu.<sup>13</sup> Eftirköst eru engin enn sem komið er og vegna aðildar landsins að myntbandalaginu þarf Portúgal a.m.k. ekki að óttast gengisfellingu með tilheyrandi fjármagnsflotta í kjölfarið.

#### Grikkland (1984-1985): Halli hins opinbera og versnandi viðskiptakjör

Á árunum 1979 til 1983 var viðskiptahalli Grikklands að jafnaði á bilinu 4-5% af landsframleiðslu. Árin 1984 og 1985 fór hallinn yfir 5% í tvö ár samfleytt og yfir 8% árið 1985. Einnig var mikill halli á árunum 1973-1974. Stöðnun hafði ríkt í grísku efnahagslífi allt frá byrjun 9. áratugsins og fjármunamyndun dróst saman um 20% á árunum 1980-1984. Rýrnun viðskiptakjara um 13% árin 1979-1983 átti hlut að máli. Raungengi hækkaði ennfremur um fjórðung árin 1981 og 1982, þrátt fyrir gengislækkun og útflutningur dróst saman um rúm 13%. Lausung í ríkisfjármálum megnaði ekki að örva hagvöxtinn, en varð til þess að halli á rekstri hins opinbera varð mjög mikill og jukust erlendar skuldir hratt. Árið 1985 var aðhald aukið í ríkisfjármálum. Gengi grísku drökmunnar var fellt og ráðist í aðgerðir til þess að halda aftur af hækkun launa. Eftirköstin urðu tiltölulega mildur samdráttur, ½% árið 1987, en kaupmáttur lækkaði um rúmlega 20% á tveimur árum. Gengisfellingin og lægri launakostnaður leiddi hins vegar fljótt til þess að framleiðsla og sérstaklega útflutningur tóku við sér.

#### Írland 1976-1984: Viðskiptakjör og óstjórn í fjármálum hins opinbera

Á árunum 1972-73 bötnuðu viðskiptakjör Írlands um 20%, en sá bati gekk til baka og vel það árið 1974. Á sama tíma og viðskiptakjör versnuðu og næstu árin á

13. Heimssýning sem haldin var í Lissabon árið 1998 hafði einnig töluverð eftirspurnaráhrif í för með sér.



eftir var þensluhvetjandi stefnu í ríkisfjármálum haldið áfram sem hélt uppi eftirspurn þrátt fyrir 12% samdrátt í fjármunamyndun árin 1974-1975 og 3% samdrátt einkaneyslu árið 1975. Afturkipturinn sem fylgdi í kjölfarið markaði upphafið að langvarandi „tvíhallaskeiði“, þar sem saman fór halli á rekstri hins opinbera og mikill viðskiptahalli. Á tímabilinu 1976-1984 var viðskiptahallinn að meðaltali 10% af þjóðarframleiðslu og mestur 14,7% árið 1981. Halli hins opinbera var lengst af á bilinu 7-14% af þjóðarframleiðslu. Á árunum 1979 og 1980 versnuðu viðskiptakjör Írlands nokkuð á ný og átti það sinn þátt í að auka enn frekar á hallann. Undir lok 9. áratugarins greip ríkisstjórn Írlands til aðhaldsaðgerða til þess að minnka hallann á ríkissjóði og minnkaði viðskiptahallinn í kjölfarið. Skattar voru hækkaðir og útgjöld skorin niður. Vegna þess hve tímabil óstjórnar í efnahagsmálum stóð lengi komu eftirköstin að nokkru leyti fram innan tímabilsins. Landsframleiðsla dróst saman um 2,3% árin 1982 og 1983 og um 1% árið 1986. Eftirköstin urðu alvarlegri þegar litið er til þróunar atvinnuleysis. Örvandi stefna í ríkisfjármálum hélt niðri atvinnuleysi framan af og undir lok áttunda áratugarins var það u.þ.b. 7%, en varð mest u.þ.b. 17% á árunum 1985-1986.

Þrátt fyrir jafnvægisleysi í efnahagsmálum var vöxtur útflutnings á Írlandi að jafnaði þokkalega góður, ef undan eru skilin árin 1974 og 1981. Frá árinu 1975 hefur meðalvöxtur á ári verið 10% og sér ekki enn fyrir endann á því vaxtarskeiði. Viðskiptahallinn hvarf því á skömmum tíma eftir að aðhald stefunnar í ríkisfjármálum var aukið og hefur verið

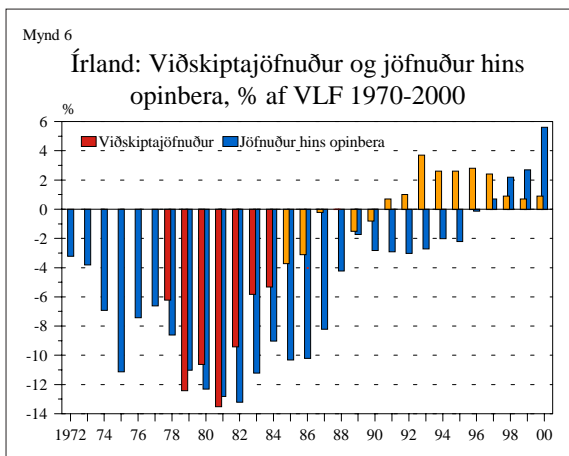
afgangur öll ár frá 1987. Þrátt fyrir óstjórn í efnahagsmálum var töluverður þróttur í írsku efnahagslífi síðari hluta tímabilsins. Fjárfesting var t.d. mjög mikil á árunum 1978-1982. Írsku efnahagsundrið, sem bein erlend fjárfesting hefur að verulegu leyti borið uppi, komst þó ekki á verulegt skrið fyrir en á 10. áratugnum.

#### Noregur 1975-1978: Olíuævintýri

Um miðjan áttunda áratug aldarinnar jókst viðskiptahalli Noregs mikið og var meiri en 5% af landsframleiðslu fjögur ár samfleytt á árunum 1975-1978. Hallinn fór hæst í 14% af landsframleiðslu árið 1978 og var að meðaltali tæp 10%. Hallann mátti einkum rekja til mikillar fjárfestingar í olúvinnslu í Norður-sjó. Hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu náði 36,3% árið 1976. Þegar dró úr fjárfestingu og tekjur af sölu olíu jukust minnkaði viðskiptahallinn fljótlega á ný. Frá byrjun 9. áratugarins hefur að jafnaði verið afgangur á viðskiptajöfnuði, að tveimur árum undanskildum. Viðskiptahalli Noregs á þessum árum er því kennslubókardæmi um góðkynja viðskiptahalla.<sup>14</sup>

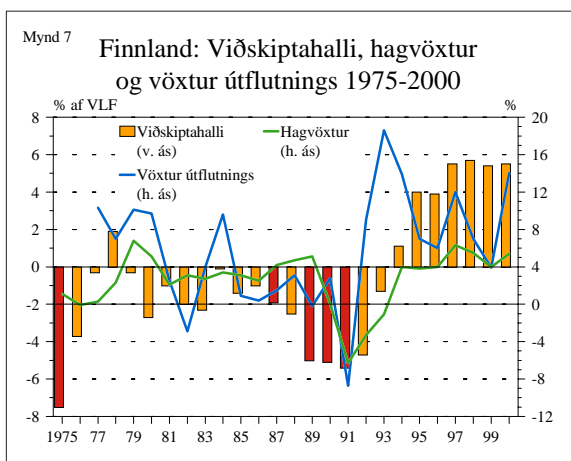
#### Finnland (1989-1991): Ofþensla, rýrmun viðskiptakjara og hrun útflutningsmarkaða

Njúndi áratugurinn var tími mikils uppgangs í finnsku efnahagslífi. Á árinu 1989 var hins vegar farið að gæta verulegrar ofþenslu í Finnlandi. Viðskiptahallinn jókst í um 5% af landsframleiðslu og var svipaður næstu tvö árin á eftir. Verðbólga jókst einnig. Árið 1990 var gripið til töluvert aðhaldssamrar stefnu til þess að snúa þessari þróun við. Afgangur á rekstri hins opinbera nam 5% af landsframleiðslu árið 1990, vextir voru hækkaðir úr 11% í 16% og gengi finnska marksins hækkað. Tekin var upp harðari fastgengisstefna og miðað við eku. Þjóðhagslegur sparnaður jókst þegar heimili reyndu í auknum mæli að borga niður hluta af þeim skuldum sem þau höfðu stofnað til á uppgangsárunum. Árið 1991 hrundu markaðir fyrir finnskar vörur í Sovétríkjunum og útflutningur dróst saman um rúm 9%. Að auki var þróun viðskiptakjara óhagstæð 1990-1993. Hrun Sovétríkjanna leiddi til þess að mildur afturkiptur varð að



14. Sjá Obstfeld, M. og K. Rogoff (1996), *Foundations and International Macroeconomics*, The MIT Press.

djúpri kreppu. Atvinnuleysi jókst hröðum skrefum úr 3,5% í um 17%<sup>15</sup>, verð fasteigna hrífefill og landsframleiðsla dróst saman um u.þ.b. 11% á árunum 1991-1993. Vegna samdráttarins versnaði halli hins opinbera úr 5,4% afgangi árið 1990 í 8% halla árið 1993. Fastgengisstefnan varð undan að láta árið 1992 og finnska markað féll um 27% á milli árunna 1990 og 1993. Lægra raungengi, sem lækkaði um 36% á tímabilinu 1990-1993, auðveldaði finnskum útflutningsfyrirtækjum að fóta sig á nýjum mörkuðum og útflutningur tók að vaxa á ný. Segja má að finnskt efnahagslíf hafi enn ekki náð sér að fullu eftir þessi áföll, því þrátt fyrir góðan hagvöxt á undanförunum árum er atvinnuleysi enn töluvert mikið.



### *Mexíkó (1991-1994): Ofpensla og fjármagnsinnstreymi*

Mikil bjartsýni ríkti um framtíð Mexíkó í byrjun 10. áratugarins vegna umbóta í efnahagsmálum og vaxandi viðskiptatengsla við Bandaríkin. Hagvöxtur var þó e.t.v. dræmari en margir höfðu vænst. Fastgengisstefna var ráðandi frá byrjun 10. áratugarins til þess að kveða niður verðbólgu. Það tókst að mestu, en leiddi til þess að raungengi pesóans hækkaði töluvert. Útflutningur náði sér að vísu vel á strik, en vægi hans var enn ekki nógu mikið til að ráða úrslitum og innflutningur jókst enn hraðar. Mikið innstreymi fjármagns – að miklu leyti verðbréfafjárfestingar í sókn eftir háum vöxtum í trausti yfirlýstrar fastgengisstefnu – kynti undir eftirspurn og stuðlaði að háu

gengi pesóans. Á árunum 1991 til 1994 var viðskiptahallinn á bilinu 4-8% af landsframleiðslu. Innlendir sparnaður var hins vegar mjög lítill. Pólitískur órói, vonbrigði með hagvöxt og vaxandi viðskiptahalli varð til þess að traust fjárfesta á Mexíkó brast og þeir fóru að draga fé sitt til baka. Fjármagnsflóttinn gerði gengisfellinguna loks óumflýjanlega og í desember 1994 var gengi pesóans látið fljóta. Gengi hans féll í kjölfarið um 50% á skömmum tíma. Afleiðingarnar voru stórfelldur flótti fjármagns, vaxandi halli hins opinbera – m.a. vegna þess að stór hluti skulda var í erlendri mynt – og snarpur samdráttur. Landsframleiðslan dróst saman um rúmlega 6% árið 1995. Raunlaun lækkuðu einnig verulega.

### *Tæland (1990-1997): Ofpensla og fjármagnsinnstreymi*

Árið 1997 hafði mikill efnahagsuppgangur staðið í Tælandi í u.þ.b. þrjá áratugi. Fjármunamyndun var geysilega ör og því fylgdi oft mikill viðskiptahalli. Hér verður ekki dvalist við þessi fyrri hallaskeið í sögu Tælands, þegar landið var að rísa úr örbirgð til nokkurra efna. Á 10. áratugnum var Tæland hins vegar orðið allþroskað iðnaðarríki og hefur því nokkurt samanburðargildi, þótt ætla verði að hagvaxtargeta Tælands sé enn mun meiri en flestra OECD-landa. Hagvöxtur var að meðaltali yfir 7% á árunum 1990-1997, hið opinbera var rekið með álitlegum afgangi og innlendir sparnaður var allmikill, þótt viðskiptahallinn hafi verið u.þ.b. 5-7% af landsframleiðslu. Viðskiptahallinn virtist að mestu til kominn vegna mikillar fjárfestingar. Er líða tók á 10. áratuginn virðist sem arðsemi fjárfestingar hafi orðið æ vafasamari, einkum hvað áhrærir fjárfestingu í fasteignum. Verðbólga hafði myndast á fasteignamarkaði. Munur erlendra vaxta og innlendra var mikill og mikill fjöldi smárra fjármögnunarfyrirtækja hagnaðist á því að taka lán erlendis og endurlána á mun hærri vöxtum í innlendri mynt. Viðskiptahallinn var því að stórum hluta fjármagnaður með erlendum skammtímalánum. Á fyrri hluta ársins 1997 komu brestir í traust fjárfesta og lánardrottna á tælenska efnahagsstefnu, flótti fjármagns greip um sig og spákaupmenn gerðu atlögu að tælenska batinu, sem féll í júlí 1997. Afleiðingin varð ekki einungis hrun tælenska gjaldmiðilsins og 12% samdráttur landsframleiðslu á árunum 1997-1998, heldur hafði kreppan keðjuverkandi áhrif víða um heim.

15. Þetta eru ársmeðaltöl. Hæsta atvinnuleysi í einstökum mánuði fór yfir 20%.

### *Tékkland (1996-1997): Smitun*

Meðal þeirra landa sem urðu fyrir barðinu á eftirköstum kreppunnar sem hófst í Tælandi árið 1997 var Tékkland. Eins og Tæland bjó Tékkland við mikinn viðskiptahalla, meira en 6% af landsframleiðslu á árunum 1996 og 1997. Hagvöxtur hafði verið nokkuð ör árið 1995, en fór minnkandi. Vöxtur útflutnings minnkaði úr 15% árið 1995 í einungis 2,6% árið 1996, en innflutningur jókst hröðum skrefum vegna mikillar eftirspurnar heimila, um 19% árið 1994 og 27% árið 1996. Árið 1997 jókst þrýstingur á gengi tékknesku krónunnar sem var fellt um rúmlega 10%, en meðallækkun gengis var þó tiltölulega lítil.<sup>16</sup> Raungengi tékknesku krónunnar hækkaði um 30% á tímabilinu 1990-1996. Ekki virðist þó hægt að kenna háu raungengi um það að vöxtur útflutnings hægði á sér árið 1996. Þrátt fyrir gengislækkun árið 1997 lækkaði raungengi ekki nema tímabundið og hélt áfram að hækka árin á eftir. Þrátt fyrir það hefur vöxtur útflutnings verið ör. Helstu eftirköstin urðu að landsframleiðslan dróst saman um 3,5% árið 1997-1999, atvinnuleysi jókst úr tæplega 5% árið 1997 í 9% á síðasta ári og verðbólga jókst í kjölfar gengisfellingarinnar, en hjaðnaði fljótlega aftur. Samdrátturinn sem átti sér stað í Tékklandi var e.t.v. fremur afleiðing fjármagnsflóttu í kjölfar kreppunnar í Asíu, en undirliggjandi ójafnvægis. Viðskiptahallinn gerði Tékkland hinsvegar berskjaldaðra en ella gagnvart þeim vindum sem blésu á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum á árunum 1997 og 1998.

### *Sameiginleg einkenni*

Af þeim dæmum sem rakin hafa verið hér að framan og spanna öll helstu tímabil stórfellds viðskiptahalla á meðal OECD-ríkja sést að ástæður mikils viðskiptahalla geta verið af ýmsum toga. Þau hallaskeið sem urðu á 8. og 9. áratugunum má nær undantekningalaust rekja til annað hvort ytri áfalla, óstjórnar opinberra fjármála eða hvors tveggja. Stundum varð uppsveifla í viðskiptakjörum til þess að magna almenna efnahagsuppsveiflu sem leiddi til raungengishækkunar og viðskiptahalla þegar viðskiptakjarabatinn gekk til baka. Eftirköst þessara hallaskeiða urðu í flestum tilvikum samdráttur og aukið atvinnuleysi, í sumum tilvikum nokkuð langt tímabil stöðunar en ekki djúp efnahagskreppa.

Þau dæmi sem rakin hafa verið frá síðasta áratug virðast hins vegar af nokkuð öðru sauðahúsi. Undanfari þeirra virðist einatt hafa verið mikið innstreymi skammtímafjármagns, samfara almennri efnahagsuppsveiflu og nokkurri hækkun raungengis (þótt erfitt sé að sjá að hún geti verið meginástæða hallans) í kjölfar þess að frelsi til fjármagnshreyfinga var aukið. Fjármagnsinnstreymið átti þátt í því að grafa undan stöðugleika fjármálakerfisins sem varð þess valdandi að eftirköst þessara hallaskeiða urðu mun alvarlegri en hinna fyrri, þrátt fyrir að hagstjórn hafi að mörgu leyti verið til fyrirmyndar. Margir höfðu talið að lítil hætta stafaði af viðskiptahallanum í þessum löndum vegna þess að hann væri eingöngu að rekja til einkageirans. Annað átti eftir að koma á daginn. Í kjölfar kreppunnar í Mexíkó var sú skoðun einnig útbreidd að lítil þjóðhagslegur sparnaður hafi gert Mexíkó viðkvæmara en ella fyrir geðbrigðum hins alþjóðlega fjármagnsmarkaðar.<sup>17</sup> Hátt hlutfall þjóðhagslegs sparnaðar í flestum ríkjum Asíu, sem einnig bjuggu við mikinn viðskiptahalla, var talið skýra hvers vegna þeim hafði reitt betur af. Reynslan átti eftir að leiða í ljós að í því var ekki fólgin fullkomin trygging gegn áföllum.

### *Viðskiptahalli á Íslandi fyrr og nú*

Ef svo fer sem horfir verður hallatímabilið sem nú stendur yfir hér á landi hið mesta frá stofnun lýðveldisins. Miðað við sama mælikvarða og notaður hefur verið hér að framan, þ.e.a.s. uppsafnaðan viðskiptahalla á tímabilum þegar hallinn var umfram 5% af landsframleiðslu í tvö ár samfleytt eða lengur, stendur hallaskeiðið 1997-2000 þó lítið eitt að baki tímabilinu 1945-1947. Uppsafnaður halli fyrra tímabilsins nam 29% af landsframleiðslu, en 23% fram til þessa á því hallaskeiði sem nú stendur yfir. Ef spá Þjóðhagsstofnunar gengur eftir mun uppsafnaður halli árána 1997-2001 hins vegar verða 32%. Halli var einnig meiri en sem nam 5% af landsframleiðslu í tvö ár samfleytt árin 1967-1968 og árin 1974-1975. Samkvæmt þeim mælikvarða sem hér hefur verið notaður til að greina þau tímabil þegar viðskiptahalli hefur verið óvenjumikill telst ofþensluskeiðið 1987-1988 ekki með, því viðskiptahallinn á þeim árum nam aðeins 3½%.

16. Á milli ársmeðaltala lækkaði gengi tékknesku krónunnar aðeins um 3% milli 1996 og 1997 skv. *OECD Economic Outlook*.

17. Sjá t.d. Milesi-Ferretti og Razin (1996).

### Ísland 1945-1947: Eftirköst styrjaldar

Segja má að árin 1946 og 1947 hafi innlend og erlend eftirspurn lagst á eitt um að framkalla mikinn viðskiptahalla. Ofþensla stríðsáranna hafði kynt undir verðbólgu. Fyrir vikið hækkaði raungengi krónunnar um 118% milli árána 1939 og 1945. Á sama tíma og útflutningur dróst saman um 13% nær tvöfaldaðist fjármunamyndun á tveimur árum og útgjöld hins opinbera voru aukin verulega á árinu 1946. Eftirköstin urðu fjögurra ára samdráttarskeið og er áætlað að landsframleiðsla hafi dregist saman um 7%, sem er dýpsta kreppa sem orðið hefur í íslenskan þjóðarbúskap frá stríðslokum.

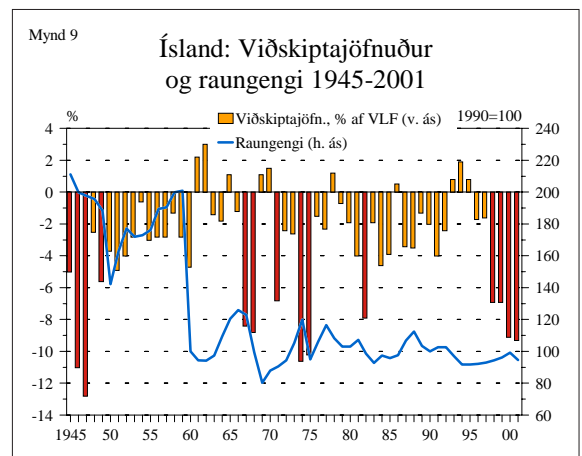
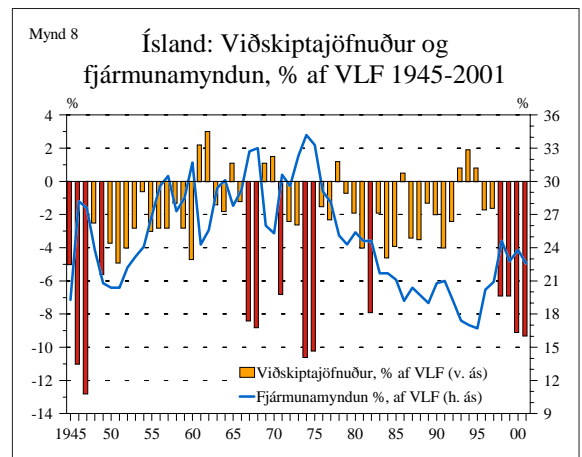
### Ísland 1967-1968: Hrun síldarstofnsins

Árin 1962-1966 voru miklir uppgangstímar. Hagvöxtur nam að meðaltali tæpum 9% á ári og þjóðarútgjöld uxu enn hraðar. Raungengi hækkaði um þriðjung milli árána 1962 og 1966. Hagstæð þróun viðskiptakjara kom þó í veg fyrir að viðskiptahalli myndaðist fyrir en hrun síldarstofnsins olli samdrætti í útflutningi. Á árunum 1967-1968 dróst útflutningur saman um tæplega fimmting. Fyrir vikið myndaðist viðskiptahalli sem nam 8-9% af landsframleiðslu þessi tvö ár. Í kjölfarið varð harkalegur samdráttur. Landsframleiðsla dróst saman um tæp 7% árin 1967-1968, þjóðarútgjöld um 14% árin 1968-1969 og fjármunamyndun um þriðjung. Gengi krónunnar var fellt tvívegis, árin 1967 og 1968 og lækkaði raungengi í kjölfarið um rúman þriðjung. Gengisfellingin dugði til að rétta af ytri jöfnuð þjóðarþúsins, en verðbólga jókst verulega í kjölfarið.

### Ísland 1974-1975: Fjárfestingarbylgja og versnun viðskiptakjara

Eftir gengisfellingar árána 1967 og 1968 náði hagvöxtur sér fljótlega á strik og var tæp 8% að meðaltali árin 1970-1974, mest 13% árið 1971. Árið 1972 var landhelgin færð út í 50 mílur og 200 mílur árið 1975. Óvenjumikil fjárfesting var á þessum árum og jókst fjármunamyndun að meðaltali um 16% á ári 1970-1974, mest um 42% árið 1971. Hlutfall fjármunamyndunar var á þessum árum u.þ.b. þriðjungur af landsframleiðslunni og hefur hvorki fyrir né síðar orðið hærra. Innflutningur jókst um 17% á ári þetta sama tímabil. Viðskiptakjarabati um 30% á árunum 1969-1973 hélt viðskiptahallanum í skefjum allt til ársins 1974. Þó var hallinn nokkur og tæp 7% á árinu

1971. Á árunum 1974-1975 versnuðu viðskiptakjör hins vegar verulega, eða um 18%. Á árunum 1969-1974 hafði raungengi krónunnar hækkað um tæp 50%. Viðskiptahallinn varð rúmlega 10% um tveggja ára skeið, auk þess sem hallinn varð tæp 7% árið 1971 þegar vöxtur fjármunamyndunar var sem mestur. Eftirköstin urðu einkum 9% samdráttur þjóðarútgjalda, en með minni innflutningi og auknum útgjöldum hins opinbera var komið í veg fyrir að landsframleiðslan drægist saman og útflutningur tók að aukast hröðum skrefum árið 1976, enda hæg heimatökin í kjölfar útfærslu landhelginnar. Segja má gengi krónunnar hafi nánast farið á flot á þessum tíma, því frá 1974 til ársins 1989 var gengi krónunnar fellt 25 sinnum, auk þess sem genginu var leyft að síga án formlegrar yfirlýsingar á tímabilinu 1975-1978.





## Núverandi hallatímabil í ljósi fortíðarinnar og alþjóðlegs samanburðar

Samanburður við fyrri tímabil gæti varpað ljósi á hvers er að vænta í kjölfar núverandi hallaskeiðs. Ástæða er þó til að setja fyrirvara við slíkan samanburð ekki síður en hvað áhrærir alþjóðlega samanburðinn. Hagvaxtargeta er t.d. að öllum líkindum minni nú í samanburði við fyrri ár, sem gerir það að verkum að þjóðarbúskapurinn þolir verr langvarandi viðskiptahalla. Erlendir raunvextir hafa einnig verið mjög breytilegir á tímabilinu.

Aðstæður eru að auki gjörbreyttar að því leyti að fjármagnshreyfingar eru nú óheftar. Óheftar fjármagnshreyfingar gera það að verkum að auðveldara er að fjármagna stóran viðskiptahalla nú en áður, en jafnframt geta umskiptin orðið þeim mun meiri ef traust markaðsaðila á sjálfbærni viðskiptahalls brestur.

Sem fyrr segir þá stefnir núverandi hallaskeið í það að verða mesta hallaskeið í hálfu öld, þ.e.a.s. ef einungis er litið til tímabila þegar viðskiptahallinn fór yfir 5% af landsframleiðslu í 2 ár samfleytt eða lengur. Að hvaða leyti er núverandi hallaskeið frábrugðið þeim sem fyrr hafa gengið yfir?

- Það fyrsta sem vekur eftirtekt er að ólíkt fyrri hallaskeiðum eiga hvorki viðskiptakjararýrnun né stórfelldur aflabrestur hlut að máli, þótt stöðnun hafi ríkt í sjávarútvegi sl. ár.
- Ólíkt fyrri hallaskeiðum er ekki að sjá að hátt raungengi eigi verulegan þátt í myndun hallans. Miðað við raungengi síðustu tveggja áratuga er það nú nálægt meðalstöðu, töluverður vöxtur er í þeim greinum útflutnings sem ekki sæta framboðstakmörkunum og ekki er að sjá að útflutningsfyrirtæki séu verulega aðþrengd. Samanburður við hin fyrri skeið er þó að því leyti varhugaverður að flest höft á milliríkja viðskiptum hafa verið afnumin, sem kann að hafa haft lækkun jafnvægisraungengis í för með sér. Eigi að síður er ljóst að mikill munur er á meira en tvöföldun raungengis í aðdraganda hallaskeiðsins 1945-1947, þriðjungshækkun raungengis 1962-1966 eða 50% hækkun í aðdraganda hallaskeiðsins 1974-1975 annars vegar og 8% hækkun raungengis frá sögulegu lágmarki í aðdraganda núverandi hallaskeiðs, hins vegar.<sup>18</sup> Raunar hækkaði raungengi einnig mun meira, eða 21%, á árunum 1983-1988. Þá varð hallinn þó aðeins 3½%, þrátt fyrir 6½ og 8½% hagvöxt, og tímabilið því ekki

talið með sem tímabil óhóflegs viðskiptahalla hér að framan. Þessi tiltölulega hóflega hækkun kann að stafa af því að viðskiptakjör hafa ekki batnað jafn mikið í aðdraganda þeirrar uppsveiflu sem nú er að renna sitt skeið á enda og í hinum fyrri. Jafnframt er verðbólga nú minni og hækkun raungengis því hægari þegar leitast er við að halda nafngengi stöðugu.

- Þótt deila megi um hvort aðhald hins opinbera hafi verið nægilegt á síðustu árum er staða þess betri en á hinum fyrri hallaskeiðum.

Þau hallaskeið erlendis sem urðu á 8. og 9. áratugnum áttu sér einnig nær undantekningarlaust rætur í viðskiptakjarabreytingum, undangenginni hækkun raungengis eða óstjórn í ríkisfjármálum. Hallaskeið sem urðu á síðasta áratug áttu sér ekki jafn augljósar ástæður. Þau eiga það sameiginlegt með núverandi hallaskeiði hérlendis að koma í kjölfar þess að frelsi til fjármagnshreyfinga var aukið.

Getur sagan hérlendis sem erlendis sagt okkur eitthvað um það við hverju er að búast í kjölfar tímabils mikils viðskiptahalla? Í flestum tilvikum lauk tímabili mikils viðskiptahalla með samdrætti landsframleiðslu.<sup>19</sup> Oft er þó erfitt að segja hvort samdrátturinn stafaði af nauðsynlegri aðlögun innlendrar eftirspurnar vegna hallans eða óhagstæðari ytri aðstæðum sem voru orsök hans í upphafi. Í flestum tilvikum hafa samdráttarskeiðin verið fremur stutt. Nokkur samdráttarskeið hafa þó varað lengur en eitt ár: Á Íslandi árin 1949-1952 og 1967-1968, Nýja-Sjálandi árin 1988-1991, í Portúgal 1983-1984, Finnlandi 1991-1993, Taílandi 1997-1998 og Tékklandi 1997-1999. Það er e.t.v. ekki uppörvandi fyrir Íslendinga að sumar dýpstu kreppurnar hafa orðið í kjölfar hallatímabila sem líkjast íslenskum aðstæðum mest. Það má rekja til þess að í þeim tilvikum lauk hallaskeiðunum með fjármálakreppu. Í Finnlandi dróst landsframleiðslan saman um 11%, í Mexíkó um 6% og í Tælandi um tæp 12%.

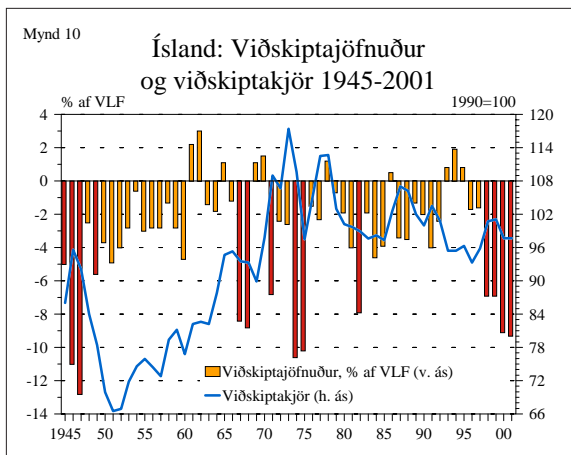
Ólíkt fyrri hallaskeiðum er raungengi krónunnar ekki augljóslega úr takti við undirliggjandi hagþróun og viðskiptakjör eru einnig nálægt meðalstöðu. Í

18. Hér er miðað við raungengi á verðlagskvarða, enda ekki annað að hafa í samanburði við hin fyrri tímabil viðskiptahalla. Á mælikvarða launa hefur raungengi hækkað um 18%, enda var raungengi þannig metið enn meira undir meðalstöðu árið 1994.

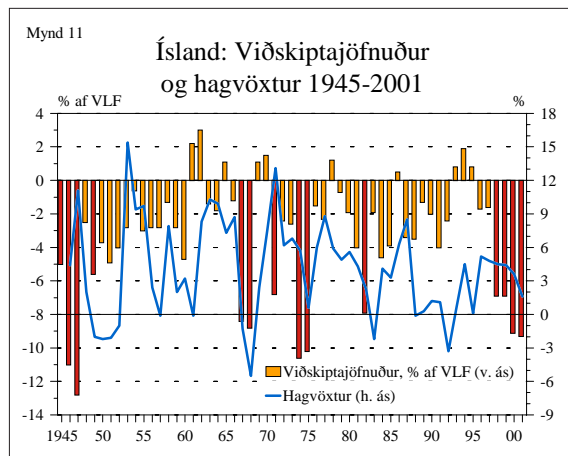
19. Þótt landsframleiðsla hafi ekki dregist sama eftir hallatímabilið 1974-1975 drögust þjóðarútgjöld saman um 14%.



Þessum einkennum er fólgin bæði styrkleiki og veikleiki. Styrkleikinn felst í því að ekki er þörf á gengislækkun til að rétta stöðu útflutningsatvinnuveganna og koma á ytra jafnvægi. Að hátt raungengi skuli ekki hefta vöxt útflutnings þýðir á hinn bóginn jafnframt að lækkun gengis getur ekki orðið jafn auðveld leið til ytra jafnvægis og oft áður. Bregðist útflutningur dræmt við gengislækkun þarf þeim mun meiri samdrátt innflutnings til að ná fram nægri aðlögun. Í ljósi stöðu viðskiptakjara er ekki mjög líklegt að stór ytri áföll komi af stað kreppu. Þess ber hins vegar að gæta að á hinum fyrri hallaskeiðum höfðu viðskiptakjör þegar veikst eða aflabrestur orðið. Hluti af lækningunni var því fólgin í því að viðskiptakjör bötnuðu á ný eða aflglæddist. Sé síður von á slíkum bata eykur það kröfuna á aðlögun innlestrar eftirspurnar.



Ósjálfbæran má telja viðskiptahalla sem ekki getur orðið viðvarandi án þess að hafa í för með sér skyndilegan afturkipp eða að gengið sé á framtíðarlífskjör þegnanna. Flest rök hníga að því að viðskiptahallinn undanfarin þrjú ár hafi verið ósjálfbær í þeim skilningi. Draga má þá ályktun af alþjóðlegum og sögulegum hliðstæðum að jafn mikill viðskiptahalli og verið hefur á síðustu árum og fyrirsjáanlegur er á næstu árum geti haft veruleg eftirköst fyrir íslenskan þjóðarbúskap. Þó er hugsanlegt að hallinn sé að vissu leyti ofmetinn, t.d. vegna þess að tekjur af eign þjóðarinnar í erlendum verðbréfasjóðum séu vanmetnar. Einnig hefur komið fram sú hugmynd, eins og gefið er í skyn í skýrslu Hagfræðistofnunar, að afleiðingar hallans mildist vegna þess að sparn-



aður þjóðarinnar muni aukast þegar aldursamsetning hennar breytist. Ég mun nú reyna að meta hve gildar þessar röksemdir eru.

### Viðskiptahalli og öldrun þjóða

Fram hefur komið sú hugmynd að viðskiptahallinn megi að nokkru leyti skýra með ungum aldri íslensku þjóðarinnar. Hann sé því minna áhyggjuefni en ætla mætti. Hugmyndin er sótt til kenninga um jöfnun neyslu yfir ævi manna (e. *life-cycle hypothesis of savings*). Samkvæmt þessari túlkun kenningarinnar ættu ung lönd að hafa tilhneigingu til að eyða umfram tekjur með tilheyrandi viðskiptahalla en úr því draga sjálfkrafa þegar þjóðir eldast. Sambandið gæti einnig verið á þann hátt að halli á rekstri hins opinbera hjá ungri þjóð leiði til aukins viðskiptahalla. Tölfræðilegt samband þessara stærða hefur þó reynst veikt, auk þess sem hið opinbera hefur verið rekið með afgangi síðustu árin. Hugmyndin er áhugaverð, en mér virðist hún lítið erindi eiga inn í umræðu um viðskiptahalla síðustu ára af þeirri einföldu ástæðu að slík jöfnun neyslu milli kynslóða hlýtur að vera ákaflega hægfara þróun. Á Íslandi hefur viðskiptajöfnuðurinn hins vegar sveiflast frá afgangi yfir í halla sem nemur næstum 10% af landsframleiðslu á örfáum árum. Slíkar sveiflur hafa ekkert með aldur þjóða að gera heldur eru þær merki um sveiflur í þjóðarbúskapnum. Að auki hefur ekki verið sýnt fram á að aldursamsetning íslensku þjóðarinnar sé svo frábrugðin annarra þjóða að líklegt sé að það skýri litla sparnaðarhneigð og tilhneigingu til viðskiptahalla. Þvert á móti bendir ör uppbygging lífeyrissparnaðar, m.a. í formi fjárfestingar erlendis, til þess að fremur

ætti að vera afgangur á viðskiptajöfnuði.<sup>20</sup> Þörf landa til útflutnings eða innflutnings fjármagns hefur sennilega meira með þróunarstig þeirra að gera en aldur íbúanna, þótt ekki sé það einhlítt heldur (sbr. Kína). Hvað sem því líður er kjarni málsins sá að tæpast er þörf á slíkum kenningum til að skýra viðskiptahallann.

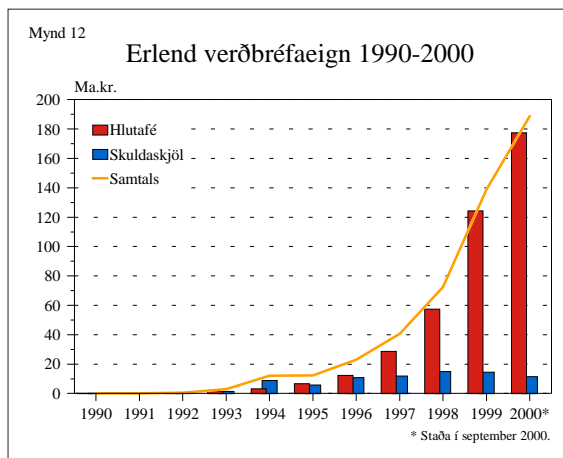
### *Bjargar nýbúskapur mállum?*

Sú skoðun hefur einnig heyrst að ör vöxtur nýbúskapar hérlendis bæði skýri hluta viðskiptahallans og geri það að verkum að hann sé ekki áhyggjuefni fremur en viðskiptahalli Bandaríkjanna. Til dæmis hefur verið bent á að starfsemi Íslenskrar erfðagreiningar og margra hugbúnaðarfyrirtækja mælist aðallega í auknum viðskiptahalla, án þess að fjárfesting þeirra í þekkingu komi fram í mældri fjármunamyndun. Þessi starfsemi er oft þess eðlis að langur tími líður frá því að fjárfest er í þekkingu þar til markaðshæf afurð lítur dagsins ljós. Í ljósi þess að gögn um þessa starfsemi eru af skornum skammti og að eðli málsins samkvæmt ríkir mikil óvissa um það hvort þessum fyrirtækjum muni takast ætlunarverk sitt hvílir þessi staðhæfing á fáu öðru en trúnni einni. Líklega er þó a.m.k. sannleikskorn í þessu. Það sem vitað er með vissu vegur hins vegar ekki þungt. Útflutningur hátækniáfurða er vissulega í vexti, en er samt sem áður léttvægur í heildarútflutningi. Árið 1999 var útflutningur hátækniáfurða rúmlega 3% útflutningsins eða tæplega 1% landsframleiðslunnar. Því þarf afar hraðan vöxt ef útflutningur hugbúnaðar, erfðaþekkingar o.fl. á að loka 9% viðskiptahalla sem myndast hefur á síðustu árum. Loks er rétt að benda á að vöxtur nýbúskapar getur tæpast verið skýring á viðskiptahallanum nema vöxtur nýbúskapar á Íslandi sé meiri en í viðskiptalöndunum, því ekki geta öll lönd rekið viðskiptahalla samtímis. Ástæða er því til að efast um slíkar skýringar þar til haldbærar upplýsingar liggja fyrir.

### *Mun eignamyndun í útlöndum hjálpa upp á sakirnar?*

Að undanfögnu hefur verið uppi nokkurt álitamál um

það hvernig gera skuli grein fyrir tekjum af erlendra verðbréfaeign þjóðarinnar í uppgjöri þáttatekna. Vandinn snýr einkum að fjárfestingu í hlutabréfum sem að miklu leyti fer fram í gegnum erlenda hlutabréfasjóði. Þessir sjóðir greiða yfirleitt ekki út arð, heldur nýta hann til frekari fjárfestingar. Einungis sá arður sem greiddur er út kemur fram sem þáttatekjur frá útlöndum í uppgjöri greiðslujafnaðar.<sup>21</sup> Í árslok 1999 átti íslenska þjóðin hlutafé í útlöndum að verðmæti u.þ.b. 124 ma.kr. Í september sl. var þessi eign komin upp í 177 ma.kr. Lauslega áætlað var ávöxtun þessarar eignar árið 1999 tæpir 15 ma.kr, eða u.þ.b. 2,4% landsframleiðslu ársins 1999.



Mikil óskhyggja væri hins vegar að reikna með slíkri ávöxtun um alla framtíð. Stór hluti ávöxtunar ársins 1999 er til kominn vegna gengishækkunar hlutabréfa, en algengar vísbendingar svo sem V/H hlutföll benda til þess að verðlagning hlutabréfa hafi þá verið orðin óraunsæ með tilliti til sögulegrar meðalstöðu. Sé litið yfir u.þ.b. 3ja áratuga tímabil virðist sagan gefa fyrirheit um raunávöxtun af hlutabréfaeign sem er á bilinu 4-6%, en minni ef litið er yfir enn lengri tímabil.<sup>22</sup> Því virðist varahugavert að gera til lengri tíma ráð fyrir meira en u.þ.b. helmingi þeirrar ávöxtunar sem reiknuð hefur verið árið 1999. Ef tekið væri tillit til slíkrar ávöxtunar myndi hlutfall

20. Um hagkvæmasta sparnaðarstig þjóða og áhrif sparnaðar á viðskiptahalla, sjá Besanger, S., R. S. Guest og Ian McDonald, „Demographic Change in Asia: The Impact on National Saving, Investment and the Current Account“, *IMF Working Paper*, WP/00/115.

21. Reyndar var á tímabili gerð tilraun til að leggja mat á þennan arð í uppgjörum Seðlabankans, en frá því var horfið þar sem aðferðarfræðin var ekki talin í samræmi við alþjóðlega staðla.

22. Sjá Marías Halldór Gestsson, „Langtímaávöxtun fjármagns“, óbirt handrit, Seðlabanki Íslands 1996.

viðskiptahallans af landsframleiðslu lækka um rúmlega 1%. Þetta er að vísu marktækur munur, en breytir þó vart miklu um það hvort viðskiptahalli síðustu ára telst ósjálfbær eða ekki. Auk þess er vert að hafa í huga að hvorki 4% raunávöxtun né önnurávöxtun hlutabréfa er föst í hendi. Þótt hlutabréf hafi, sé horft um öxl, gefið heldur meiriávöxtun til langs tíma litið hafa einnig komið löng tímabil neikvæðrarávöxtunar, eins og verðfall hlutabréfa á síðasta ári er okkur áminning um. Því er fjarri sanni að í þessum tekjum sé fólgin slík trygging að minni ástæða sé til að hafa áhyggjur af viðskiptahallanum en ella.

Annað og skylt sjónarmið sem komið hefur fram í umræðunni um viðskiptahallann er að skuldasöfnun erlendis ætti ekki að vera áhyggjuefni vegna þess að á móti þessum skuldum komi umtalsverðar eignir. Að baki býr þá væntanlega sú hugsun að hægt sé að selja eignirnar til þess að greiða upp skuldirnar. Í fyrsta lagi er sá hængur á þessari röksemdafærslu að ólíkt því sem við á um fyrirtæki, einstaklinga eða hið opinbera, eru skuldir og eignir þjóðarbúsins ekki endilega á sömu hendi. Stór hluti eignanna er t.d. í eigu lífeyris-sjóða sem eru að dreifa áhættu með því að byggja upp eignastöðu erlendis. Gjaldmiðlaáhætta þeirra sem skulda í erlendri mynt er því söm eftir sem áður þótt lífeyrissjóðir o.fl. hafi safnað umtalsverðum eignum.

Í öðru lagi má draga þá ályktun að þessi staða feli í raun í sér meiri áhættu fyrir þjóðarbúið í heild en ef einungis væri um skuldaaukningu að ræða. Viðskiptahalli felur að jafnaði í sér að hrein staða þjóðarbúsins versnar, hvort sem eignamyndun á sér stað eða ekki.<sup>23</sup> Að sumir aðilar þjóðarbúsins séu að safna skuldum á meðan aðrir byggja upp eignir erlendis þýðir að brúttó-innstreymi fjármagns þarf að vera þeim mun meira, því burtséð frá skekkjum og vantöldu felur tiltekinn viðskiptahalli ávallt í sér nettó-innstreymi fjármagns af sömu stærð. Með öðrum orðum, stærri hluti þjóðarbúskaparins verður viðkvæmur gagnvart gjaldmiðlaáhættu en ef einungis þarf að fjármagna viðskiptahallann. Ef það viðbótar-fjármagnsinnstreymi sem fjármagnar erlenda eignamyndun (auk viðskiptahallans) er bein erlend fjárfesting er áhættan sennilega fremur lítil.<sup>24</sup> En sé um

23. Ef hallinn er ekki stór getur hlutfall hreinnar stöðu og landsframleiðslu þó haldist stöðugt. Auðvitað er ekki loku fyrir það skotið að við sérstakar aðstæður getiávöxtun á eignahlíð verði meiri en á skuldahlíð (eins og tilfellið var árið 1999), en engin ástæða er til að ætla að þar munu skeika miklu yfir lengri tímabil.

lánsfjármagn að ræða, eins og verið hefur síðustu árin hérlendis, er viðbúið að því fylgi aukin gjaldeyris-áhætta fyrir stóran hluta þjóðarbúskaparins og fjármálakerfið sérstaklega. Töluverð vaxtaáhætta er einnig fólgin í samsetningu eigna og skulda íslenska þjóðarbúsins. Þar sem eignir eru að stórum hluta í formi hlutabréfa, sem hafa tilhneigingu til að lækka í verði þegar vextir hækka, en skuldir í formi lána leiðir hækku erlendra vaxta til þess að verðgildi erlendra eignar lækkar á sama tíma og greiðslubyrði vegna skulda þyngist.

Erlend eignamyndun gæti þó komið krónunni til bjargar við vissar aðstæður. Lækki gengi krónunnar verulega, og þá helst umfram það sem markaðsaðilar telja jafnvægisstöðu hennar til lengri tíma litið, hefði það í för með sér að hlutfall erlendra eigna í eignum innlendra aðila ykist. Þeir hefðu því af þeirri ástæðu og vegna væntinga um umtalsverðan gengishagnað ríkan hvata til að selja erlendar eignir og fjárfesta í innlendum verðbréfum, sem myndi styrkja krónuna.

### Samantekt og niðurlag

Það sem fram hefur komið í þessari samantekt má nú draga saman með eftirfarandi hætti:

- Hrein staða þjóðarbúsins mun halda áfram að versna svo langt sem séð verður nema útflutningur vaxi töluvert hraðar eða innflutningur hægjar en í langtímaspá Þjóðhagsstofnunar. Hugsanlega þarf samdrátt innlendra eftirspurnar til að rétta kúrsinn.
- Aðdragandi núverandi hallaskeiðs er ólíkur fyrri hallaskeiðum hérlendis og erlendis, en svipar til hallaskeiða erlendis á síðasta áratug.
- Flest fyrri tímabil mikils viðskiptahalla, hérlendis og erlendis, hafa endað með samdrætti – mestum þar sem aðstæður eru líkastar okkar.
- Við núverandi aðstæður í þjóðarbúskapnum þarf e.t.v. meiri aðlögun eftirspurnar en oft áður til þess að ná ytra jafnvægi.

24. Ekki eru allir sammála um að viðskiptahalli sem myndast sem andhverfa beinnar erlendra fjárfestingar sé áhættulaus. Calvo (1998a) heldur því fram að gjaldeyriskreppa sé möguleg þótt viðskiptahallinn sé að fullu fjármagnaður með beinni fjárfestingu ef bein fjárfesting felst í yfirtöku á fyrirtæki (ekki nýfjárfesting) og fyrri eigendur verja andvirði sölnnar til innlendra eftirspurnar. Sjá Calvo, Guillermo A., „Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops“, *Journal of Applied Economics*, 1. bindi, nr. 1, nóvember 1998.

- Fátt bendir til þess að viðskiptahallinn nú sé stórlega ofmetinn eða hættuminni en áður.

Um fjöllun um viðskiptahallann virðist hætta til að sveiflast á milli öfgakenndra sjónarmiða. Sums staðar, einkum á árum áður, kann að hafa gætt merkantílskra sjónarmiða sem hætti til að sjá ofsjónum yfir lítilfjörlegasta viðskiptahalla, sama hvernig hann var til kominn. Saga Ástralíu ætti að sýna að slíkur ótti er oftast ástæðulaus. Nýlega hefur hins vegar gætt nokkurs andvaraleysis gagnvart viðskiptahalla sem er margfalt meiri en halli sem áður hefði verið talinn leiða til alvarlegra efnahagslegra þrenginga. Þetta andvaraleysi má e.t.v. rekja að hluta til hugmynda um að svokallaður nýbúskapur muni gera íslenska þjóðarbúskapnum kleift að vaxa útúr vandanum. Einnig hefur það sjónarmið heyrst að vegna þess að rekstur hins opinbera sé með miklum blóma og hallann megi að fullu rekja til athafnagleði einkaaðila sé fátt að óttast. En hið sama mátti einnig segja um Finnland, Mexíkó og flest þeirra ríkja í Asíu þar sem tímabili óhóflegs viðskiptahalla lauk í alvarlegri gjaldeyris- og fjármálakreppu. Ekki svo að skilja að þessi lönd hafi lent í kreppu beinlínis vegna viðskiptahallans. Hefði traust fjárfesta og lánardrottna ekki gufað upp er ekki loku fyrir það skotið að tilhlýðilegt jafnvægi hefði komist á fyrir tilstilli hægara aðlögunar fremur en skyndilegrar kreppu.

Ástæða þess að traust fjárfesta og lánardrottna á framtíð hagvaxtar í Asíu og víðar þvarr var að óhóflega hröðum vexti fylgdi vaxandi tilhneiging til æ áhættu-meiri fjárfestingar. Þessi áhætta var dulin svo lengi sem hagvöxtur var mikill og allir voru samtaka í bjartsýnni. Vænt arðsemi hveirrar framkvæmdar er hins vegar ekki óháð arðsemi allra annarra framkvæmda og væntingar markaðsaðila eru innbyrðis háðar. Hjarðhegðun á markaði getur því verið fyllilega rökleg og skynsamleg. Því fremur á þetta við þegar um er að ræða markaði eins og fjármálamarkaðinn, þar sem upplýsingar eru í besta falli ófullkomnar en í versta falli afar misskipt milli kaupanda og seljanda þjónustunnar. Slíkar aðstæður skapa grundvöll fyrir fjöljafnvægisástand, sem felur í sér að þjóðarbúskapurinn getur auðveldlega færst úr einu jafnvægi í annað eftir því hvernig væntingar á markaði breytast. Á síðustu árum hefur komið fram mikill fjöldi fræðilegra ritgerða þar sem sett eru fram gjaldeyriskreppulíkön á þessum nótum – svokölluð þriðjukyngslóðarlíkön.<sup>25</sup>

Eins og sýnt var fram á hér að framan geta fremur smávægilegar breytingar á forsendum um hagvöxt, vöxt utanríkisviðskipta og erlenda vexti auðveldlega skipt sköpum um mat á því hvort viðskiptahalli stefnir í óefni eður ei. Í dæminu hér að framan voru landsmenn í þeirri öfundsverðu stöðu að ekkert fékk hagg að þeirra óbilandi trú á hagvöxtinn né lánardrottinna á greiðslugetu þeirra. Í raunveruleikanum getur sjálfbær staða orðið ósjálfbær einungis vegna þess að væntingar markaðsaðila um það breytast.<sup>26</sup> Eftir því sem viðskiptahallinn er meiri og því nær sem hann er þeim mörkum þar sem markaðurinn við einhverjar aðstæður kynni að telja ósjálfbær, því berskjaldaðra er viðkomandi land fyrir skyndilegri breytingu á væntingum markaðsaðila. Á móti kemur að raunverulegt hagkerfi, ólíkt þjóðarbúskapnum í dæminu hér að framan, býr yfir eiginleikum sem getur knúði á um aðlögun áður en í jafn miklið óefni er komið hvað áhrærir skuldabyrði framtíðarkynslóða.

Fjármálakerfi og gjaldmiðlar eru í eðli sínu ógreiðsluhæf (e. *illiquid*) fyrirbæri. Taki einstaklingar sem eiga eignir bundnar í fjármálakerfinu eða tilteknum gjaldmiðli að efast um öryggi eigna sinna munu þeir vilja leysa þessar eignir til sín. Ef nægilega margir missa trúna á sama tíma eiga hvorki fjármálastofnanir laust fé né lönd gjaldeyrisforða til að verða við óskum allra samtímis. Land sem kys að hafa sjálfstæðan gjaldmiðil og jafnframt að aflétta öllum hömlum á flæði fjármagns til og frá landinu á því allt undir því að traust markaðsaðila á gjaldmiðlinum og fjármálakerfinu haldist. Efnahagsstefnan þarf því að miðast að því að viðhalda nægilegum efnahagslegum stöðugleika til þess að traust markaðsaðila á stöðugleika gjaldmiðilsins haldist. Langvarandi ósjálfbær viðskiptahalli grefur undan því trausti.

25. Sem sýnishorn vaxandi fjölda ritgerða má nefna eftirfarandi: Jeanne, Olivier (1999), „Currency Crises: A Perspective on Recent Theoretical Developments, Discussion Paper nr. 2170, júní, Center for Economic Policy Research. Obstfeld, M. (1994), „The Logic of Currency Crises“, *Cashier Economiques et Monétaires*, Banque de France, 43. Calvo, G.A. (1998b) „Balance of Payment Crises in Emerging Markets: Large Capital Inflows and Sovereign Governments“, af ráðstefnu NBER um gjaldeyrisriskreppur, í Cambridge Mass., febrúar. Burnside, C. M. Eichenbaum og S. Rebelo (2000) „On the Fundamentals of Self-Fulfilling Speculative Attacks“, *NBER Working Paper* No. 7554.

26. Calvo (1998a) sýnir t.d. fram á að breytingar á markaðsvæntingum geti leitt til sjálfmögunnar þeirra (e. *self-fulfilling expectations*) jafnvel þótt gjaldhæfni sé ekki teft í tvísýnu.