

Már Guðmundsson og Yngvi Örn Kristinsson

# Peningastefna á Íslandi á 10. áratugnum\*

## Ágrip

Í greininni er lýst hvernig stefna stöðugleika og líttar verðbólgu varð ráðandi við stjórn peningamála hér á landi þrátt fyrir sveiflakennd raunskilyrði íslensks þjóðarbúskapar. Gengisfellingarslagsíða hefur minnkað þrátt fyrir að viss sveigjanleiki í gengismálum hafi verið notaður til að mæta ytri áföllum. Stefna aukinnar gengisfestu gegndi þannig lykilhlutverki í því ferli verðbólguhjöðunar sem leiddi til svipaðrar verðbólgu og í viðskiptalöndum. Umbætur á fjármálasviðinu á níunda og tíunda áratugnum með opnun markaða og auknu viðskiptafrelsi hafa breytt allri umgjörð peningastefnunnar og hafa kallað á aðlögun stjórnþækja peningamála. Á fyrri hluta 10. áratugarins þurfti peningastefnan að bregðast við stöðnun í hagvexti á sama tíma og verðbólguhjöðnun var enn í gangi. Síðustu ár hefur verkefni peningastjórnunar hins vegar snúist um að varðveita litla verðbólgu þrátt fyrir öflugan hagvöxt á sama tíma og slakinn var að mestu horfinn úr hagkerfinu.

## 1. Inngangur

Þessi grein fjallar um peningastefnuna á Íslandi á 10. áratugnum. Áratugurinn hefur til þessa verið tímabil mikilla breytinga í gerð íslenska þjóðarbúsins, ekki hvað síst fjármálageirans. Ísland varð einnig fyrir ytri áföllum á fyrstu árum 10. áratugarins, á sama tíma og landið gekk í gegnum sögulegt tímaskeið verðbólguhjöðunar. Róttækar breytingar urðu því á öllum aðstæðum peningastefnunnar. Greinin endurspeglar þetta með því að fjalla um bakgrunn

ákvarðana um meginatriði gengisstefnunnar og umbætur á fjármagnsmarkaði áður en fjallað er um þjóðhagslega framvindu og peningastefnuna sem slíka. Greinin er skipulögð með þeim hætti að í öðrum kafla er rætt um gengisstefnuna, bæði efnahagslegar forsendur hennar og þróun á 10. áratugnum. Í þriðja kafla greinarinnar er fjallað um umbætur á fjármagnsmarkaði, sem hafa gjörbreytt þeim aðstæðum sem peningastefnan stendur frammi fyrir. Í fjórða kafla er stjórnþækjum og aðgerðaháttum peningastefnunnar lýst. Í fimmta kafla er að endingu rætt um efnahagsþróun og hagstjórn á 10. áratugnum.

\* Þessi grein var upphaflega skrifuð á ensku fyrir fund sem haldinn var á vegum Alþjóðagreiðslubankans í Basel í maí 1997 um peningastefnu á Norðurlöndunum. Ritgerðin var gefin út í fjórlíti á vegum Seðlabanka Íslands í júlí 1997 og í sérstökum bæklingi Alþjóðagreiðslubankans í október 1997. Í íslenskri útgáfu greinarinnar, sem hér birtist, hefur verið felldur niður hluti af inngangi og bætt við sérstökum eftirmála. Einnig hefur verið tekið tillit til þjóðhagsspár sem birtist í október 1997. Höfundar eru annars vegar aðalhaf fræðingur Seðlabanka Íslands og hins vegar framkvæmdastjóri peningamálasviðs. Skoðanir sem fram koma í greininni eru höfunda og þurfa ekki endilega að endurspeglar skoðanir og stefnu Seðlabanka Íslands. Höfundar þakka Gerði Ísberg, Tómasi Hanssyni og Þórarni G. Péturssyni aðstoð við rannsóknir í tengslum við ritgerðina.

## 2. Gengisstefna<sup>1</sup>

Gengisstefnan hefur gegnt veigamiklu hlutverki í heildarskipan peningastefnunnar á Íslandi. Eigi að síður hafa áherslur efnahagsstefnunnar hvað gengismál áhrærir verið breytilegar og ýmist miðað að aðlögun þjóðarbúsins að ytri áföllum eða leitast við að gefa því peningalega festu. Gengisfellingarslagsíða ásamt ytri áföllum áttu

1. Efni þessa kafla er að hluta til byggt á Má Guðmundsyni (1996).

stóran þátt í þeirri miklu og þrálátu verðbólgu sem einkenndi íslensk efnahagsmál á 8. og 9. áratugnum. Stefna aukinnar gengisfestu sem fylgt hefur verið á 10. áratugnum gegndi lykilhlutverki í því ferli verðbólguhjöðnunar sem leiddi til svipaðrar verðbólgu og í viðskiptalöndunum. Togstreitan á milli þess að nota gengið sem peningalega grunnfestu og hlutverks þess sem helsta aðlögunarverðs í sveiflugjörnum þjóðarþáttur er þó ávallt fyrir hendi og krónan var felld tvisvar á 10. áratugnum, 1992 og 1993. Þessi reynsla bendir til þess að togstreitan á milli þeirrar þarfar sem er fyrir sveigjanlegt gengi vegna eiginleika raunhliðar þjóðarbúsins annars vegar og þarfarinnar fyrir stöðugt gengi sem grunnfestu og millimarkmið peningastefnunnar hins vegar hafi í reynd verið leyst með því að fylgja stefnu sveigjanlegrar gengisfestu. Með þróun fjármálamarkaða á síðustu árum og auknum trúverðuleika markmiðs peningastefnunnar um litla verðbólgu hafa aðrir möguleikar til þess að leysa þennan vanda opnast, annaðhvort með því að leyfa aukinn sveigjanleika í gengi innan víðari vikmarka eða með því að taka upp beint og sýnilegt verðbólgu markmið og leyfa krónunni að fljóta.

#### *Gerð íslenska hagkerfisins*

Margt af því sem einkennir gerð íslenska þjóðarbúsins bendir til þess að sveigjanleg gengistilhögun gæti verið heppileg. Hér má nefna eftirfarandi:

- Ísland býr við aðstæður sem einkennast af ytri skellum sem eru sérstakir fyrir landið. Raunskellir og hagsveiflur hafa einnig haft tilhneigingu til þess að vera stærri en í flestum OECD-löndum.
- Útflutningsframleiðsla landsins er sérhæfð en innflutningseftirspurn dreifð.
- Þjóðarþáttur er ekki svo opið gagnvart umheiminum að neikvæð áhrif gengissveigjanleika á hagkvæmni yfirgnæfi þjóðhagslegan ávinning hans.
- Raunlaun eru sveigjanleg gagnvart ytri áföllum.

Eðli áfalla og sveiflna er einn þeirra þátta sem mestu máli skipta við val á gengisstefnu. Hagsveiflur eru meira áberandi á Íslandi en í flestum OECD-löndum. Landið verður fyrir áföllum sem önnur lönd verða ekki fyrir, svo sem samdrætti í sjávarafla, þótt sumum áföllum deili Ísland með öðrum löndum, eins og t.d. hækun á olúverði. Þetta getur valdið fastgengisstefnunni erfiðleikum.

Athugun á Íslandi og öðrum OECD-löndum leiddi í ljós að staðalfrávik vaxtar landsframleiðslu á mann yfir tímabilið 1952-1989 var 5% á Íslandi, samanborið við staðalfrávik á bilinu 1½-3½% í hinum löndunum.<sup>2</sup> Ísland var eina landið í athuguninni, utan Japans, þar sem breytileiki í vexti landsframleiðslu minnkaði á tímabilinu svo marktækt sé. Sveiflur landsframleiðslunnar eru afleiðing hvors tveggja, ytri skella sem þjóðarþáttur verður fyrir og innlendirar aðlögunar að þeim. Sveiflur kaupmáttar vöruútflutnings gagnvart innflutningi er grófur mælikvarði á ytri skelli, a.m.k. í litlu og opnu hagkerfi á borð við Ísland. Þessi mælikvarði er í raun margfeldi viðskiptakjara og útflutningsmagns, og í tilfelli Íslands ræðst hann að mestu leyti af afla og viðskiptakjörum. Rannsókn á Íslandi og þrettán öðrum OECD-löndum<sup>3</sup> leiddi í ljós að staðalfrávik hagvaxtar var stærst á Íslandi á tímabilinu 1961-1990 og tímabilið 1976-1990 var staðalfrávikðið fyrir Ísland eitt hið stærsta. Sveiflur landsframleiðslunnar í þessum mælingum sýndu marktæka fylgni við sveiflur í iðnríkjunum sem heild, en ekki nema rétt svo á seinna tímabilinu.<sup>4</sup>

*Tafla 1* sýnir tölur sem eru athyglisverðar í þessu sambandi. Þar er borinn saman breytileiki, mældur sem staðalfrávik breytinga landsframleiðslu, viðskiptakjara, breytinga útflutnings-

2. Sjá Guðmundur Guðmundsson (1992). Önnur lönd í könnuninni voru Austurríki, Danmörk, Frakkland, Þýskaland, Írland, Japan, Holland, Nýja-Sjáland, Noregur, Portúgal, Svíþjóð, Bretland og Bandaríkin.
3. Löndin eru Danmörk, Finnland, Frakkland, Þýskaland, Írland, Japan, Holland, Nýja-Sjáland, Noregur, Portúgal, Svíþjóð, Bretland og Bandaríkin.
4. Efni þessarar málsgreinar er nánar útfært í Má Guðmundssyni (1994a).

Tafla 1. Breytileiki<sup>1</sup> og samhverfar breytingar á Íslandi og í viðskiptalöndunum í %

	Viðskiptalönd <sup>2</sup>		Ísland		Samhverfar breytingar <sup>3</sup>	
	1961-1995	1976-1995	1961-1995	1976-1995	1961-1995	1976-1995
Vöxtur VLF	2,3	1,9	4,0	3,3	6,5	8,5
Viðskiptakjör	8,8	5,9	8,6	4,9	4,3	1,0
Vöxtur útflutnings á föstu verði	4,7	4,2	7,7	6,3	5,2	0,1
Vöxtur útflutningstekna <sup>4</sup>	5,2	4,5	9,7	8,1	22,9	3,3

1. Breytileiki er skilgreindur sem staðalfrávik. 2. Viðskiptalönd eru skilgreind sem viðskiptavegið meðaltal viðskipta við einstök lönd. Meðalbreytileiki er viðskiptavegið meðaltal staðalfrávik. 3. Samhverf breyting er skilgreind sem  $R^2$  aðfallsgreiningar þar sem viðkomandi tímaröð fyrir Ísland er háða breytan og viðskiptavegið meðaltal tímaröðar fyrir viðskiptalöndin er skýribreyta að viðbættum fasta. 4. Útflutningstekjur eru útflutningur vöru og þjónusta staðvirtur með innflutningsverði.

magns og breytinga útflutningstekna<sup>5</sup> á Íslandi og meðal viðskiptalandanna. Taflan sýnir að tímabilið 1961-1995 var vöxtur landsframleiðslu á Íslandi 75% breytilegi en að meðaltali í viðskiptalöndunum. Mismunurinn er enn meiri þegar litið er til útflutningstekna. Taflan sýnir einnig hlutfall breytinga í íslensku röðunum sem eru samhverfar breytingum í hliðstæðum röðum viðskiptalandanna, þ.e.a.s. sem hægt er að skýra með aðfalli á viðkomandi raðir viðskiptalanda að viðbættum fasta. Hlutfallið er í öllum tilfellum vel undir 10%, nema í tilfelli útflutningstekna árin 1961-1995, sem skýrist af olúkreppunni árin 1973-1974, sem reið yfir öll löndin sameiginlega.

Hinn yfirgnæfandi hlutur sjávarútvegs í útflutningi er mikilvægt einkenni íslenska þjóðarþúsins. Útflutningur sjávarafurða nemur næstum því 80% af vöruútflutningi. Að því leyti er Ísland líklega nær því að vera sérhæft í útflutningi og fjölbreytilegt í innflutningi en nokkurt annað OECD-land. Tvennt ber þó að hafa í huga. Í fyrsta lagi er sjávarútvegurinn mjög fjölbreytilegur með tilliti til fjölda veiddra tegunda, vinnsluhátta og markaða. Hann er einnig mjög skilvirkur í þeim skilningi að hann getur auðveldlega hagrætt framboði á milli markaða eftir því sem aðstæður breytast. Í öðru lagi er verðteygni framboðs í greininni sem heild fremur

lítil, sökum þess að verðbreytingar breyta engu um aflbrögð eða aflamark.<sup>6</sup>

Yfirleitt virðast OECD-lönd vera opnari eftir því sem þau eru stærri. Þó svo að íslenska þjóðarbúið sé opnara en mörg OECD-lönd, er það ekki eins opið og ætla mætti fyrirfram miðað við stærð. Samanlagður út- og innflutningur Íslands sem hlutfall af landsframleiðslu, sem skoða má sem mælikvarða á hversu opið þjóðarbúið er, var 69% árið 1994, sem er dálítið yfir meðaltali OECD-landa, en lægra en í a.m.k. sjö Evrópulöndum.<sup>7</sup> Ástæða þessa er líklega að íslenskur útflutningsiðnaður er ekki jafn samþættur öðrum hagkerfum og útflutningsiðnaður margra smárra Evrópulanda. Gagnstætt mörgum smáum Evrópulöndum, sem hafa hærra hlutfall útflutnings af landsframleiðslu sem einnig samanstendur af iðnaðarframleiðslu er felst í fullvinnslu innfluttrar hálfunninnar vöru, byggir útflutningur á Íslandi að miklu leyti á nýtingu innlendra auðlinda. Gegnumstreymi vöru er mun minna á Íslandi.<sup>8</sup>

Hreyfanleiki vinnuafli milli landa hefur ekki verið svo mikill að hægt sé að treysta á aðlögun

5. Útflutningstekjur þýða í þessari grein útflutningur vöru og þjónustu, staðvirtur með innflutningsverði.

6. Sjá Má Guðmundsson (1992).

7. Löndin voru Austurríki (74%), Belgía (137%), Írland (148%), Holland (116%), Lúxemborg (138%), Noregur (73%) og Svíþjóð (72%).

8. Á þetta var bent af Krugman (1991). Hann bendir á að Ísland hafi greinilega sérstöðu ef litið er á samband fólksfjölda og hlutfalls útflutnings af landsframleiðslu fyrir OECD-löndin.

fyrir tilstilli hans eingöngu þegar ytri áföll eða búhnykkir eiga sér stað. Á samdráttarskeiðinu sem stóð yfir árin 1968-1970, sem var mesti samdráttur sem orðið hefur í sögu landsins frá lokum síðari heimsstyrjaldar, fluttu u.þ.b. 1,7% vinnuaflsins úr landi, einkum til annarra Norðurlanda. Atvinnuleysi jókst umtalsvert þrátt fyrir þetta, gengi krónunnar var fellt tvisvar og aðrar aðlögunarráðstafanir voru gerðar. Hreyfanleiki vinnuafls milli landa virðist takmarkast af tiltölulega góðum lífskjörum og félagslegum og menningarlegum þáttum. Þátttaka Íslands í Evrópsku efnahagssvæði (EES) kynni þó að auka á hreyfanleika vinnuafls á milli landa.

Sveigjanleiki raunlauna hefur verið meiri á Íslandi en í flestum öðrum OECD-löndum.<sup>9</sup> En þessi sveigjanleiki raunlauna stafar að hluta til af eftirgefanlegri gengisstefnu sem fylgt var þar til fyrir nokkrum árum. Stefnan var að halda genginu stöðugu á tímum uppsveiflu en fella það á tímum samdráttar. Raunlaun voru því skert á samdráttartímum með gengisfellingum. Almennigur sætti sig ávallt við þessa skerðingu að lokum. Tregða í aðlögun raunlauna olli því ekki stigvaxandi verðbólgu. Kjarasamningar með verðtryggingarákvæðum komu ekki í veg fyrir að þetta ferli ætti sér stað, því að verðtrygging launa var ýmist afnumin eða úr henni dregið með samkomulagi eða lagasetningu, til þess að tryggja að lækkun nafngengis fæli í sér raungengislækkun, svo að áhrifum hennar yrði ekki eytt að fullu með aukinni verðbólgu.

Þessi stefna dugði þökkalega vel til þess að ná fram aðlögun á raunhlið þjóðarbúsins að ytri áföllum og halda atvinnuleysi á lágu stigi. Vandinn fólst í verðbólglagslíðu hennar. Einnig má halda því fram að hún hafi skaðað hagvöxt, sökum þess að útflutningsatvinnuvegirir voru of verndaðir fyrir utanaðkomandi áföllum, en það dró úr hvata til aðlögunar þeirra sjálfra. Af þeim sökum var stefnunni breytt. Gengisfellingum var mun síður beitt og aðeins þegar ljóst var

að jafnvægisraungengi hafði lækkað og hægt væri að takmarka hættu á aukinni verðbólgu. Lengsta samfellda tímabil stöðugs gengis krónunnar frá byrjun 8. áratugarins þar til að yfirstandandi tímabil gengisstöðugleika hófst í júní 1993 var tímabilið frá desember 1989 til 23. nóvember 1992, en þann dag var gengi krónunnar fellt um 6% í kjölfar óróa á evrópskum gjaldeyrismörkuðum.

Við aðstæður lítillar verðbólgu krefst sveigjanleiki raunlauna í þeim mæli sem áður fyrr ríkti hérlendis sveigjanleika nafnlauna. Óreynt er hvort slíkur sveigjanleiki er til staðar hérlendis og reynsla frá öðrum löndum bendir til að ólíklegt sé að svo sé á þessu stigi. Búi Ísland við litla verðbólgu í framtíðinni, eins og rétt er að stefna að, mun sveigjanleiki raunlauna mjög líklega verða umtalsvert minni en áður. Sveigjanleiki raunlauna mun því ekki leika sama hlutverk í aðlögun þjóðarbúsins að ytri áföllum.

#### *Stefnan á 10. áratugnum*

Í desember 1989 lauk tímarskeiði gengississ krónunnar sem staðið hafði á árinu. Ákveðið var að halda genginu stöðugu gagnvart viðskiptaveginni körfu gjaldmiðla. Formlega séð var um  $\pm 2\%$  vikiörk að ræða frá miðgildi, en í reynd var það svigrúm ekki notað, enda ekki um neinn millibankamarkað að ræða. Gengi krónunnar var þess vegna haldið algerlega föstu gagnvart körfunni árin 1990 og 1991.

Í ársbyrjun 1992 var gengi krónunnar fest gagnvart körfu þar sem eka (ECU) hafði 76% vægi, Bandaríkjadalur 18% vægi og japanskt jen 6% vægi. Þessi karfa kom í stað vöruviðskiptaveginna körfu 17 gjaldmiðla. Fastgengisstefnan, sem fylgt hafði verið frá desember 1989 var staðfest haustið 1991 eftir ítarlega endurskoðun gengisstefnunnar, en tilefni þeirrar endurskoðunar að hluta var tenging gjaldmiðla Noregs, Svíþjóðar og Finnlands við eku. Ákveðið var að fresta fullri tengingu við eku til ársins 1993, en litið var á hina nýju gjaldmiðlakörfu sem milliskref. Á sama tíma var ákveðið að styrkja grunn fastgengisstefnunnar með ýmsu móti.

9. Sjá OECD (1991). Tímabilið 1970-1987 var staðalfrávik raunlauna á Íslandi 2,14 sinnum staðalfrávik framleiðslu. Aðeins í Portúgal var sveigjanleiki raunlauna meiri og gildið fyrir flest OECD-lönd var um eða undir 1.

Helstu umbæturnar voru þessar:

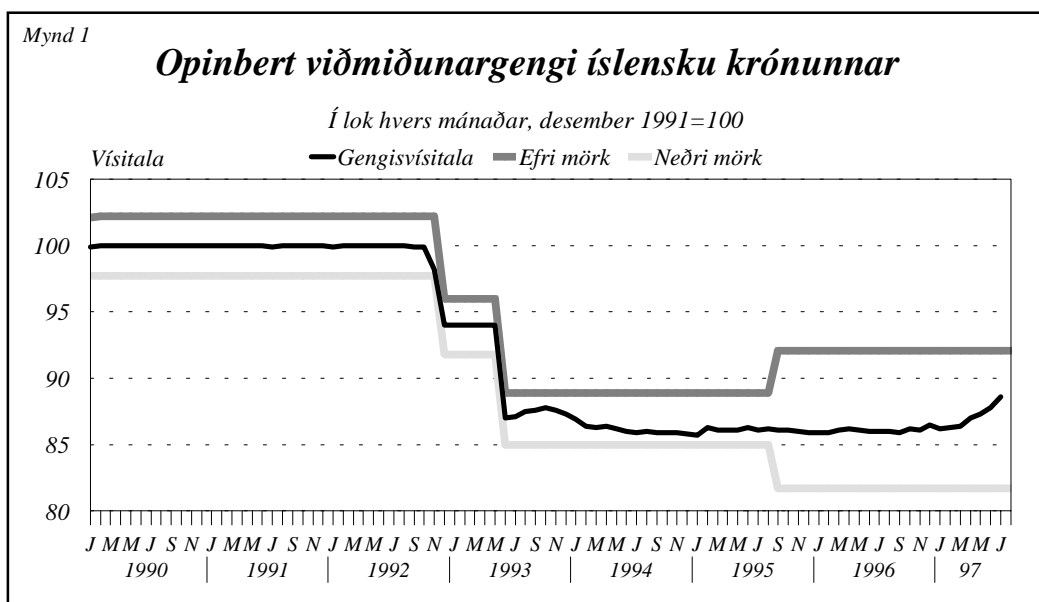
- Að koma á fót millibankamarkaði fyrir erlendan gjaldeyri, þar sem öfl framboðs og eftirspurnar hefðu meiri og beinni áhrif á gengi krónunnar.
- Að koma á fót peningamarkaði og bæta möguleika Seðlabankans til þess að hafa áhrif á vexti á þeim markaði. Það var talið mikilvægt í þessu sambandi að draga úr aðgengi ríkissjóðs að beinum og sjálfvirkum lántökum í Seðlabankanum.

Nýja gjaldmiðlakarfan sem tekin var í notkun í ársbyrjun 1992 fól ekki í sér umtalsverða breytingu á vægi evrópskra gjaldmiðla sem heildar, Bandaríkjadalrs eða jens. Umtalsverð breyting átti sér hins vegar stað á vægi einstakra Evrópugjaldmiðla, sem einkum fólst í því að aðrir gjaldmiðlar Norðurlanda en danska krónan hurfu úr körfunni og stórlega dró úr vægi sterlingspundsins. Breytingarnar voru á þessum tíma ekki taldar afdrifaríkar. Almennt var búist við að innbyrðis gengi evrópskra gjaldmiðla yrði tiltölulega stöðugt á tímasteiðinu fram að stofnun Efnahags- og myntbandalagsins (EMU), en flestir evrópskir gjaldmiðlar sem einhverju máli skiptu fyrir Ísland voru á þessum

tíma annaðhvort aðilar að gengissamstarfi Evrópuríkja (ERM) eða einhliða tengdir eku.

Eftir óróann sem varð á evrópska gjaldeyrismarkaðnum haustið 1992 breyttust forsendur gengisstefnunnar. Gengisfelling sterlingspundsins skipti þar mestu máli, því að vægi þess í nýju körfunni var undir 10%, en 25% vöruútflutnings fóru til Bretlands. Gengisfelling sterlingspundsins í september 1992 hafði því í för með sér skyndilega versnun viðskiptakjara og hækkun á meðalgengi krónunnar. Eftir að gengi sænsku krónunnar, portúgalska skútans og spænska pesetans hafði einnig verið fellt og þrýstingur jókst á norsku krónuna, var ákveðið að fella gengi íslensku krónunnar hinn 23. nóvember 1992 um 6%. Þetta var öllu meiri gengisfelling en tæknileg leiðrétting á hækkun meðalgengis krónunnar gaf tilefni til. Ástæða þess var að íslenska þjóðarþúið átti við alvarlegan samdrátt að stríða á árinu 1992, sökum minnkandi afla og versnandi viðskiptakjara.

Hinn 28. júní 1993 var gengi krónunnar fellt á ný um 7,5% að tilhlutan ríkisstjórnarinnar. Gengið var fellt í tengslum við ákvörðun ríkisstjórnarinnar um aflamark fyrir fiskveiðiárið 1993/1994. Aflamark nokkurra mikilvægustu fisktegundanna var skert, einkum þorsks. Gert



var ráð fyrir að skerðingin myndi leiða til minnkunar aflaverðmætis um 6%, sem kæmi til viðbótar 9% lækkun á markaðsverði sjávarafurða sem þegar hafði átt sér stað og myndi leiða til mikilla erfiðleika í sjávarútvegi og þjóðarþúinu í heild. Ekki hafði komið fram neinn þrýstingur á gengi krónunnar á hinum nýstofnaða millibankamarkaði dagana fyrir gengisfellinguna, nema síðasta daginn, en orðrómur um fyrirhugaðar aðgerðir hafði þá borist fjölmiðlum.

Gengi krónunnar hefur verið afar stöðugt frá gengisfellingunni í júní 1993 til dagsins í dag, eins og sjá má á meðfylgjandi mynd. Að hluta til stafar það af því að Seðlabankinn hefur verið mjög virkur á gjaldeyrismarkaðnum og hefur því jafnað út sveiflur í gengi krónunnar. Einnig á þar hlut að máli hið sögulega lága raungengi sem varað hefur frá gengisfellingunni í júní 1993 og tiltölulega hagstæð hagþróun frá þeim tíma. Athyglisvert er í þessu samhengi að evrópska gjaldeyriskreppan í júlí og ágúst 1993 hafði ekki merkjanleg áhrif á krónuna.

Þrátt fyrir þetta olli það Seðlabankanum áhyggjum, í ljósi reynslunnar í Evrópu og þeirrar staðreyndar að fjármagnshreyfingar á milli landa voru gefnar frjálssar að fullu í ársbyrjun 1995, að 2¼% vikiörk myndu reynast of þröng. Vandamálið sem stjórnvöld stöðu frammi fyrir var hvernig víkka mætti vikiörkin án þess að skaða traust á gengisstefnunni. Jafnframt var orðið ljóst að rökin fyrir samsetningu körfunnar höfðu veikt verulega. Umræða hófst því innan veggja Seðlabankans haustið 1994, er leiddi til þess að lögð var tillaga fyrir ríkisstjórnina, sem var samþykkt síðla sumars 1995.

Hinn 6. september 1995 var hinni opinberu gjaldmiðlakörfu breytt og horfið til viðskiptaveginna körfu og vikiörk víkkuð í ±6%. Mikil áhersla var lögð á að útskýra fyrir markaðsaðilum og almennungi að með þessum breytingum væri ekki verið að hverfa frá meginstöðum stefnunnar í peningamálum. Gengi krónunnar myndi halda áfram að gegna hlutverki milli-markmiðs peningastefnunnar, með verðstöðugleika að meginmarkmiði.

Nýja karfan er samsett úr 16 gjaldmiðlum. Vægi hvers gjaldmiðils var byggt á hlutdeild

viðkomandi lands í vöru- og þjónustuviðskiptum Íslands árið 1994. Karfan er endurskoðuð árlega á grundvelli utanríkisviðskipta ársins áður. Rétt er að vekja á því athygli að vogir nýju körfunnar taka einnig tillit til þjónustuviðskipta án þáttatekna. Viðskiptavegnar körfur fyrir tíma voru byggðar á vöruviðskiptum eingöngu. Þessi breyting ber vott um vaxandi þátt þjónustu í utanríkisviðskiptum Íslands. Þar að auki er nú einnig tekið tillit til samkeppnisáhrifa þriðju landa á útflutningsmörkuðum í samsetningu körfunnar.

Til þess að varpa ljósi á hvað bjó að baki þessum breytingum, er gagnlegt að rifja upp að forsenda gjaldmiðlakörfunnar sem tekin var upp í ársbyrjun 1992 var innbyrðis gengisstöðugleiki gjaldmiðla sem áttu aðild að ERM og tenging gjaldmiðla sumra Norðurlanda við eku, eins og lýst var hér að framan. Gildi þessarar forsendu hafði smám saman fjarast út. Haustið 1992 fór sterlingspundið á flot og ekutenging Norðurlandanna var rofin. Sumarið 1993 voru vikiörk flestra ERM-gjaldmiðla víkkuð í ±15%. Þar að auki varð ljóst, eftir að Noregur hafði hafnað aðild að Evrópusambandinu í þjóðaratkvæðagreiðslu í nóvember 1994, að gjaldmiðill mikilvægar viðskiptaþjóðar og samkeppnisaðila á útflutningsmörkuðum myndi standa utan ekunnar um fyrirsjáanlega framtíð.

Sveiflumörkin sem giltu til 6. september 1995 voru tekin upp á sama tíma og millibankamarkaðurinn fyrir erlendan gjaldeyri hóf starfsemi. Með því að taka upp tiltölulega þröng vikiörk kom Seðlabankinn þeim skilaboðum til markaðsaðila að aukin áhrif markaðsafla á ákvörðun gengis fæli ekki í sér hvarf frá stefnu stöðugleika í gengismálum. Á þeim tíma voru ±2¼% vikiörk algeng í Evrópu. Þótt á þeim tíma hafi verið talið að mikilvægasti þáttur gengisstefnunnar væri að varðveita traust á hinni opinberu gengisstefnu, ríkti einnig skilningur á að ýmsar aðrar aðstæður mæltu með víðari vikiörkum, einkum óstöðugleiki í utanríkisviðskiptum. En að loknum meira en tveggja ára starfstíma var talið nægilega sýnt fram á að tilkoma millibankamarkaðar fæli ekki í sér hvarf frá stöðugleikastefnunni.

Með vökkun vikmarka í  $\pm 6\%$  styrkti Seðlabankinn stöðu sína til þess að bregðast við tímabundnum sveiflum á gjaldeyrismarkaði af völdum hvikulla utanríkisviðskipta og fjármagnshreyfinga, án þess að grípa til óhóflegra vaxtabreytinga. Reynslan af ERM-kreppunni virðist einnig sýna að þröng vökmörk geti stuðlað að einhliða spákaupmennsku gegn gjaldmiðli. Jafnframt taldi Seðlabankinn  $\pm 6\%$  vökmörk ekki svo víð að stefna gengisfestu yrði þar með marklaus.

Eftir að vökmörkin voru víkkuð í september 1995 hefur gengi krónunnar verið vel innan gömlu vikmarkanna. Það hefur aukið á trúverðugleika þeirrar yfirlýsingar Seðlabankans að breytingin hafi verið gerð í varúðarskyni. Ekkert bendir því til þess að breytingin hafi haft neikvæð áhrif á trúverðugleika gengisstefnunnar.<sup>10</sup>

#### *Stoðir núverandi stefnu*

Við mótnun peninga- og gengisstefnunnar hefur á síðari árum verið lögð vaxandi áhersla á markmiðið um verðstöðugleika, en stöðugt verðlag er ein af frumforsendum nýsköpunar og sjálfbærs hagvaxtar. Að hluta til endurspeglar það alþjóðlega tilhneigingu í umræðu um stefnumál á efnahagssviðinu, en einnig breytingu á afstöðu til verðbólgu á Íslandi, þar sem reynslan af mikilli og breytilegri verðbólgu og útbreidd notkun verðtryggingar leiddi til aukins skilnings á kostum verðstöðugleika fyrir heimili og fyrirtæki.

Stöðugt gengi krónunnar hefur verið yfirlýst millimarkmið stefnunnar í peningamálum frá desember 1989, þótt tvívegis hafi gengi krónunnar verið fellt frá þeim tíma, í nóvember 1992 og júní 1993. Til þessara gengisfellinga var gripid vegna ytri aðstæðna, á tímum þegar útlit var fyrir óbreytt nafnlaun og lægð var í efnahagslífinu, sem hvort tveggja stuðlaði að því að gengislækkun leiddi fremur til lækkunar raun-

gengis en aukinnar verðbólgu. Sú varð einnig raunin.

Í litlu og opnu hagkerfi á borð við Ísland hefur gengi gjaldmiðils ýmsa eiginleika sem eru æskilegir fyrir millimarkmið peningastefnunnar. Tengsl þess við verðlag eru náin. Það er skráð a.m.k. daglega, en það gerir gengið mjög sýnilegt. Seðlabankinn getur með aðgerðum sínum á gjaldeyrismarkaði og peningalegum stjórnáttækjum haft umtalsverð áhrif á gengisþróun. Reynslan hefur hins vegar sýnt, að til þess að tryggja stöðugleika gengisins, er nauðsynlegt að raungengi sé í samræmi við undirliggjandi efnahagsaðstæður. Við vissar kringumstæður getur stöðugt gengi þó verið ósamrýmanlegt verðstöðugleika. Það á einkum og sér í lagi við ef raungengi er lágt við upphaf sterkrar uppsveiflu. Við ákveðnar aðstæður, í ljósi undirliggjandi efnahagsaðstæðna og horfa í verðlagsmálum, kann af þeim sökum að vera nauðsynlegt að breyta því viðmiðunargildi gengis sem gegnir hlutverki millimarkmiðs peningastefnunnar. Slíkur sveigjanleiki þarf að ríkja bæði upp og niður. Að öðrum kosti mun gengisstefnan fela í sér verðbólgluslagsíðu.

*Tafla 2. Umbætur á íslenskum fjármagnsmarkaði*

<i>Atburður</i>	<i>Tímasetning</i>
Verðtrygging fjárskuldbindinga	1979
Vaxtafrelsi banka	1984-1986
Vaxtalög	1987
Reglugerð um afnám hafta á fjármagnshreyfingar í áföngum	sumar 1990
Yfirdráttarheimild ríkissjóðs við Seðlabanka Íslands lokað	1992-1993
Ný gjaldeyrilöggjöf	1992
Ísland verður aðili að Evrópsku efnahagssvæði	janúar 1993
Millibankamarkaður fyrir erlenda gjaldeyri	maí 1993
Langtímafjármagnshreyfingar gefnar frjálsar	janúar 1994
Skammtímafjármagnshreyfingar gefnar frjálsar	janúar 1995
Ný lög um beina erlenda fjárfestingu taka gildi	1995
Seðlabankinn hættir að gegna hlutverki viðskiptavaka fyrir langtímaríkisskuldabréf	febrúar 1996

10. Frá því að skammtímafjármagnshreyfingar voru gefnar fullfrjálsar í ársbyrjun 1995, hefur fólgið framvirkt gengi (e. *implicit forward rate*), reiknað á grundvelli þriggja mánaða vaxta, alltaf legið innan  $\pm 2\frac{1}{4}\%$  vikmarkanna.

### 3. Umbætur á fjármálasviðinu

Umbætur á fjármálasviðinu hófust síðar á Íslandi en í flestum öðrum iðnríkjum. Fjármagns-, peninga- og gjaldeyrismarkaðir hafa þó tekið miklum framförum á síðustu árum, samhliða auknu frelsi, bæði inn á við og í tengslum við útlönd. Þessi umskipti hafa breytt allri umgjörð peninga- og gengisstefnunnar og smám saman fært Ísland nær öðrum þróuðum iðnríkjum með opna fjármagnsmarkaði. *Tafla 2* sýnir tímasetningu nokkurra áfanga umbóta á fjármálasviðinu á Íslandi frá lokum 8. áratugarins, sem eru mikilvægir fyrir gengis- og peningamálastefnuna. Ýmis atriði sem eru mikilvæg til skilnings á umgjörð peningastefnunnar og aðgerðum á sviði peningamála á 10. áratugnum eru rædd í undirköflum hér á eftir.

#### *Verðtrygging fjárskuldbindinga*

Helsta einkenni íslenska fjármagnsmarkaðarins er umfangsmikil notkun verðtryggingar. Verðtrygging á sér langa sögu á Íslandi. Það var einkum mikil og breytileg verðbólga ásamt stýrðum nafnvöxtum sem stuðlaði að því að verðtrygging var almennt tekin upp. Á 8. áratugnum leiddu þessar aðstæður til verulega neikvæðra raunvaxta, sem höfðu í för með sér hnignun fjársparnaðar og bankakerfisins. Hlutfall M3 af landsframleiðslu var um 40% við lok 7. áratugarins, en árið 1978 hafði það lækkað niður í 20%. Nauðsynlegt var að finna leiðir til þess að snúa þessari þróun við. Til þess að þrýsta raunvöxtum á ný yfir núllgildi var verðtrygging tekin upp, með því að tengja fjárskuldbindingar við svokallaða lánskjaravísitölu, sem byggð var á fyrirbyggjandi verðvísitölum. Sama markmiði hefði einnig verið hægt að ná með sveigjanlegum og háum nafnvöxtum, sem hefði leitt til mikillar þyngingar á greiðslubyrði lána. En á

þeim tíma hefði það haft óhóflega neikvæð áhrif og enginn stuðningur var við þá leið.

Lánskjaravísitalan var innleidd árið 1979.<sup>11</sup> Sama ár var bankastofnunum heimilað að verðtryggja útlán sín og árið eftir einnig innlán. Upphaflega var verðtrygging einungis heimiluð fyrir innlán sem voru bundin til a.m.k. tveggja ára, en árið 1982 var lágmarkstíminn styttr niður í 3 mánuði, því að hikað var við að hækka nafnvexti í samræmi við vaxandi verðbólgu. Verðtryggðir innlánsreikningar nutu mikilla vinsælda frá upphafi og hömluðu gegn fjármagnsflóttu úr bankakerfinu.

Í síbreytilegu verðbólguumhverfi reyndist oft erfitt að ná jafnvægi á milli ávöxtunar verðtryggðra og óverðtryggðra þátta. Reglulegur samburður á vaxtakjörum gat leitt til einstaklega hárra vaxta á reikningum. Samanburðartímabil fyrir verðtryggðra reikninga var samræmt árið 1989 og lágmarksbinditímabil verðtryggðra reikninga hjá bankastofnunum var lengt í 12 mánuði árið 1994, með umbótum sem ætlað var að draga úr óvissu í bankastarfsemi.

Verulegt ójafnvægi hefur margsinnis skapast á milli verðtryggðra og óverðtryggðra þátta á efnahagsreikningum bankastofnana á liðnum árum. Samkvæmt reglum sem gefnar voru út af Seðlabankanum árið 1993, má ójafnvægi á milli verðtryggðra eigna og skuldbindinga að hámarki nema 20% af eigin fé. Sé ójafnvægi til staðar, reyna bankarnir að láta ávöxtun verðtryggðra og óverðtryggðra þátta standast á miðað við metna verðbólgu. Skekkja í verðbólguþá getur minnkað vaxtamun innlánsstofnana, sem þær reyna að mæta með vaxtahækkun. Hið tvöfalda vaxtakerfi (verðtryggt og óverðtryggt) getur því haft óeðlileg áhrif á vaxtamyndun, þar sem vextir á óverðtryggðum skammtímaútlánnum bankanna ákvarðast fremur af vöxtum á verðtryggðum langtímalánnum þeirra en af nafnvöxtum á peningamarkaði.

Á tímabilinu frá september 1993 til ársloka 1995 brást Seðlabankinn við misvægi á milli verðtryggðra eigna og skulda með því að bjóða viðskiptabönkum og sparisjóðum vaxtaskiptasamninga, þ.e. skipti á verðtryggðri og óverðtryggðri ávöxtun í þeim tilgangi að draga úr

11. Upphaflega var lánskjaravísitalan vegið meðaltal framfærsluvísitölu og vísitölu byggingarkostnaðar. Árið 1989 var launavísitölu bætt við, en frá 1995 hefur lánskjaravísitalan tekið sömu breytingu og vísitala neysluverðs, með eins mánaðar töl.



áhættu bankanna. Gerð þessara skiptasamninga var með þeim hætti að nafnvextir óverðtryggðs mótvirðis skiptasamningsins voru ákvarðaðir á grundvelli vaxta á ríkisskuldabréfum á skuldabréfamarkaði og fjögurra mánaða verðbólguþáttum Seðlabankans að viðbættu lítills háttar áhættuálagi.

Þessar aðgerðir styrktu aðstöðu viðskiptabanka og sparisjóða til þess að bregðast við skammtímasveiflum í verðbólgu án verulegra vaxtabreytinga. Þetta var gert vegna fyrrgreindra reglna sem gefin var út í júlí 1993 og mælti svo fyrir að bankarnir skyldu hlíta 20%-reglunni um ójafnvægi milli verðtryggðra eigna og skulda fyrir árslok 1995. Að hluta til var tilgangur þessara aðgerða einnig að draga úr áhrifum á nafnvexti af völdum tímabundinnar aukningar verðbólgu í kjölfar gengisfellingar krónunnar í júní 1993. Við endurnýjun þessara samninga á fjögurra mánaða fresti var smám saman dregið úr umfangi þeirra, uns þeir lögðust af í árslok 1995.

Verðtrygging fjárskuldbindinga hefur á heildina litið verið til góðs hér á landi. Hún sneri við þróun hnignandi fjársparnaðar og peningaeftirspurnar og lagði með þeim hætti grunn að myndun fjármagnsmarkaða, sem átti sér stað síðar á 9. áratugnum. Hún gerði einnig kleift að koma á fót láns- og innlánsformum til nokkuð langs tíma. Verðtrygging sparaði einnig ríkissjóði vaxtagreiðslur, einkum eftir að vextir höfðu verið gefnir að fullu frjálssir, því að álag á vexti vegna verðbólguáhættu hefði orðið nokkuð hátt. Loks lék verðtrygging mikilvægt hlutverk í ferli verðbólguhjöðnunar (sjá síðar).

Kostir verðtryggingar, sem nefndir voru hér að framan, eiga fyrst og fremst við langtíamarkaðinn. Á skammtíamarkaði getur verðtrygging skapað ýmis vandamál, m.a. varðandi framkvæmd peningastefnunnar. Helsti ókostur verðtryggingar hefur verið aukin áhætta í rekstri banka af völdum ójafnvægis sem orðið hefur á milli verðtryggðra eigna og skulda á efnahagsreikningi þeirra, og brenglun vaxtamyndunar, sem felst í því að skammtímanafnvextir hafa ráðist af vöxtum á verðtryggðum skuldabréfum. Síðara vandamálið kemur upp

sökum fyrrgreinds þráláts ójafnvægis á milli verðtryggðra eigna og skulda, sem hefur leitt til þess að vextir á óverðtryggðum þáttum hafa haft tilhneigingu til að fylgja þróun vaxta verðtryggðra þátta. Annað vandamál er að verðtrygging hefur verið hindrun á milli innlands og erlends markaðar, sökum þess að verðtrygging er tiltölulega óþekkt erlendis, og það hefur dregið úr fjármagnshreyfingum inn í landið sem vænta hefði mátt af opnun fjármagnsmarkaða.

Af ofangreindum ástæðum hefur verið ákveðið að draga úr umfangi verðtryggingar á skammtíamarkaði. Reglur um verðtryggingu lána og innlána sem gefnar voru út af Seðlabankanum árið 1995 kváðu á um lengingu lágmarksbindinga verðtryggðra innlána úr einu ári í þrjú í byrjun árs 1998. Takmarkið er að leggja bann við verðtryggingu innlána árið 2000, en fyrir þann tíma er áformað að lengja lágmarksbindingu enn frekar úr þremur í sjö ár. Þegar þessum umbótum hefur verið komið á verða öll útgefin verðtryggð skuldabréf seld undir sama lágmarkslánstíma. Bankastofnanir munu þá sem áður geta gefið út verðtryggð bankaskuldabréf með sama lágmarkslánstíma og lán sem þeir veita.

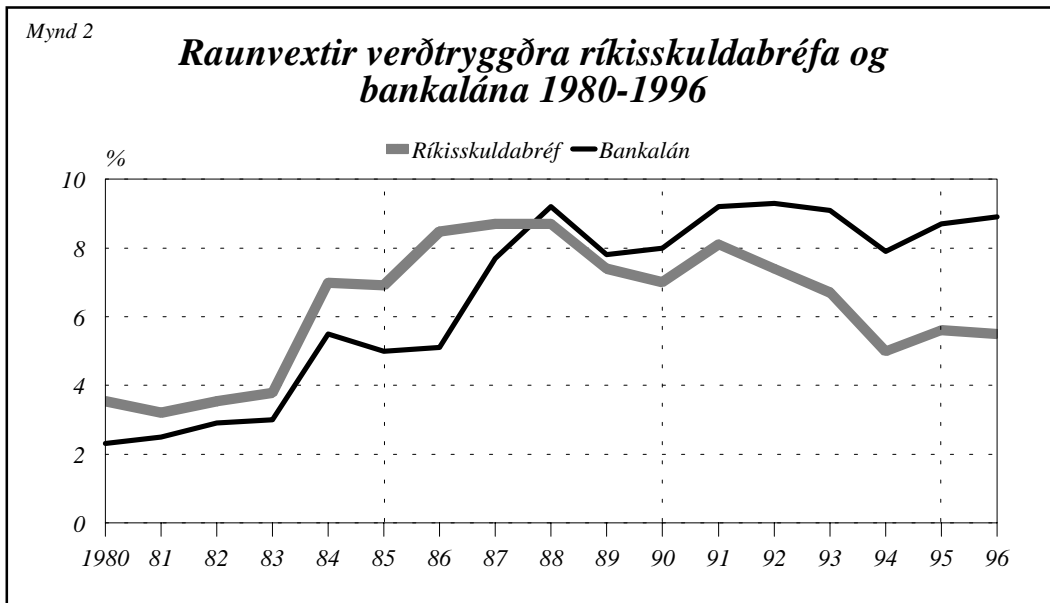
Þrátt fyrir skref sem nýlega hafa verið stigin til þess að draga úr umfangi fjárskuldbindinga, er verðtrygging enn afar útbreidd, eins og sést í meðfylgjandi skiptingu stofns verðbréfa á fjármagnsmarkaðnum og inn- og útlána innlánsstofnana.

Tafla 3. Umfang verðtryggingar fjárskuldbindinga á Íslandi

Stofn markaðs- verðbréfa í árslok 1995 eftir tegund	Inn- og útlán innlánsstofnana eftir tegund				
	%	Útlán	%	Innlán	%
Verðtryggð	95	Verðtryggð	51	Verðtryggð	35
Óverðtryggð	3	Óverðtryggð	40	Óverðtryggð	58
Í erl. mynt	2	Í erl. mynt	9	Í erl. mynt	7

#### Innlendir vextir

Helstu skref í átt til aukins frelsis í vaxta-ákvörðunum innanlands voru víðtækt leyfi til að



nota verðtryggingu árið 1979, frelsi bankanna til þess að ákveða sjálfir vexti á inn- og útlánum sínum sem komið var á í tveimur skrefum árin 1984-1986 og vaxtalögin sem sett voru árið 1987 í stað gömlu okurvaxtalaganna, sem komu á nánast fullu samningsfrelsi um vexti.

Eftir á að hyggja, má segja að þessi þróun hafi hafist of seint og því gerst of hratt auk þess sem hún átti sér stað á óheppilegum tíma í hag-sveiflunni. Árið 1987 var síðasta ár uppgangsskeiðs sem stóð frá árinu 1984 og einkenndist af mikilli ofpenslu í þjóðarbúskapnum. Hækkun raunvaxta, sem hlaut að eiga sér stað þegar umskipti urðu frá heftum fjármagnsmarkaði yfir í óheftan, varð meiri sökum ofpenslunnar í þjóðarbúskapnum. Það olli einnig vandkvæðum að enginn peningamarkaður var til staðar og fjármagnsmarkaðurinn var vanþróaður miðað við það sem nú er. Möguleikar Seðlabankans til þess að hafa áhrif með inngripum á þessum mörkuðum voru minni en æskilegt hefði verið, með tilliti til fulls frelsis bankanna til þess að ákvarða sína eigin vexti. Raunvextir hækkðu verulega við þessi umskipti og vextir á langtímaríkisskuldabréfum urðu allt að 8½% árin 1987 og 1988. Þó svo að raunvextir lækkuðu nokkuð árin 1989 og 1990, jukust þeir aftur árið

1991 og héldust mjög háir sögulega séð og í alþjóðlegum samanburði til síðustu mánaða ársins 1993, þegar Seðlabankinn og ríkissjóður sameinuðust um að þrýsta vöxtum á peninga- og skuldabréfamarkaði niður. Frá þeim tíma hafa vextir á verðtryggðum ríkisskuldabréfum verið á bilinu 5-6% eins og sjá má á mynd 2.

#### Fjármagnshreyfingar

Afnám hafta á fjármagnshreyfingar á milli landa var mun hnökraminni en afnám hafta á innlendum fjármagnsmarkaði. Afnám hafta á fjármagnshreyfingar hófst ekki fyrir alvöru fyrr en sumarið 1990. Þá var ákveðið að afnema flest öll höft á fjármagnshreyfingar í áföngum fram til ársbyrjunar 1993, sem síðar var frestað til ársloka 1994. Aðgangur landsmanna að erlendu lánsfé hafði verið aukinn umtalsvert árin fyrir 1990. Á aðlögunartímanum var þak sett á beina erlenda fjárfestingu innlendra aðila og langtíma-verðbréfafjárfestingu innlendra aðila erlendis.

Ný gjaldeyrislöggjöf var samþykkt af Alþingi í nóvember 1992. Samkvæmt henni var öllum hömlum létt af fjármagnshreyfingum í áföngum til ársbyrjunar 1995. Lögin um beina erlenda fjárfestingu voru endurskoðuð árið 1995

í samræmi við samkomulagið um Evrópskt efnahagssvæði. Endurskoðunin dró enn frekar úr takmörkunum á þessu sviði, en hélt þó sjávarútvegnum áfram lokuðum fyrir beinni erlendri fjárfestingu.

Tengslin á milli innlands og erlends fjármagns- og peningamarkaðar hafa styrkst við ofangreinda þróun, með tilkomu peningamarkaðar árin 1992 og 1993 (sjá síðar) og millibankamarkaðar fyrir erlendan gjaldeyri í maí 1993 (sjá síðar).<sup>12</sup> Athafnarými sjálfstæðrar peningastefnu við skilyrði fastgengisstefnu hefur þó ekki horfið með öllu. Skammur tími er liðinn frá því að síðustu takmarkanir á skammtímafjármagnshreyfingum voru afnumdar. Einnig eru vísbendingar um að sérkenni hins íslenska fjármagnsmarkaðar, t.d. útbreidd notkun verðtryggingar, muni veikja tengslin á milli innlenda og erlenda markaðarins í upphafi, samanborið við t.d. önnur Norðurlönd, þrátt fyrir að formlega ríki fullt frelsi til fjármagnshreyfinga. Athyglisvert er í því sambandi að umrótið á erlendum mörkuðum í kjölfar þess að bandaríski seðlabankinn hækkaði skammtíma- vexti í ársbyrjun 1994 hafði ekki sjáanleg áhrif á íslenska markaðinn, þrátt fyrir fullt frelsi til langtímafjármagnshreyfinga. Að svo miklu leyti sem þessar sveiflur voru til komnar af völdum breytinga á langtímaverðbólguvæntingum, er hægt að skýra þróunina með mikilli útbreiðslu verðtryggingar hér á landi.

Núverandi reglurammi hefur opnað dyrnar fyrir stórfellt fjármagnsústreymi ef traust á stöðugleika krónunnar brestur. Fram til þessa hafa einungis innlendir aðilar verið í stöðu til þess að standa á bak við slíkt fjármagnsú-

streymi, því að erlendir aðilar hafa enn sem komið er ekki eignast umtalsverðar eignir í krónum og markaðir eru ennþá ekki nægilega þroskaðir eða djúpir til þess að tryggja greiðslu- hæfni bréfa sem á þeim bjóðast og gera inn- stæðulausa sölu bréfa (selling short) áhættu- minni. Árin 1996 og 1997 hefur orðið vart við greinilega aukinn áhuga erlendra fjárfesta á íslenskum peninga- og verðbréfamarkaði og vísbendingar eru um að þeir hafi tekið að fjárfesta á þessum mörkuðum. Gengisstöðugleiki, lítil verðbólga, öflugur hagvöxtur og mikill vaxta- munur gagnvart útlöndum hafa stuðlað að þess- ari þróun.

#### *Millibankamarkaðurinn fyrir erlendan gjaldeyri*

Til maí 1993 var gengi krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum skráð einhliða af Seðla- banka Íslands að morgni hvers virks dags. Skráningin byggði annars vegar á innbyrðis gengi erlendra gjaldmiðla á alþjóðamarkaði og hins vegar á settu markmiði um stöðu hinnar opinberu gengisvísitölu. Bankinn skráði hvort tveggja kaup- og sölugengi. Þetta gengi notuðu bankarnir svo í öllum skiptum við viðskiptavinum sína þann dag. Í Seðlabankanum gátu þeir keypt og selt erlendan gjaldeyri á skráðu gengi ótak- markað fyrstu tvær klukkustundirnar eftir skrá- ingu. Jafnvægi framboðs og eftirspurnar hafði því engin samtímaáhrif á gengið. Ógerlegt hefði orðið að búa við þessa skipan mála eftir að fjár- magnshreyfingar voru orðnar að fullu frjálssar. Af þeim sökum og í því skyni að auka áhrif framboðs og eftirspurnar á daglega gengis- ákvörðun, var skipulögðum millibankamarkaði fyrir erlendan gjaldeyri hleypt af stokkunum 28. maí 1993. Helstu einkenni hins nýja kerfis voru sem hér segir:

- Markaðsaðilar, sem voru Seðlabankinn og fjórir viðskiptabankar, hittust á skráningarfundum að morgni hvers virks dags, þar sem gengi krónunnar var skráð gagnvart einstökum myntum á grundvelli viðskipta á fundinum og innbyrðis gengis erlendra gjaldmiðla á alþjóðamörkuðum.
- Bönkunum var gefið fullt frelsi til þess að

12. Tölfræðileg athugun sem gerð var af hagfræðisviði Seðlabanka Íslands á vikulegum gögnum yfir vexti á þriggja mánaða ríkisvixlum á Íslandi, Bandaríkjunum, Þýskalandi og viðskiptavegnum erlendum vöxtum frá 9. febrúar 1993 til 1. október 1996 gefur vísbendingu um mjög aukin áhrif vaxtamunar við útlönd á innlenda vexti eftir að fjármagnshreyfingar voru gefnar frjálssar, einkum gagnvart bandarískum vöxtum og viðskiptavegnum erlendum vöxtum. Tímabilinu var skipt í ársbyrjun 1995. Athyglisvert er að tengslin við bandaríska vexti á tímabilinu eftir að fjármagnshreyfingar voru gefnar frjálssar.

ákveða eigið gengi gagnvart sínum viðskiptavinum. Þeim var einnig frjálst að eiga viðskipti sín á milli og við Seðlabankann utan skráningarfunda og á öðru gengi en þar var skráð á þeim fundum. Seðlabankinn aftur á móti fékk fulla heimild til þess að hafna slíkum tilboðum eða setja fram ný tilboð.

- Bankarnir fengu heimild til þess að hafa nettóstöðu í erlendum gjaldeyri sem nam allt að 10% af eigin fé fyrir einstaka gjaldmiðla og 20% í heild. Samhliða var afnumin skilaskylda á gjaldeyri til Seðlabanka.

Þessu kerfi var breytt í júlí 1997. Hinir daglegu gengisskráningarfundir voru lagðir niður, en bankarnir öxluðu um leið þá ábyrgð að hafa kaup- og sölutilboð stöðugt opin. Seðlabankinn skráir nú opinbert gengi á grundvelli tilboða markaðsaðila. Þessi breyting mun takmarka þátttöku Seðlabankans á markaðnum og gerir honum kleift að grípa inn í markaðinn eftir aðstæðum fremur en sjálfkrafa.

#### *Peningamarkaðurinn*

Ein mikilvægasta breytingin á umgjörð peningastefnunnar á síðustu árum er samkomulag það sem gert var við ríkissjóð um að loka sjálfvirkum yfirdrætti ríkissjóðs í Seðlabankanum. Það var gert í tveimur skrefum. Á síðari helmingi ársins 1992 var sett 3 ma.kr. þak á yfirdrattarheimild ríkissjóðs. Heimildinni var lokað í byrjun árs 1993, en Seðlabankinn keypti sérúttefna, en í aðalatriðum markaðshæfa ríkisvixla ef þörf skapaðist hjá ríkissjóði. Aðalatriðið er að það var ákvörðunaratriði Seðlabankans hvort eða í hve miklum mæli hann kaus að gera svo. Möguleikum bankans til þess að hafa áhrif á vexti voru því ekki lengur takmörk sett af sjálfvirkum lánveitingum til ríkissjóðs.

Samkvæmt samkomulaginu átti ríkissjóður að fullnægja þörf sinni fyrir skammtímafjármögnun með reglulegu uppboði á skammtímaríkisskuldabréfum. Samkomulagið hefur verið endurskoðað tvívegis, án þess að gerð hafi verið breyting á meginstefnunni.

Innan tveggja ára frá gerð þessa samnings

myndaðist umfangsmikill og virkur peningamarkaður. Til að gefa hugmynd um hraða breytinganna, má nefna að ríkissjóður seldi skammtímaabréf á uppboði fyrir 65 ma.kr. árið 1993, samanboreið við 10 ma.kr. árið 1992 og ekkert árið 1991. Þessi viðskipti hafa verið svipuð að magni frá þeim tíma. Á sama tíma jókst velta þessara bréfa á eftirmarkaði úr engu árið 1991 í 58 ma.kr. árið 1993 og í 81 ma.kr. árið 1996.

#### *Viðskiptavakahlutverk Seðlabankans með ríkisskuldabréf*

Hluti samkomulagsins við ríkissjóð árið 1992 var að Seðlabankinn skyldi taka að sér hlutverk viðskiptavaka með ríkisvixla, í því skyni að stuðla að góðri greiðsluhæfni og verðmyndun á markaðnum. Á þeim tíma hafði Seðlabankinn þegar tekist á hendur að vekja viðskipti með spariskírteini á Verðbréfaþingi Íslands. Frá árinu 1994 sá Seðlabankinn vaxandi þörf á að losna undan þessari kvöð, því að viðskiptavakahlutverk með langtímaabréf gæti grafið undan stefnu bankans í peningamállum. Sú var einmitt raunin árið 1994, þegar bankinn keypti umtalsvert magn ríkistryggðra skuldabréfa í því skyni að styðja vaxtastefnu stjórnvalda sem ákveðin var í árslok 1993.

Í febrúar árið 1996, eftir að útboð hafði farið fram í desember árið áður, gerði Seðlabankinn samning við þrjú fyrirtæki sem aðild áttu að Verðbréfaþingi um að taka að sér umsjón með hluta af skuldabréfaeign bankans og hlutverk viðskiptavaka með spariskírteini ríkissjóðs. Samkomulagið náði til loka ársins, en var uppsegjanlegt af hálfu allra aðila með eins mánaðar fyrirvara. Í desember var samkomulag þetta lengt fram í febrúar, en fyrir þann tíma gerði Seðlabankinn nýtt samkomulag við þrjú verðbréfafyrirtæki sem gildi í aðra 12 mánuði.

Með þessum samningum hefur Seðlabankinn hætt að vekja viðskipti með langtíma-skuldabréf, nema við óvenjulegar aðstæður. Að baki þessari ákvörðun lá sú skoðun bankans að markaðurinn hefði náð nægilegum þroska til þess að ekki væri þörf á daglegum inngrípum. Á ríkisvixlamarkaðnum gegnir Seðlabankinn hins

Tafla 4. Stjórnþæki peningamála í maí 1997

Tæki	Lengd	Ársvextir	Athugasemdir
Viðskiptareikningar innlánsstofnana	Til næsta morguns	2,7%	
Innstæðubréf	45-90 dagar	6,5% og 6,7%	Seld skv. eftirspurn, ef framboð ríkisvixla er lítið
Endurhverf verðbréfasala	10 dagar	6,4%	Byggð á ríkisvixlum eða innistæðubréfum skv. eftirspurn
Reikningskvóti	Til næsta morguns	6,5%	Takmarkað tæki til þess að mæta óvæntum yfirdrætti á viðskiptareikningi
Endurhverf verðbréfa kaup	10 dagar	6,9%	Byggð á ríkisvixlum eða innistæðubréfum skv. eftirspurn
Bindiskylda		3,5% (verðtr.)	Tafin um 1 mánuð, stöðu haldið hjá Seðlabankanum, án meðaltals, 2,5% á bundnum innlánnum en 4% af öðru ráðstöfunarfé
Lausafjárkrafa	-	-	Fullnægt af innlánsstofnunum með því að halda 12% innlendra eignar í formi lausafjár ákveðinnar tegundar

vegar enn hlutverki viðskiptavaka, en hefur hvatt aðra markaðsaðila til þess að taka það hlutverk að sér. Viðskiptabankarnir hafa nýlega sýnt vaxandi áhuga á að taka að sér skyldur viðskiptavaka með ríkisvixla.

#### 4. Stjórnþæki peningamála og aðgerðahættir

Seðlabanki Íslands hefur frelsi til þess að ákveða eigin vexti, en notkun sumra annarra stjórnþækja bankans er háð samþykki ríkisstjórnar, þeirra mikilvægast er bindiskyldan. Ríkisstjórn hefur einnig lokaorðið varðandi gengisstefnuna, en formlega ákveður bankinn stefnuna eftir að hafa hlotið samþykki ríkisstjórnar.

Núgildandi lög um Seðlabanka tilgreina nokkur og að sumu leyti mótsagnarkennd markmið fyrir peningastefnuna. Smám saman hefur þó myndast sátt um að verðstöðugleiki sé meginmarkmið stefnunnar í peningamálum. Stöðugt gengi er leið að því marki, og því skilgreint sem millimarkmið þeirrar stefnu.

Aðalstjórnþæki Seðlabankans nú eru vextir á peningamarkaði. Dagleg velta og verðmyndun á millibankamarkaðnum fyrir erlendan gjaldeyri

veita upplýsingar um væntingar og mat markaðsaðila og eru grundvöllur aðgerða Seðlabankans á gjaldeyris- og peningamarkaði. Viðskipti bankans, bæði á millibankamarkaðnum fyrir gjaldeyri og við aðra aðila, einkum ríkissjóð, endurspeglast í breytingum á gjaldeyrisstöðu hans. Gjaldreyrisforði Seðlabankans gerir honum kleift að jafna út skammtímasveiflur á gjaldreyrismarkaði og gefur vaxtastefnu bankans aukið athafnarými.

#### Stjórnþæki og framkvæmd peningastefnunnar

Frá árinu 1992, þegar samningurinn um afnám yfirdrattarheimildar ríkissjóðs í Seðlabankanum var gerður, hefur bankinn beitt óbeinum stjórnþækjum í vaxandi mæli. Dregið hefur verið úr bindiskyldu og Seðlabankinn í auknum mæli stuðst við markaðsaðgerðir, þ.e.a.s. endurkaupasmninga og bein viðskipti á eftirmarkaði. Hlutverk bankans sem viðskiptavaka, einkum með spariskírteini, hefur verið honum sérstakt vandamál. Þessi vandi var sérlega mikill á árunum 1994-1995, þegar ríkisstjórnin setti markmið fyrir ávöxtun á verðtryggðum ríkisskuldabréfum. Á þessum tíma, einkum árið 1994, keypti Seðlabankinn umtalsvert magn ríkisskuldabréfa.

Þessi togstreita hefur nú verið leyst með samkomulagi bankans við verðbréfafyrirtæki snemma árs 1996 um viðskiptavakahlutverk þeirra, sem leysti bankann undan þeirri kvöð sem á honum hvíldi í þessum efnum, eins og áður hefur verið lýst. Seðlabankinn sinnir ennþá skyldum viðskiptavaka með ríkisvísla<sup>13</sup> af öllum lengdum, þriggja, sex og tólf mánaða, en hefur lýst því yfir að hann telji æskilegt að aðrir markaðsaðilar taki að sér þá skyldu.

Helsta leiðin til þess að koma lausafé á framfæri er endurkaupasamningar eða bein viðskipti á eftirmarkaði með ríkisvísla, einkum með stuttum innlausnartíma eða skemmri en 3 mánuðir. Seðlabankinn ákveður vexti í endurkaupasamningum, sem í raun ákveða vextina fyrir ríkisvísla af svipaðri lengd (10 daga) og ákveður þannig vexti ríkisvísla á skammtímaenda vaxtarófsins.

Seðlabankinn setur daglega fram tilboð í ríkisvísla á Verðbréfaþingi Íslands, einkum vísla með innlausnartíma á bilinu 3-6 mánuðir og 12 mánuðir, sem eru viðmiðunarútgáfur (*benchmark issues*). Kaup- og sölutilboð í viðmiðunarútgáfur eru endurnýjuð innan hvers viðskiptadags.

Hlutverk Seðlabanka sem viðskiptavaka með ríkisvísla fer ekki endilega í bága við lausafjárstýringu bankans sökum þess að bankinn getur breytt ávöxtun með hliðsjón af framboði og eftirspurn í því skyni að halda eign sinni í því horfi sem hann æskir. Að bankinn skuli gegna hlutverki viðskiptavaka getur þó gert markaðsaðilum kleift að komast yfir umtalsverðar upphæðir áður en Seðlabankanum gefst færi á að breyta ávöxtun í kaup- og sölutilboðum sínum á eftirmarkaði. Það myndi því einfalda stjórn peningamála ef bankinn yrði leystur undan kvöð viðskiptavaka.

Þótt Seðlabankinn leggi enn bindi- og lausafjárkvaðir á viðskiptabanka og sparisjóði, er notkun þessara kvaða í því skyni að stjórna peningamálum ekki mjög virk. Bindiskyldu var

síðast breytt árið 1993 þegar Seðlabankinn slakaði á peningalegu aðhaldi. Með núverandi fyrirkomulagi er bindiskyldu fyrst og fremst ætlað að hafa áhrif á langtímastöðu bankakerfisins gagnvart Seðlabankanum, þótt það megi einnig gera með ýmsum öðrum hætti, þar á meðal markaðsaðgerðum.

#### *Inngrip á gjaldeyrismarkaði*

Seðlabankinn grípur inn í gjaldeyrismarkaðinn með því að kaupa eða selja krónur. Þessum inngripum beitir bankinn í því skyni að koma í veg fyrir að gengið færist of langt frá miðgildi gengisvísitölnunnar. Seðlabankinn hefur sett lágmark og hámark fyrir eigin gjaldeyrisforða til viðmiðunar við mörkun peningastefnunnar.

#### *Mat á núverandi fyrirkomulagi*

Núverandi fyrirkomulag gefur Seðlabankanum sterk tök á skammtíma vaxtamyndun og gengishreyfingum. Endurkaupatilboð með föstum vöxtum og að nokkru leyti viðskiptavakahlutverkið með ríkisvísla jafnar vaxtasveiflur sem að öðrum kosti myndi leiða af breytingum í lausafjárstöðu bankanna. Að vissu marki er þetta æskilegt við núverandi aðstæður, því að skammtíma vextir á peningamarkaði eru helsti áhrifa- valdur á markaðnum. Þetta fyrirkomulag er hins vegar ofhlaðið að því leyti að bæði endurkaupasamningar og bein viðskipti eru stunduð daglega. Önnur hvor leiðin ætti að duga til þess að fínstilla lausafjárstöðuna. Ókostur þessa fyrirkomulags felst hins vegar í því að hætt er við að viðbrögð Seðlabankans, t.d. gagnvart skammtímaspákaupmennsku, verði of hæg, sökum þess að bankarnir geta með skjóttum hætti komist yfir skammtímafjármögnun með ríkisvísla eða sölu- aðgangi að endurkaupasamningum. Við þessu er hins vegar brugðist með því að hafa dagleg innri mörk á endurkaupasamningum og beinum viðskiptum, sem kalla á endurmat aðstæðna þegar farið er yfir ákveðin mörk. Stöðug virkni Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði felur í sér sams konar vanda.

Þetta er að hluta til ástæða þess að Seðla-

13. Tilboð og viðskipti með ríkisvísla eiga sér stað á Verðbréfaþingi Íslands. Seðlabankinn á einungis viðskipti með ríkisvísla á þinginu.

Tafla 5. Þjóðhagslegt yfirlit

	Árleg prósentubreyting eða hlutföll								
	1980-1989 <sup>1</sup>	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 <sup>2</sup>
Útflutningsframleiðsla									
sjávarafurða á föstu verði	5,7	-1,2	-2,2	-1,9	5,9	7,4	-3,2	8,8	-1,0
Útflutningur vöru og þjónustu	2,8	0,0	-5,8	-1,7	6,6	9,8	-2,1	10,0	3,2
Viðskiptakjör <sup>3</sup>	-0,2	-2,0	3,4	-2,7	-5,1	0,1	1,0	-3,6	0,0
Útflutningstekjur	2,6	-2,0	-2,6	-4,4	1,2	9,9	-0,5	6,1	1,5
Landsframleiðsla	3,3	1,2	1,2	-3,3	0,9	3,5	1,0	5,2	4,5
Þjóðartekjur á mann	1,8	-0,3	1,4	-5,5	-1,8	2,6	1,3	3,6	3,1
Þjóðarútgjöld	3,1	1,5	5,1	-5,3	-4,1	1,5	3,1	7,1	6,7
Viðskiptajöfnuður <sup>4</sup>	-3,3	-2,2	-4,7	-3,1	0,1	1,9	0,8	-1,7	-3,4
Verðbólga <sup>5</sup>	41,3	14,8	6,8	3,7	4,1	1,5	1,7	2,3	1,8
Atvinna	2,0	-1,1	-0,2	-1,2	-0,8	0,6	1,4	2,3	1,7
Atvinnuleysi <sup>6</sup>	0,8	1,8	1,5	3,1	4,4	4,8	5,0	4,4	3,9

1. Meðaltöl tímabils. 2. Spá í október 1997. 3. Vörur og þjónusta. 4. Hlutföll af landsframleiðslu. 5. Vísitala neysluverðs. 6. Hlutfall af mannafla.

Heimildir: Þjóðhagsstofnun, Hagstofa Íslands, félagsmálaráðuneytið og Seðlabanki Íslands.

bankinn vill gjarnan losna undan kvöð viðskiptavaka með ríkisvixla, þ.e.a.s. til þess að einfalda framkvæmd peningastefnunnar og auka möguleika Seðlabankans til þess að hafa áhrif á lausfjárstöðu bankakerfisins að eigin frumkvæði. Seðlabankinn hefur íhugað þann möguleika að hverfa til vikulegra endurkaupasamninga í framtíðinni, í því skyni að auka áhrifamöguleika sína enn frekar. Við slíkt fyrirkomulag gæti fínstilling átt sér stað með núverandi reikningskvóta eða með því að innleiða meðaltalsreglu (averaging) við beitingu bindiskyldu. Að lokum gæti fínstilling átt sér stað með beinum viðskiptum með ríkisvixla.

## 5. Þjóðhagsleg framvinda og efnahagsstefna

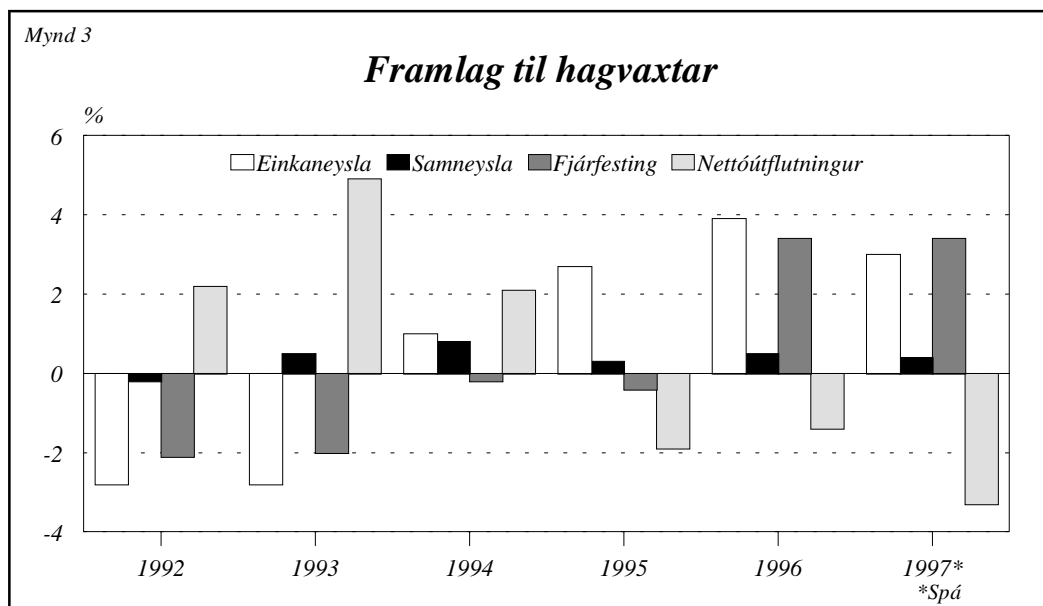
Stöðnun ríkti í hagvexti á fyrri hluta 10. áratugarins og samdráttur árið 1992. Á sama tímabili átti sér stað sögulegt skeið verðbólguhjöðnunar, þar sem árleg verðbólga minnkaði úr tveggja stafa tölum niður á svipað stig og í helstu viðskiptalöndum Íslands. Sú stöðnun sem ríkti á fyrstu árum 10. áratugarins stafaði einkum af framboðsáfallum og aðlögun að loknu tímabili

alvarlegrar ofþenslu sem varð árið 1987, en aðhaldsaðgerðir sem áttu þátt í verðbólguhjöðnuninni áttu þar einnig hlut að máli. Atvinnuleysi, sem að meðaltali hafði verið undir 1% á 9. áratugnum jókst umtalsvert á þessu tímabili og náði hámarki árið 1995 og var þá 5%.

Þróun eignaverðs gegndi ekki stóru hlutverki í framvindu efnahagsmála á 9. áratugnum. Aukinn aðgangur heimilanna að lánsfé, sem átti sér stað á 9. og 10. áratugnum sökum aukins frjálsræðis á fjármagnsmarkaði og vaxandi hlutverk húsnæðislánakerfis sem var niðurgreitt af hinu opinbera gegndi stærra hlutverki. Aðhaldsstig ríkisfjármála hefur verið nokkuð á reiki á yfirstandandi áratug, en upphafleg skuldastaða var nægilega góð til þess að hægt væri að nota eftirgjöf á sviði ríkisfjármála til þess að greiða fyrir kjarasamningum um hóflegar launahækkanir á tímasteiði verðbólguhjöðnunarinnar. Tafla 5 sýnir framvindu nokkurra helstu þjóðhagsstærða á 10. áratugnum.

### Framleiðsla og eftirspurn

Þróun kaupmáttar útflutningstekna, þ.e.a.s. kaupmáttar útflutnings vöru og þjónustu mældis í innflutningi,<sup>14</sup> er aðaldrifkraftur íslenska þjóð-



arbúsins til miðlungslangs tíma litið. Í reynd má skýra 90% breytileika þjóðartekna yfir tímabilið 1960-1994 með samtíma og töfðum gildum viðskiptakjara og útflutningsmagns.<sup>15</sup> Þetta ætti ekki að koma á óvart þegar horft er til smæðar íslenska þjóðarbúsins og þess hve opið það er.

Kaupmáttur útflutningstekna náði hámarki árið 1987, en minnkaði hvert ár þar á eftir allt til ársins 1993, sökum minni veiði og hrakandi viðskiptakjara, eða sem nemur 14% alls. Þessa sjást

skýr merki þegar litið er til þróunar þjóðartekna á mann. Þær lækkuðu frá 1987 til 1990, ná sér þvínæst aðeins á strik árið 1991, sökum batnandi viðskiptakjara og innlestrar eftirspurnarþenslu, en hríðlækkuðu strax aftur um meira en 7% árin 1992 og 1993. Samdrátturinn sem átti sér stað árið 1992 stafaði af áframhaldandi aflasamdrætti, versnandi viðskiptakjörum og aðhaldssamari peninga- og fjármálastefnu. Með aðhaldsstefnunni var verið að bregðast við eftirspurnarþenslu og vaxandi viðskiptahalla árið 1991. Útflutningstekjur féllu um 4,4% og þjóðarútgjöld drógust saman um 5,3%, samanborið við meira en 5% aukningu árið áður.

Bati hófst í íslenskum efnahagsmálum árið 1993 og óx honum ásmegin árið eftir. Batinn hófst í útflutningi, eins og jafnan gerist héraðs, en samdráttur var í innflutningseftirspurn, sem að hluta var tilkominn af völdum gengisfellingarinnar í júní árið 1993. Þessi þróun mála leiddi til þess að viðskiptajöfnuður snérist í afgang í fyrsta sinn frá árinu 1986. Slökun peningalegs aðhalds með vaxtalækkuninni í nóvember 1993 (sjá síðar) hafði einnig jákvæð áhrif á eftirspurn árið 1994. Neysla fór vaxandi árið 1994, eftir að hafa fallið um nær 9% árin 1992 og 1993. Framlag fjárfestingar til

14. Jafngildir margfeldi viðskiptakjara og útflutningsmagns.  
15. Eftirfandi líkan skýrir þjóðartekjur á föstu verði, með útflutning á föstu verði og viðskiptakjör sem skýribreytur. Gögnin eru árleg og spanna tímabilið frá 1960 til 1996. Líkanið er af villuleiðréttingargerð (með t-gildi sem samrýmast misdreifni í skekkjulið innan sviga):

$$\Delta y_t = 0,431 + 0,322 \Delta x_t + 0,628 \Delta \lambda_t - 0,480 (y_{t-1} - x_{t-1}) - 0,487 (y_{t-1} - \lambda_{t-1}) + 0,395 y_{t-1}$$

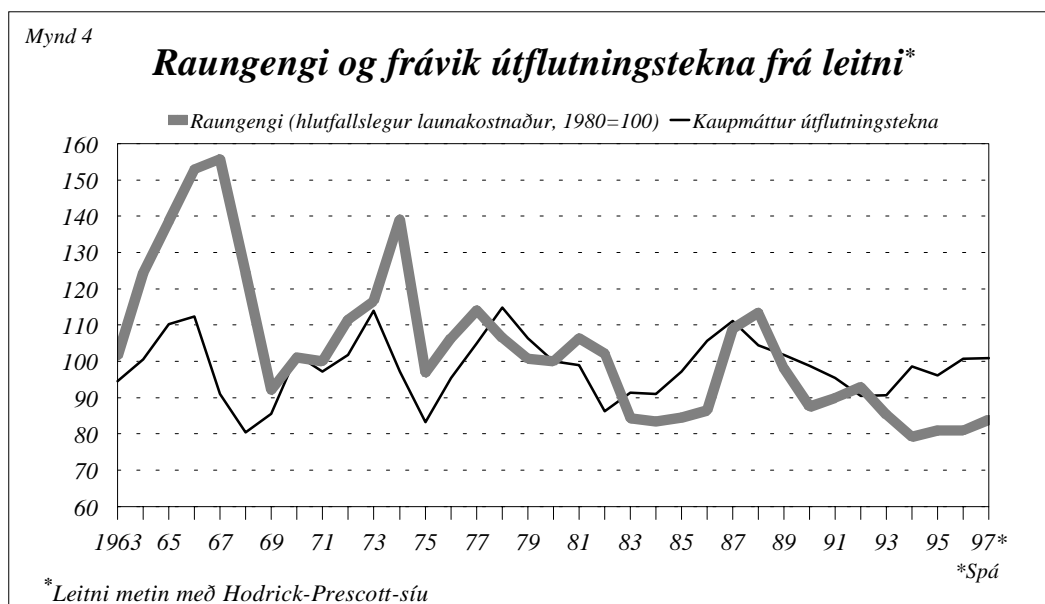
(7,52) (5,91) (9,47) (7,27) (6,37) (5,99)

þar sem  $y$  er lógariþmi þjóðartekna á verðlagi ársins 1990,  $x$  er lógariþmi útflutnings vöru og þjónustu á verðlagi ársins 1990 og  $\lambda$  er lógariþmi viðskiptakjara.  $\Delta$  táknar breytingu á ári. Langtímalausn líkansins er:

$$y = 0,84x + 0,85\lambda + 1,01 \text{ eða}$$

$$y = 0,85(x + \lambda) + 1,01$$





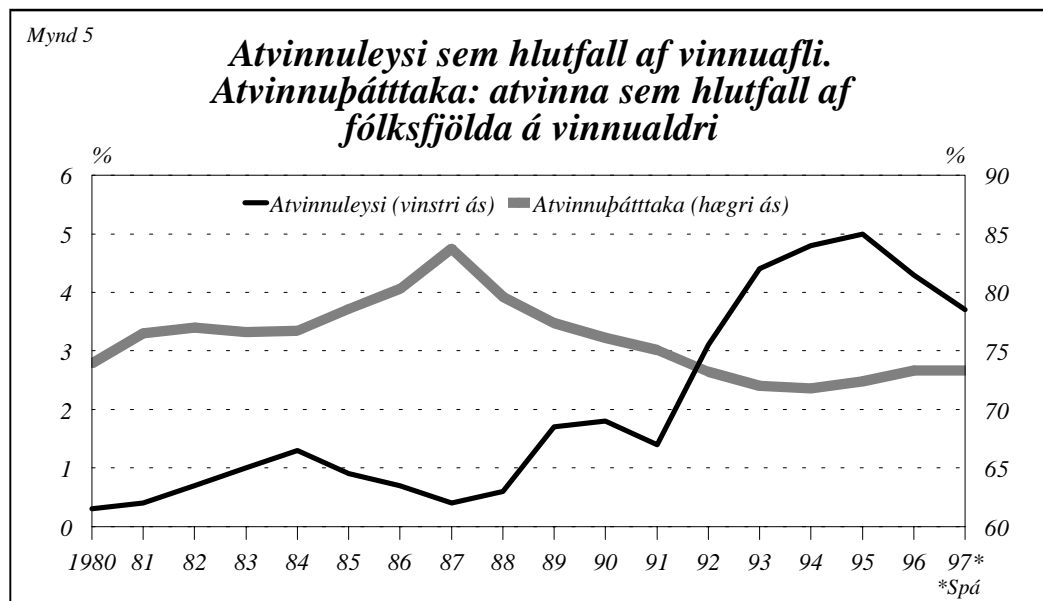
hagvaxtar var hins vegar ennþá neikvætt. Hlé varð á hagvexti árið 1995 sökum minnkandi framleiðslu sjávarafurða, en einkaneysla óx af krafti, eða um 4,6% og stóð að baki mestum hluta hagvaxtarins. Það dró því verulega úr afgangi á viðskiptajöfnuði.

Hagvöxtur var afar öflugur árið 1996 eða 5,7%. Að hluta til stafaði það af auknum vexti útflutnings sem óx að raungildi um næstum 10%, en á móti kom að viðskiptakjör versnuðu. Sökum þess að innflutningur óx enn örar var nettóframlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar þó neikvætt. Einkaneysla og fjármunamyndun voru helstu þættir eftirspurnar sem stóðu að baki hagvextinum. Verg fjármunamyndun óx um 23½% eftir að hafa minnkað ár hvert frá árinu 1991. Spáð er að þessi framvinda mála endurtaki sig 1997 og einkaneysla og fjármunamyndun muni leggja ríflega til hagvaxtar á árinu, en framlag utanríkisviðskipta verða neikvætt. Þetta leiddi til þess að viðskiptajöfnuður snerist á ný í halla árið 1996, og vorið 1997 var reiknað með að hallinn yrði 5% á því ári, en nú virðist ljóst að hann muni verða töluvert minni.

Framvindu íslenskra efnahagsmála árin 1996 og 1997 verður að skilja með hliðsjón af því að þjóðarþúið hefur orðið fyrir framboðsbúhnykkjum, sem eru þessir:

- Ákvörðum var tekin haustið 1995 um að auka framleiðslugetu Straumsvíkurlversins.
- Aflamark fyrir þorsk var aukið vorið 1996 og horfur eru á frekari aukningu á næstu árum.
- Ákvörðun var tekin á yfirstandandi ári um að byggja nýtt álver á Grundartanga.

Þessir búhnykkir hafa stuðlað að auknum halla á viðskiptajöfnuði árin 1996 og 1997 sökum fjárfestingarþarfar sem þessar framkvæmdir fela í sér og af völdum vaxandi neyslueftirspurnar í kjölfar endurmats á horfum um varanlegan tekjuauka. Þeir stuðla einnig að hækkun jafnvægisraungengis. Viðskiptajöfnuður ætti að leita til nýrrar jafnvægisstöðu þegar fjárfestingarskeiðinu lýkur, ný útflutningsframleiðsla hefst og stofn varanlegrar neysluvöru hefur aðlagast nýju varanlegu tekjustigi. Hækkun jafnvægisraungengis vekur ýmsar spurningar um með hvaða hætti aðlögun að nýju jafnvægi fer fram, þ.e.a.s. að hve miklu leyti aðlögunin fer fram með hækkun nafngengis annars vegar eða meiri verðbólgu en í viðskiptalöndunum hins vegar. Áður hefur raungengi haft tilhneigingu til að sveiflast í takt við útflutningstekjur, eins og sjá má á mynd 4.



#### Vinumarkaðurinn

Helstu einkenni íslenska vinnumarkaðarins eru sem hér segir:

- Þátttaka á vinnumarkaði er mikil samanborið við OECD-lönd, eða 77,5% árið 1990, samanborið við OECD-meðaltal 71,5%.<sup>16</sup>
- Langur, en breytilegur vinnutími.
- Nokkur hreyfanleiki vinnuafls er á milli landa, m.a. vegna hins samnorræna vinnumarkaðar. Þetta hefur birst í útflutningi vinnuafls á samdráttartímum og innflutningi vinnuafls þegar skort hefur vinnuafli í ákveðnum greinum.
- Þátttaka í launþegasamtökum er mikil (yfir 90%) en samtök atvinnurekenda eru einnig vel skipulögð og miðstýrð.
- Hlutfall atvinnuleysisbóta og tekna, einkum í samamburði við önnur Norðurlönd, er fremur lágt.<sup>17</sup>

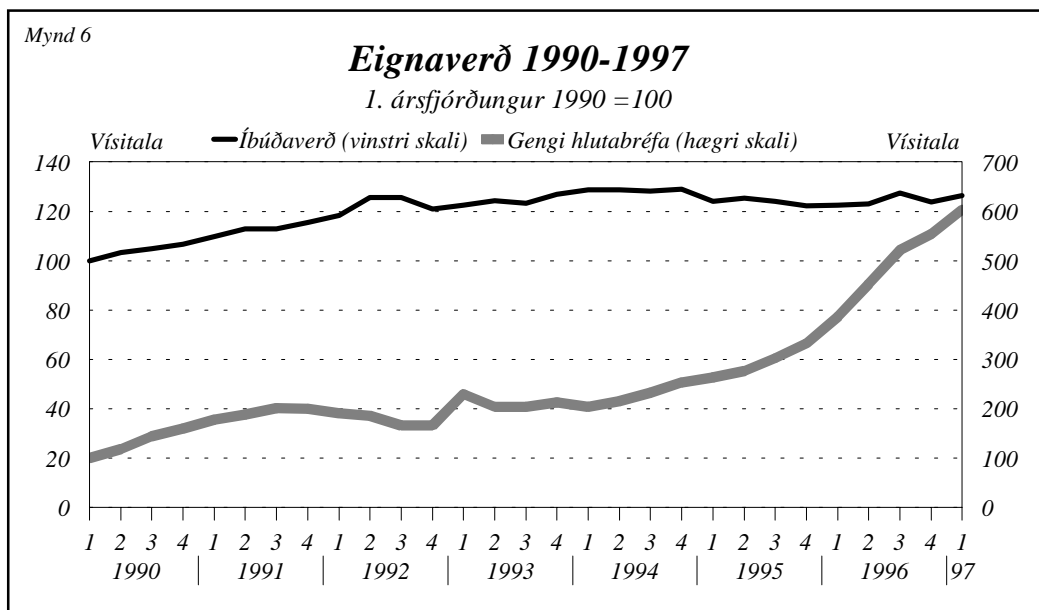
16. Sjá OECD (1995).

17. Björn Guðmundsson og Gylfi Zoëga (1997) segja 42% árin 1990-1995. Í OECD (1997), bls. 127, eru gefnar tölurnar 53% árið 1995 á fyrsta ári atvinnuleysis einhleypings samanborið við 71% í Danmörku, 65% í Finnlandi, 62% í Noregi og 76% í Svíþjóð.

Þessi einkenni, ásamt vilja stjórnvalda til þess að beita genginu í því skyni að flýta fyrir aðlögun þjóðarbúsins að óhagstæðum ytri áföllum hefur án efa stuðlað að lágu atvinnuleysi sem hefur einkennt íslenska efnahagsþróun.

Atvinnuleysi var mun meira á 10. áratugnum en áratuginu á undan. Það náði hámarki árið 1995 og var þá 5%, eins og sjá má á mynd 5. Mikill hagvöxtur árið 1996 olli því að dró úr atvinnuleysi það ár og gert er ráð fyrir að atvinnuleysi muni lækka enn meira á þessu ári (1997), niður í 3,79%. Breytingar á atvinnustigi eru jafnvel meiri, eins og sjá má á mynd 5. Það þarf þó að skoða í samhengi við þá miklu aukningu sem varð á atvinnuþátttöku árið 1987, sem var skattfrjálst ár vegna breytingar yfir í staðgreiðslukerfi tekjuskatts frá ársbyrjun 1988. Aukningu atvinnuleysis á 10. áratugnum má skýra með framboðsáföllum og fremur miklu peningalegu aðhaldi, sem birtist í háum raunvöxtum. Einnig verður að hafa í huga að atvinnuleysisstig 9. áratugarins fór saman við mikinn verðbólguþrýsting í þjóðarbúinu og gat því ekki varað til lengdar.

Aukning atvinnuleysis á 10. áratugnum og minnkun þess síðustu tvö árin vekur spurningu hvert jafnvægisatvinnuleysið hafi verið á þessu



tímabili, eða hvort um slíkt sé yfir höfuð að ræða. Athugun á þessu gefur vísbendingu um að það stig atvinnuleysis sem samræmist stöðugri verðbólgu hafi hækkað á 10. áratugnum, e.t.v. úr minna en 2% í allt að 4%. Þetta mat er þó mjög óvíst og einkennist af háum skekkjumörkum.<sup>18</sup> Nýlega hefur Seðlabankinn lýst þeirri skoðun að sá slaki sem var til staðar árið 1995 sé nú að mestu horfinn. Það viðhorf var ein af ástæðum þess að bankinn ákvað að auka aðhald í peningamálum haustið 1996. Nokkrar áhyggjur hafa einnig verið uppi um takmörk fyrir því hve hratt atvinnuleysi má minnka án þess að leiði til verðlagsþrýstings.

#### *Eignaverð og áhrif á fjármagnsmarkaði*

Eignaverð hefur ekki gegnt mikilvægu hlutverki í framvindu þjóðarþúsins á 10. áratugnum. Eftir að hafa hækkað umtalsvert árin 1990 og 1991, hefur verðlag íbúðarhúsnæðis sveiflast á fremur þröngu bili. Það varð því aldrei verðhrun á húsnæðismarkaðnum, þrátt fyrir samdráttinn árið 1992. Ástæðan er sennilega sú að aðgengi heimilanna að lánsfé til þess að fjármagna hús-

næðis kaup var aukið verulega árið 1992 með skipulagsbreytingum á húsnæðislánakerfinu. Þótt gengi hlutabréfa hafi lækkað nokkuð árið 1992, hefur það verið á samfelldri uppleið frá þeim tíma. Verðþróun hlutabréfa hefur ekki marktæk áhrif á heildareftirspurn, því að markaðurinn hefur þar til nýlega verið afar smár í sniðum og fremur vanþróaður.

Þótt við nokkra erfiðleika hafi verið að stríða í íslenska bankakerfinu í byrjun 10. áratugarins, eins og vaxandi greiðsluferfiðleika, vanskil og þörf fyrir eiginfjárframlag til stærsta ríkisbankans bera vitni um, er ekkert sem bendir til þess að um samdrátt í framboði á lánsfé hafi verið að ræða. Heildarútlán lánakerfisins jukust að meðaltali um 10% árlega tímabilið 1990-1996. Vöxtur útlána hægði þó á sér úr 11% árið 1993 í 4,8% árið 1994, en það stafaði sennilega fremur af minnkandi eftirspurn fremur en framboði. Miklu skiptir í þessum efnum að aðgengi heimilanna að lánsfé var betra en nokkru sinni áður sökum aukins frjálsræðis á fjármálasviðinu á síðari hluta 9. áratugarins og útvíkkunar húsnæðislánakerfisins á fyrri hluta 10. áratugarins. Þetta varð sennilega til þess að draga úr fjársparnaði heimilanna og hélt einkaneyslu á herra stigi en ella. Einnig er líklegt að þessar breyting-

18. Björn Guðmundsson og Gylfi Zoëga (1997).

ar hafi gert það að verkum að neysla var ekki lengur eins háð samtímatekjum og því orðið til þess að neysla dróst minna saman á samdráttartímanum.<sup>19</sup> Einnig er mögulegt að breytingarnar hafi ýtt undir framsýna háttsemi hvað varðar neyslu þegar þjóðarbúið varð fyrir búhnykkjum síðustu tvö árin. Afleiðingin er stóruauknar skuldir heimilanna. Skuldir heimilanna jukust frá því að vera minna en 25% ráðstöfunartekna árið 1980 í u.þ.b. 130% árið 1996. Á sama tíma versnaði eiginfjárstaða heimilanna úr 92% eigna í 59% eigna, að frátalinni lífeyrisjóðseign, hlutfjáreign og eign varanlegra neyslumuna. Stóra spurningin sem bíður svars er hvenær skuldastaða heimilanna fer að þrængja alvarlega að getu heimilanna til að auka neyslu.

#### *Efnahagsstefnan*

Stefnan í fjármálum hins opinbera gegndi í meginatriðum tvíþættu hlutverki á 10. áratugnum. Í fyrsta lagi var fjárhagsleg eftirgjöf notuð til þess að stuðla að hóflegum launahækkunum (sjá síðar). Þetta var mögulegt sökum tiltölulega lágrar skuldastöðu hins opinbera, sjá *töflu 6*. Í öðru lagi gegndi fjármálstefnan hefðbundnara hlutverki með sjálfvirkri sveiflujöfnun og meðvitðum aðlögunaraðgerðum. Aðhald í fjármálum hins opinbera var aukið árið 1992 og jók því á samdráttinn á því ári, eins og sjá má á mynd 7, sem sýnir hvort tveggja jöfnuð ríkissjóðs sem hlutfall af vergri landsframleiðslu og sem mælikvarða á aðhaldsátak ríkisfjármála.<sup>20</sup> Aðhaldið verður þó að skoða í ljósi þess að ríkisfjármálin fóru alvarlega úr böndum árið áður. Tímabilið frá 1993 til 1995 höfðu fjármál hins opinbera sennilega lítið eitt örvandi áhrif á eftir-

spurn. Nýtt aðhaldsskeið hófst árið 1996 með tveggja ára aðhaldsáætlun sem miðaði að því að eyða halla ríkissjóðs á greiðslugrunni árið 1997.

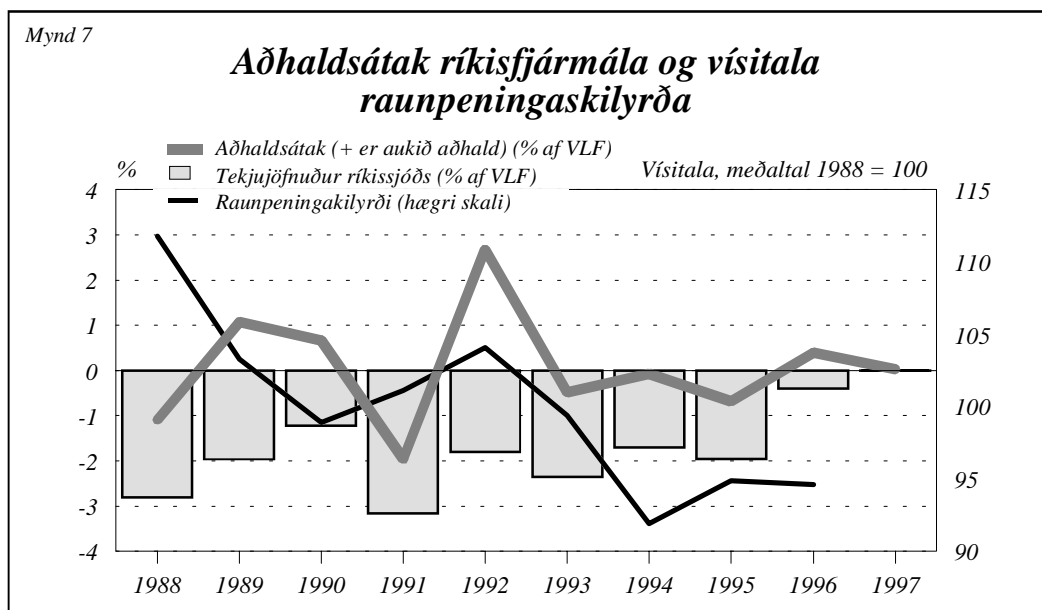
Mynd 7 sýnir einnig vísitölu raunpeningalegra skilyrða. Hún er sett saman úr vegnum langtímaraunvöxtum og raungengi deildu með fráviki útflutningstekna frá leitni. Slík leiðrétting er ónákvæm aðferð til þess að taka tillit til breytinga á jafnvægisraungengi. Augljóslega getur slík vísitala ekki endurspeglad nákvæmlega aðhaldsstig peningastefnunnar, en af innlendum fjármálabreytum hafa langtímaraunvextir og raungengi mest áhrif á heildareftirspurn. Vísitalan gefur til kynna aukið aðhald á fjármálasviðinu árið 1992, slökun árið 1993 og 1994, en nokkuð aukið aðhald þar á eftir. Þetta er í samræmi við þá lýsingu á aðhaldsstigi peningastefnunnar sem hér fer á eftir.

Peningalegt aðhald var aukið um miðbik ársins 1991, í kjölfar kosninga það ár, til þess að bregðast við veikri stöðu opinberra fjármála. Vextir á ríkisvixlum og spariskírteinum hækkuðu í takt við aukna lánsfjárbörf ríkissjóðs. Seðlabankinn brást einnig við þessum aðstæðum með því að hækka sína eigin vexti. Vaxtahækkunin kom einnig fram í vöxtum innlánsstofnana. Nafnvextir hækkðu úr 14% í ársbyrjun í 23% í september, en tóku að lækka upp frá því, eftir því sem verðbólguvæntingar rénuðu. Raunvextir héldust þó áfram háir, eins og sjá má af því að vextir verðtryggðra ríkisskuldabréfa á eftirmarkaði voru yfir 8,2% í árslok.

Gengisfellingarnar í nóvember 1992 og júní 1993 fólu í sér peningalega slökun. Vextir héldust þó að mestu leyti óbreyttir þar til í nóvember 1993, þegar Seðlabankinn og ríkissjóður beittu sér fyrir vaxtalækkun með sameiginlegu átaki. Ástæða þessara aðgerða voru lægð í efnahagslífinu, minnkandi lánsfjárbörf hins opinbera og tregða í vaxtamyndun. Seðlabankinn lækkaði bindiskyldu og lausafjárvöð innlánsstofnana

19. Fyrir þessu eru veikar tölfræðilegar vísbendingar. Endurkvæmt mat á árlegu neyslufalli, þar sem raunbreyting einkaneyslu er háða breytan, gefur til kynna að stíkin fyrir samtímabreytingu ráðstöfunartekna hafi lækkað eitthvað á 9. áratugnum (aðrar skýribreytur eru villuleiðréttingarliður sem felur í sér stig neyslu og ráðstöfunartekna, og fasti). Ef gögnunum frá tímabilinu 1963-1996 er skipt í tvennt, er stíkin 0,85 tímabilið 1963-1979, en 0,77 tímabilið 1980-1996. Munurinn er þó ómarktækur í tölfræðilegum skilningi.

20. Við útreikning þessa mælikvarða er óbeint gengið út frá því að teygni tekna ríkissjóðs með tilliti til landsframleiðslu sé 1 og gerð sú krafa að útgjöld á íbúa haldist óbreytt að raungildi. Þessar forsendur eru að sumu leyti úr lausu lofti gripnar. Aðhaldsátakið gefur því einungis grófa mynd af stöðu ríkisfjármála.



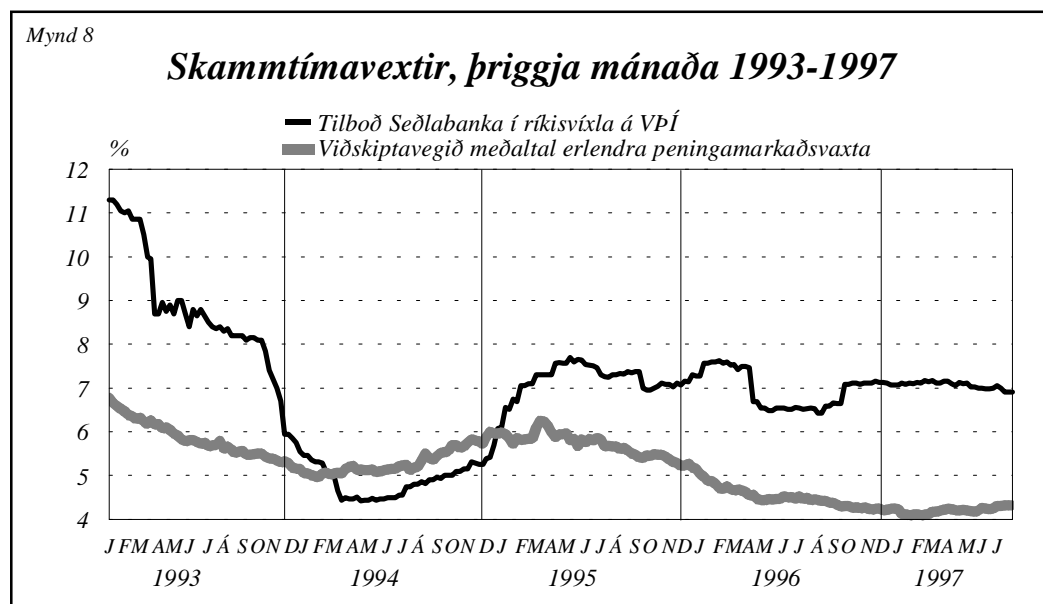
umtalsvert og stuðlaði þannig að aukningu lausafjár á markaðnum, sem leiddi til vaxtalækkunar á peninga- og skuldabréfamarkaði. Ríkissjóður tilkynnti að hann myndi ekki efna til frekari lántöku með verðtrygðum kjörum á innlendum markaði nema á lægri vöxtum en 5%. Í sameiningu og með aðstoð hagstæðra ytri aðstæðna leiddu þessar aðgerðir til lækkunar á ávöxtun verðtrygðra skuldabréfa niður í 5% og ávöxtun ríkisvixla fór niður í 4,5%. Á þeim tíma sem gripið var til þessara aðgerða voru alþjóðlegir vexti afar lágir, en tóku að hækka í febrúar 1994. Smám saman varð ógerlegt að viðhalda hinu lága vaxtastigi, því að innlendi markaðurinn brást við neikvæðum vaxtamun með því að breyta samsetningu verðbréfaeignar sinnar og skulda. Erlend lán voru greidd upp og umtalsvert verðbréfafjárfesting erlendis átti sér stað, þar sem nýfengið frelsi til fjármagnshreyfinga var nýtt. Þessi þróun mála tók að þrýsta vöxtum upp á við, en Seðlabankinn hamlaði gegn slíkum tilhneigingum fyrst í stað með umtalsverðum kaupum á ríkisskuldabréfum á eftirmarkaði árið 1994.

Þar sem lokaskrefið í afnámi hafta á fjármagnshreyfingum skyldi tekið í ársbyrjun 1995, var óhjákvæmilegt að hækka skammtímavexti í

því skyni að draga úr fjármagnsúttreymi. Það var gert að hausti 1994, og jöfnuður náðist við viðskiptavegið meðaltal erlendra vaxta í ársbyrjun 1995. Frekara úttreymi og sig krónunnar árið 1995 krafðist enn frekara aðhalds, sem þrýsti vaxtamuninum við útlönd upp í 2% undir lok ársins. Hluti þessa aukna aðhalds átti sér stað smátt og smátt sökum hnigs erlendra vaxta.

Að nokkru leyti var haldið við markmiðið um 5% hámark á vexti verðtrygðra ríkisskuldabréfa allt þar til seint í aprílmánuði árið 1995, þegar ríkisstjórnin lét að endingu undan þrýstingi markaðsaflanna og vextir spariskírteina voru látnir ákvarðast á markaðnum.

Slökunin í peningamálum árið 1993 örvaði hagvöxt árið eftir. Lægð var hins vegar í hagþróun árið 1995 og hagspár gerðu ráð fyrir að hægja myndi á hagvexti árið 1996. Í desember árið 1995 varð Seðlabankinn þó að bregðast við miklu gjaldeyrisúttreymi og auka aðhald peningastefnunnar með því að hækka vexti með þeim afleiðingum að vaxtamunur við útlönd jókst í 3%. Þegar umskipti urðu á gjaldeyrismarkaði á fyrsta ársfjórðungi ársins 1996 ákvað bankinn að minnka vaxtamuninn á ný niður í 2%. Fljótlega kom þó í ljós að hagvaxtarhorfur höfðu verið alvarlega vanmetnar. Þegar þetta var



Ijóst orðið brást bankinn við með vaxtahækkun í september 1996 og ákvað að auka lausafjárkvöð innlánsstofnana um 2%. Þar með var vaxtamunur við útlönd enn á ný kominn í 3%. Á bak við þessar aðgerðir lá einnig óvissa vegna komandi kjarasamninga og gnægð lausafjár í kerfinu sökum endurfjármögnunar skulda ríkis-

sjóðs. Aðgerðir þessar endurheimtu jafnvægi á gjaldeyrismarkaði og stuðluðu að festu verðlags- og gengisvæntinga.

#### Verðbólga og verðbólguhjöðnun

Árið 1992 var Ísland stutt á sögulegu verðhjöð-

Tafla 6. Fjármála- og peningastærðir

	Prósentubreyting á ári eða hlutföll							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 <sup>1</sup>
<i>Híð opinbera, % af VLF</i>								
Tekjuhalli	-3,3	-2,9	-2,8	-4,5	-4,7	-3,0	-1,8	-0,8
Vergar skuldir	35,3	36,5	46,4	52,8	56,0	58,7	56,0	52,8
Hreinar skuldir	17,6	17,5	26,6	34,3	37,8	37,9	36,2	34,4
<i>Vextir í lok tímabils</i>								
Nafnávöxtun á peningamarkaði <sup>2</sup>	11,2	14,9	11,3	5,5	6,1	7,3	7,1	7,0 <sup>4</sup>
Vextir verðtryggðra ríkisskr. br. <sup>3</sup>	7,0	8,3	7,8	5,0	5,1	5,9	5,8	5,5 <sup>4</sup>
Vextir verðtryggðra bankalána	8,2	10,0	9,3	7,5	8,3	8,8	9,0	9,1 <sup>4</sup>
M3 í lok tímabils	14,9	14,4	3,8	6,6	2,3	2,2	5,8	6,6 <sup>4</sup>
Gengislækkun <sup>5</sup>	-	-	6,4	7,6	1,7	-0,2	-0,6	-1,9 <sup>6</sup>
Verg landsframleiðsla á nafnvirði	14,9	9,0	0,2	3,4	5,6	4,0	7,6	7,6
Verðvísitala VLF	16,8	7,7	3,7	2,5	2,0	2,8	1,8	4,0

1. Spá í október 1997 eða síðasta gildi. 2. Þriggja mánaða ríkisvixlar á frummarkaði 1990-91 og á eftirmarkaði 1992-1997. 3. Meðaltal í viðskiptum á Verðbréfabingi Íslands 1990-1991 og ávöxtun 10 ára spariskírteina ríkissjóðs á eftirmarkaði 1992-1997. 4. Júní. 5. Gjaldmiðlakarfa sem notuð er við opinbera skráningu gengis. 6. Tólf mánaða breyting til júníloka. Heimildir: Seðabanki Íslands, fjármálaráðuneytið og Þjóðhagsstofnun.

unarskeiði sem hófst árið 1989, þegar verðbólga mældist í tveggja stafa tölu og lauk árin 1994-1995, þegar verðbólga á Íslandi hafði lækkað niður á sama stig og í þeim OECD-löndum sem búa við litla verðbólgu. Forsenda verðbólgu-hjöðnunarinnar var tvíþætt: í fyrsta lagi stöðugleiki gengis frá desember 1989 til nóvember 1992 og í öðru lagi svokallaðir þjóðarsáttarsamningar um hóflegar launahækkningar sem gerðir voru í febrúar 1990 og byggðu á framsýnum verðbólguvæntingum. Að baki þessum hræringum má þó segja að liggi grundvallarbreyting á afstöðu almennings til verðbólgu, því að mikil og breytileg verðbólga og almenn notkun verðtryggingar gerði heimili og fyrirtæki meðvituð um að hagsmunum þeirra væri best borgið með stöðugleika verðlags og í efnahagsmálum almennt. Því var mögulegt að byggja verðbólgu-hjöðnunina á grunni samstöðu og draga þannig úr kostnaði hennar.

*Tafla 7* hér að neðan gefur yfirlit yfir kjarasamninga á almennum vinnumarkaði á 10. áratugnum. Þessir kjarasamningar náðu í flestum tilfellum til nokkurn veginn alls einkageirans og samningar hins opinbera tóku einnig í mismunandi mæli mið af þeim. Þetta var mögulegt sökum hinnar sterku miðstýringar samningsferlisins. Einnig er rétt að geta þess að ríkisvaldið tekur yfirleitt þátt í samningsferlinu, venjulega með eftirgjöf í ríkisfjármálum í því skyni að stuðla að hófsemi í launahækkunum, en stundum beinlínis til að knýja fram lausn kjara-deilu. Ríkisvaldið lætur einnig til sín taka með því að stuðla að framsýni í samningum, venju-

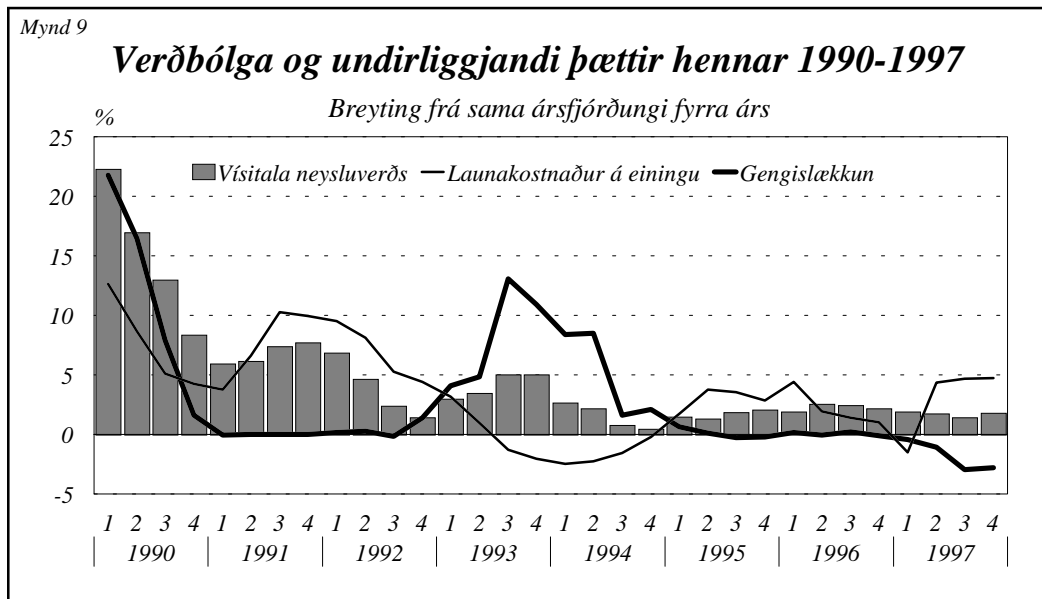
lega með yfirlýsingum um gengisstöðugleika, en stundum einnig með því að setja fram verðlagsspá.

Þjóðarsáttarsamningarnir árið 1990 gáfu tóninn fyrir það sem á eftir kom. Samkomulagið náði því sem næst til allra sviða þjóðarþúsins, og næstum allra launþegasamtaka, bæði í einkageiranum og hjá hinu opinbera. Ekki var um umtalsverða eftirgjöf að ræða á sviði opinberra fjármála, en ríkisstjórnin gaf loford um að gengi krónunnar yrði haldið stöðugu og nafnvextir lækkaðir, sem hvort eð er var að vænta þegar dró úr verðbólgu. Kjarasamningarnir voru til 1½ árs. Í samningunum voru viðmiðanir við neysluverð, sem leitt gátu til frekari launahækkana. Í öllum tilfellum reyndist verðbólga nálægt settu marki og laun hækkðu um 11½% á samningstímanum, samanborið við 10½% hækkun sem var fyrir séð samkvæmt samningum.

Kjarasamningar sem gerðir voru árin 1992 og 1993 voru byggðir á grunni þess árangurs sem náðist í þjóðarsáttarsamningunum árið 1990. En í þau skipti var samdráttur í þjóðarþúskaðum og vaxandi atvinnuleysi orðið alvarlegt áhyggjuefni launþegasamtaka, sem leiddi til þess að launakröfum var stillt í hof, eins og sjá má á meðfylgjandi töflu. Umtalsverð eftirgjöf á sviði ríkisfjármála, sem fólst í lækkun virðisaukaskatts á ýmis matvæli úr 24% í 14% átti þó einnig þátt í því að launakröfum var stillt í hof árið 1993. Þessari hófstillingu í launakröfum lauk á árinu 1995, þrátt fyrir að atvinnuleysi næði hámarki það ár. Á þeim tíma ríkti almennt sú tilfinning að efnahagsbati væri hafinn og

*Tafla 7. Kjarasamningar á 10. áratugnum*

<i>Dagsetning</i>	<i>Gildistími í árum</i>	<i>Upphafleg launahækkun</i>	<i>Heildar-launahækkun</i>	<i>Eftirgjöf í opinberum fjármálum</i>	<i>Fyrirvarar eða endurskoðunarárkvæði</i>
Febrúar 1990	1,5	1,7%	10,5%	Já, en lítil	Verðlagsákvæði
Apríl 1992	1	1,7%	2,1%	Nei	Nei
Máí 1993	1,5	0%	0%	Já, lækkun virðisaukaskatts	Já, endurskoðun tvisvar
Febrúar 1995	2	4%	7%	Já, tekjuskattslækkun	Já, endurskoðun í nóv. 1995
Mars 1997	3	5,5-6%	14%	Já, tekjuskattslækkun	Aðeins mjög almennt



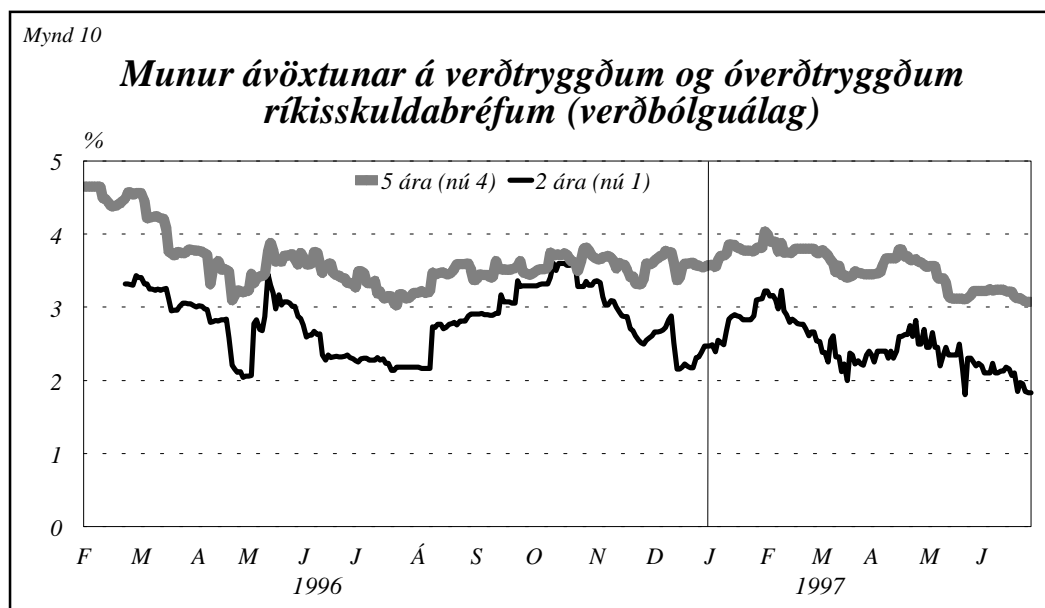
áhrifa heldni (e. *hysteresis*) kann að hafa gætt að einhverju leyti. Í síðustu kjarasamningum, frá maí 1997, var samið um umtalsvert meiri launahækkanir en á verðhjöðnunartímabilinu áður. Þeir fólu einnig í sér umtalsverða eftirgjöf í opinberum fjármálum, því að ríkisstjórnin hefur lofað að lækka tekjuskatta einstaklinga um 4% í áföngum til ársins 2000. Samningar þessir eru auðvitað gerðir við aðstæður öflugrs hagvaxtar árið 1996 og horfur um áframhaldandi hagvöxt á næstu árum. Þessi framvinda mála hefur dregið stórlega úr slaka sem fyrir var í þjóðarbúinu á árinu 1995 og hefur valdið því að atvinnuleysi hefur minnkað verulega.

Mynd 9 sýnir framvindu verðbólgu á 10. áratugnum og helstu skýringarþátta hennar, launakostnaðar á einingu og gengis. Þar má sjá hvernig hóflegar launabreytingar ásamt gengisstöðugleika færðu verðbólgu niður í 1,5% á fjórða fjórðungi ársins 1992. Gengisfellingarnar í nóvember 1992 og júní 1993 ollu síðan tímabundið nokkuð aukinni verðbólgu, sem náði hámarki um 5% á síðari helmingi árs 1993. Próun launakostnaðar á einingu olli ekki verðbólgu á þessu tímabili. Verðbólga lækkaði því aftur jafnskjótt og áhrif gengisfellingarinnar höfðu komið fram og náði lágmarki 0,4% á fjórða

fjórðungi ársins 1994. Frá þeim tíma hefur aukning launakostnaðar verið helsti verðbólguvaldurinn, ásamt hækkun innflutningsverðs sumarið 1996. Í apríl 1997 spáði Seðlabankinn að verðbólga yrði á bilinu 2-2,5% árið 1997, færi því næst hugsanlega yfir 3% árið 1998 og lækki aftur niður í 2,5% árið 1999. Verðþróun á síðari hluta árs 1997 reyndist hagstæðari en gert hafði verið ráð fyrir, að hluta til sökum gengishækkunar krónunnar af völdum mikils gjaldeyrisinnstreymis og aukins trausts á styrk krónunnar. Seðlabankinn lækkaði því verðbólguþá sína fyrir árið 1997 í júlí það ár niður í 1,7% á milli ára, en spáði verðbólgu á bilinu 2,5-3% árið 1998 og 2-2,5% árið 1999. Lágverðbólguþá virðist því hafa staðist próf uppsveiflu í íslenska þjóðarbúinu.

Fyrirliggjandi gögn benda til þess að á öllu verðbólguþá hafi væntingar um verðbólgu verið hærri en raunveruleg verðbólga.<sup>21</sup> Þessi hæga aðlögun væntinga er ein af ástæðum þess að verðbólguþá getur verið kostnaðarsöm. Þetta kann þó að hafa skipt minna máli í því tilfalli sem hér er til umfjöllunar, sökum þess að laun voru ákveðin í miðstýrðum samningum, þar sem sennilega ríkti meiri bjartsýni um verðlagsþróunina en meðal





almennings. Verðtrygging fjárskuldbindinga varð einnig til þess að raunvaxtahækkun varð minni en algengt er að fylgi eins mikilli verðbólghjöðnun og hér um ræðir. Upp á síðkastið hafa verðtryggð og óverðtryggð ríkisskuldabréf verið samtímis á markaði og gefið mikilsverðar upplýsingar um þróun verðbólguvæntinga og/eða áhættuálags í markaðsvöxtum. Þróun þessa verðbólguálags er sýnd á mynd 10. Myndin sýnir að verðbólguálagið lækkaði eftir gerð kjarasamninga vorið 1997.

### Eftirmáli íslenskrar þýðingar

Meginhluti textans hér að framan var skrifaður fyrir mitt ár 1997. Þróunin síðan hefur í meginatriðum staðfest þá greiningu sem þar er

21. Fyrir þessu eru tvenns konar vísbendingar. Í fyrsta lagi liggja fyrir niðurstöður kannana sem gerðar voru 2-4 sinnum á ári á tímabilinu 1984-1993, sem sýna greinilega tilhneigingu til þess að ofspá, að einum ársfjórðungi undanskildum. Í öðru lagi liggja fyrir árlegar spár stjórnenda fyrirtækja sem komu fram á spástefnum Stjórnunarfélagsins árin 1991-1997 sem ofspá öll árin. Til dæmis var spáð 4% verðbólgu árið 1994, en í reynd varð verðbólgan 1,5%.

sett fram. Það er þó enn ljósara en þá var að slakinn er horfinn úr íslensku efnahagslífi. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi lækkaði hratt á síðustu mánuðum ársins og var í desember komið niður í 3,3%. Vissar aðrar vísbendingar eru um aukna spennu á vinnumarkaði og áætlað launaskrið hefur nokkuð aukist. Einnig fór aukning útlána og peningastærða vaxandi eftir því sem leið á árið. Til að mæta þessu og horfum um aukna verðbólgu á fyrrihluta árs 1998 ákvað Seðlabankinn að hækka stýrivexti sína um 0,3 prósentustig í nóvember 1997. Það hafði einnig áhrif á þessa ákvörðun að munur peningamarkaðsvaxta hér og erlendis hafði minnkað mánuðina á undan vegna vaxtahækkana erlendis á sama tíma og verðbólguvæntingar höfðu aukist nokkuð. Þrátt fyrir þetta varð verðbólga ársins 1997 minni en margir höfðu spáð eða 1,8% milli ára og 2,2% yfir árið. Verðbólguþá Seðlabankans fyrir árið 1998 sem birt var í upphafi 1998 var m.a. af þessum sökum nokkuð lægri en áður hafði verið spáð eða um 2,6% milli ára og 2,3% yfir árið. Lægri verðbólga í umheiminum en áður var reiknað með, m.a. vegna kreppunnar í Asíu á þátt í að halda verðbólgunni þetta lítilli. Þetta gefur vonir um að varðveita megi verðstöðugleikann þrátt fyrir

viss ofpenslumerki. Stefnan í peningamálum mun áfram miðast við að varðveita þann árangur.

### Heimildaskrá

- Björn Guðmundsson og Gylfi Zoëga. 1997. „Atvinnuleysi á Íslandi: Í leit að jafnvægi.“ *Fjármálatíðindi*, 1, 1997.
- Guðmundur Guðmundsson og Magnús Harðarson. 1992. „Sveiflur í landsframleiðslu og útflutningi og samanburður við önnur lönd.“ *Fjármálatíðindi*, 1, 1992.
- Már Guðmundsson. 1992. „Export supply and the exchange rate: The case of a small open economy with a natural resource based export sector.“ *Economic Policy Co-ordination in an Integrating Europe*, (ritstjórar H. Motamen-Scobie og C. C. Starck), Finnlandsbanki, Helsinki, 1992.
- Már Guðmundsson. 1994a. „Exchange rate regime and central bank independence in a small volatile economy: the case of Iceland.“ *The European Single Market: Monetary and Fiscal Harmonisation*, (ritstjóri Motamen-Scobie, H.) Chapman & Hall, 1994.
- Már Guðmundsson. 1994b. „In search of stability: Iceland's exchange rate and monetary policies.“ *Economic & Financial Review*, 2 & 3., 1994.
- Krugman, Paul. 1991. „Tilhögun gengismála á Íslandi: Kostir við stefnumörkun.“ *Fjármálatíðindi*, 3, 1991.
- OECD. 1991. *Economic Surveys: Iceland 1990/1991*.
- OECD. 1995. *Labour Force Statistics*.
- OECD. 1997. *Economic Surveys: Iceland*.