

# HVERNIG LIFUM VIÐ MEÐ KRÓNUNNI?

*GREINARGERÐ  
FRÁ VERSLUNARRÁÐI ÍSLANDS  
21. ÁGÚST 2002*

# HVERNIG LIFUM VIÐ MEÐ KRÓNUNNI?

## GREINARGERÐ FRÁ VERSLUNARRÁÐI ÍSLANDS 21. ÁGÚST 2002

### INNGANGUR

Framkvæmdastjórn Verslunarráðs Íslands ákvað í vor að gangast fyrir umræðum innan ráðsins um stöðu íslensku krónunnar í nánustu framtíð og skila sérstakri greinargerð um málið. Tilkoma evrunnar hefur haft í för með sér ýmsar breytingar fyrir íslenskt atvinnulíf þar sem erlendum viðskiptamyntum hefur fækkað og kostnaður þar með eitthvað lækkað fyrir mörg fyrirtæki sem hafa átt viðskipti við evrusvæðið enda vegur evran ásamt dönsku krónunni um 45% beint og óbeint í gjaldeyrisviðskiptum Íslendinga. Ennfremur er bent á það að krónan mun verða gjaldmiðill Íslendinga í næstu framtíð þrátt fyrir það að sú skoðun sé oft viðruð að æskilegt sé að evran verði jafnframt gjaldmiðill Íslendinga. Því er nauðsynlegt að innan atvinnulífsins sé fjallað um hvernig íslensk fyrirtæki geti sem best skipulagt starfsemi sína út frá þeirri forsendu að krónan verði áfram til staðar, a. m. k. enn um sinn, og hvaða ábendingum skuli koma á framfæri við stjórnvöld um hagstjórn og aðra þætti í því skyni að atvinnulífið geti náð sem bestum árangri við þessi skilyrði. Á sama tíma þarf að huga að líklegri langtímaþróun í gengismálum í heiminum og stöðu Íslands í því efni, þótt ekki sé fjallað um það hér.

### HELSTU NIÐURSTÖÐUR

- *Vaxtabreytingar Seðlabankans hafa sterk áhrif á hagkerfið í gegnum gjaldeyrismarkaðinn með afleiddum breytingum á gengi krónunnar. Ástæðan er aukin alþjóðavæðing og minnkandi markaðshlutdeild krónunnar. Íslensk fyrirtæki verða að laga sig að fyrirsjáanlegum sveiflum á gengi krónunnar.*
- *Stýrivextir Seðlabankans eru hærri en þörf er fyrir miðað við verðbólguhorfur sem leiðir til of hás gengis krónunnar og dregur úr svigrúmi bankans verði af framkvæmdum við álver og virkjanir.*
- *Brýnt er að í skattkerfi og ríkisútgjöldum séu virkir sveiflujafnarar sem veiti öflugt viðnám gegn hagsveiflum. Ríkið getur aukið fjölbreytni á skuldabréfamarkaði með framboði af skuldabréfum í krónum og hamlað gegn gengissveiflum með virkri stýringu á samsetningu eigna og skulda.*
- *Gera þarf gjaldeyrismarkaðinn eins virkan og mögulegt er með breyttum uppgjörsglum og samstarfi við erlenda uppgjörsbanka og gera annað það sem þarf til þess að íslensk fyrirtæki búi í raun við fjölmyntakerfi. Seðlabankinn þarf að styðja betur við viðskiptavaka á gjaldeyrismarkaðnum til þess að gera markaðinn dýpri og virkari.*

## ÞRJÚ VERÐ KRÓNUNNAR

Hlutverk sérhvers gjaldmiðils eða myntar í hagkerfinu er þrens konar. Myntin er reikningseining, hún er greiðslueyrir eða lögeyrir og ennfremur þjónar hún því hlutverki að geyma verðmæti. Öll þessi hlutverk hafa afgerandi þýðingu fyrir gangverk hagkerfisins og þann efnahagslega árangur sem næst hverju sinni. Oft er fjallað um verð á myntinni út frá mismunandi hlutverkum hennar og ber þá tvenns konar verð jafnan fyrst á góma, annars vegar kaupmátt myntarinnar gagnvart vörum og þjónustu, eða verðlag, og hins vegar vexti. Þriðja verðið á myntinni sem skiptir miklu máli er svo kaupmáttur hennar gagnvart öðrum myntum eða gengi hennar.

Íslenska krónan og íslenska hagkerfið eru háð sömu lögmálum og aðrar myntir og önnur hagkerfi hvað snertir verðmyndun á krónunni og áhrif þess á hagkerfið. Tvö af helstu viðfangsefnum hagstjórnar er annars vegar að vinna að stöðugleika í verði krónunnar og hins vegar að vinna að því að verðið sé „rétt“ í því samhengi að það stuðli að jafnvægi á einstökum mörkuðum og efnahagslífinu í heild. Vandinn við hagstjórnina felst svo gjarnan í því að verðstöðugleikinn og jafnvægi á mörkuðum fara ekki saman ekki síst á tímum mikilla breytinga. En takist vel til við hagstjórnina og þannig að stöðugleiki skapist og hagkerfið haldist í þokkalegu ytra og innra jafnvægi myndast grundvöllur fyrir góðan langtímahagvöxt sem gerir svo líka sjálfa hagstjórnina auðveldari.

Hið sígilda viðfangsefni hagstjórnar á Íslandi í gegnum tíðina hefur verið glíma við skyndilegar breytingar á framboðshlið hagkerfisins, fyrst og fremst vegna sveiflna í sjávarútvegi. Eftir upptöku aflamarkskerfis við stjórn fiskveiða hefur þetta breyst nokkuð og breytingar á eftirspurnarhliðinni valda miklu frekar ójafnvægi en áður var. Hlutur sjávarútvegs í útflutningstekjum af vörum og þjónustu hefur líka minnkað og er kominn undir 40%. Á næstu árum eru horfur á að þetta hlutfall minnki enn frekar vegna aukins útflutnings á áli og meiri þjónustuviðskipta.

## ALPJÓÐAVÆÐING OG KRÓNAN

Íslenska hagkerfið hefur verið á braut alþjóðavæðingar á undanförunum árum. Utanríkisviðskipti verða sífellt þýðingarmeiri og nú á árunum 2001 – 2003 eru horfur á að hlutfall útflutnings vöru og þjónustu af landsframleiðslu verði um og yfir 40% öll árin. Hlutfall innflutnings var yfir 40% á árinu 2001 en verður rúmlega 38% á árunum 2002 og 2003. Þessi hlutföll voru á bilinu 31% - 32% fyrir áratug síðan. Hagvöxtur á Íslandi á næstu árum verður ekki síst sóttur til frekari alþjóðavæðingar og eðlilegt markmið í þjóðarbúskap Íslendinga er að hlutföll innflutnings og útflutnings af landsframleiðslu verði orðin um 50% að áratug liðnum.

Gengi krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum er lykilverð í hagkerfinu og verður sífellt þýðingarmeira eftir því sem alþjóðavæðingin gengur lengra. Eins og staða efnahagslífsins er nú virðist svo sem þokkalegt jafnvægi sé í utanríkisviðskiptunum og vaxtarmöguleikar í útflutningsstarfseminni þegar gengisvísitala krónunnar er á bilinu 130 til 135. Raungengi sem miðast við nafngengi á því bili og núverandi verðlag og laun gæti verið grundvöllur fyrir viðunandi stöðugleika. Fyrirtæki sækjast almennt eftir því að gengi krónunnar sveiflist ekki óhóflega vegna þess að stöðugt

gengi skapar mun betri forsendur fyrir áætlanagerð fram í tímann meðan sveiflur í genginu geta auðveldlega gert annars skynsamlegar ákvarðanir í fjárfestingum og rekstri að hrapalegum mistökum. Sérstaklega geta áhrif gengisbreytinga verið mikil á efnahagsreikninga fyrirtækja ef í þeim eru eignir eða skuldir sem skráðar eru í erlendri mynt.

Nú er nokkuð á annað ár liðið frá því að Seðlabanki Íslands ákvað að gengi krónunnar skyldi fljóta eftir að fyrir lá lagafrumvarp um bankann þar sem verðbólguþáttur var orðið aðalmarkmið bankans. Í kjölfar þessarar ákvörðunar tók gengi krónunnar mikla dýfu niður á við og hækkaði svo snarlega aftur. Lækkun gengisins frá gengisvísitölu um 110 á fyrstu mánuðum ársins 2001 allt í 150 seint á árinu raskaði sannarlega áætlunum og afkomu margra fyrirtækja en var hins vegar líka skólalabókardæmi um áhrif slíkrar breytingar til aukins jafnvægis í hagkerfinu. Nú hefur gengisvísitalan verið undir 130 í nokkurn tíma en ástæða svo hás gengis þess er ekki síst varfærni Seðlabankans við að lækka vexti. Þessi varfærni er umhugsunarverð í ljósi þess að verðbólgan er að lækka mun hraðar en Seðlabankinn hafði áður gert ráð fyrir í spám sínum og áætlunum. Ennfremur hlýtur að vera hæpið við þær aðstæður sem nú eru að veikja útflutningsgreinarnar og framboðshliðina í hagkerfinu almennt með tiltölulega háum vöxtum og tiltölulega háu gengi þegar vaxtahækkunir og gengishækkun virðast mjög líklegar á næstu misserum vegna framkvæmda við virkjanir og álver.

Á nútíma gjaldeyrismarkaði sem býr við fljótandi gengi byggist verðmyndun á markaðnum frá degi til dags í sífellt auknum mæli á fjármagnshreyfingum en minna á framboði eða eftirspurn vegna viðskipta með vörur og þjónustu. Verðmyndunin yfir lengri tímabil tekur hins vegar miklu meira mið af hvoru tveggja þar sem fjármagnsstraumarnir hafa áhrif á framboð og eftirspurn eftir vörum og þjónustu og öfugt. Veltan á íslenska markaðnum með gjaldeyri nú er rúmlega fimmföld miðað við veltuna sem þarf vegna viðskipta með vörur og þjónustu sem er hlutfallslega lítil velta miðað við öflugna gjaldeyrismarkaði.

## VERÐTRYGGING OG KRÓAN

Verðtrygging fjárskuldbindinga þekkist víða um lönd en hin mikla útbreiðsla hennar hér á landi kom til á verðbólguáttímanum fyrir 1990. Lagalegur grundvöllur hennar þróaðist á árunum 1979 til 1983. Í mikilli verðbólgu gegnir myntin illa því grunnhlutverki sínu að geyma verðmæti en með verðtryggingu er sett fyrir þann leka. Verðtrygging fjárskuldbindinga gegndi ótvírætt því hlutverki að varðveita verðgildi sparifjár og auka á stöðugleika í hagkerfinu. Verðtryggingin eyðir verðbólguáhættu og verðtryggðir vextir eru almennt lægri en nafnvextir vegna óvissuálags sem fylgir nafnvöxtum á tímum verðbólgu. Á undanförunum árum hafa raunvextir óverðtryggðra skuldabréfa almennt verið 1% - 1,5% hærri en vextir af verðtryggðum bréfum. Sá stöðugleiki sem verðtryggingu fylgir leiðir ennfremur til aukinnar hagkvæmni í fjármagnsviðskiptum þar sem tilefni eru færri til skuldbreytinga og endursamninga um lán þegar miklar sveiflur eru á fjármagnsmarkaðnum og í efnahagslífinu.

Segja má að með verðtryggingu sé tekin upp ný mynt að hluta til með óverðtryggðu myntinni. Verðtryggingin hefur tvímælaust hjálpað íslensku krónunni þegar þrýstingur hefur skapast á lækkun hennar. Með verðtryggingu innlendra

fjárskuldbindinga hefur ekki verið sama ástæða til þess að flytja sig yfir í skuldbindingar í öðrum myntum á verðbólgutímum og eins þegar mikið ójafnvægi hefur skapast í utanríkisviðskiptum og gengisbreytingar hafa verið yfirvofandi.

Nú þegar verðlag er orðið mun stöðugra á Íslandi en áður hefur komið upp umræða um að þrengja að möguleikum til verðtryggingar fjárskuldbindinga og jafnvel að afnema slíkar heimildir. Bent er á að hin mikla útbreiðsla verðtryggingar geti leitt af sér minna aðhald vegna fyrirbyggjandi aðgerða til þess að ná stöðugu verðlagi og hún dragi úr virkni nafnvaxtabreytinga til þess að hafa áhrif á eftirspurn í hagkerfinu. Ennfremur hefur útbreiðsla verðtryggingar leitt til þess að markaður með óverðtryggð skuldabréf hefur ekki náð að þroskast. T.d. er varla hægt að segja að til sé vaxtaferill fyrir óverðtryggð lán á Íslandi nema til mjög skamms tíma sem torveldar alla aðkomu erlendra aðila að íslenskum markaði og líka samanburð við erlenda markaði. Slíkur vaxtaferill er hins vegar grunnur að verðlagningu á ýmsum fjármálalegum tækjum á virkum fjármálamörkuðum og það háir íslenskum fjármálamarkaði að slíkur ferill sem byggir á virkum markaði með óverðtryggð skuldabréf skuli ekki vera til. Nýr skuldabréfaflokkur með 10 ára óverðtryggum bréfum vekur vonir um að það horfi til betri vegar í þessum efnum og vonandi verður framhald á líkum útgáfum. Á síðari árum hefur ekkert orðið úr áformum um að þrengja möguleika til verðtryggingar en hins vegar er brýnt að þróa markvisst markað með óverðtryggð skuldabréf og þar hefur ríkið ákveðnu forystuhlutverki að gegna.

## **MARKAÐSHLUTDEILD KRÓNUNNAR**

Meiri alþjóðavæðing efnahagslífsins, aukin hlutdeild erlends lánsfjár í lánakerfinu og útbreiðsla verðtryggingar hafa leitt til þess að markaðshlutdeild krónunnar í víðum skilningi hefur farið minnkandi. Fyrirtæki og aðrir sem taka ákvarðanir um notkun krónunnar hafa leitast við að færa sig frá henni með ýmsum hætti í því skyni að draga úr áhættu eða af öðrum hagkvæmnisástæðum. Nýjasta viðbótin er heimild fyrir íslensk fyrirtæki til að færa bókhald sitt og ársreikninga og skrá hlutafé sitt í erlendum gjaldmiðlum. Þessi heimild er sérstaklega gagnleg fyrir íslensk fyrirtæki þegar einhver önnur mynt en íslenska krónan er hin rökrétta starfrækslumynt og bætir samkeppnishæfni atvinnulífsins í heild.

Heimild til að skrá hlutafé í erlendri mynt nýtist íslenskum fyrirtækjum þó einungis að takmörkuðu leyti nema viðskipti og uppgjör viðskipta geti einnig farið fram í viðkomandi mynt. Á meðan svo er ekki verður verðmyndun hlutabréfa félaga sem kjósa að skrá hlutafé í erlendri mynt óþarflega ógegnisæ og ekki til þess fallin að laða að erlenda fjárfesta. Eðlilegt næsta skref er því að koma hér á sem fyrst fjölmynta uppgjörskerfi verðbréfavíðskipta sem tekur mið af uppgjörsvenjum á helstu fjármálamörkuðum. Aðgangur erlendra aðila að íslenskum fjármálamarkaði myndi einnig batna mjög ef hægt væri að gera upp viðskipti með helstu innlend skuldabréf og hlutabréf í gegnum alþjóðlega uppgjörsbanka, svo sem Euroclear og Clearstream. Með hliðsjón af hagsmunum innlends fjármálamarkaðar í heild væri heppilegast að fá uppgjörsbanka til að ráða umboðsaðila hér á landi. Til þess að svo megi verða þarf samstillt átak útgefanda innlendra verðbréfa.

Krónan er ennþá almennt notuð sem greiðslueyrir á Íslandi þótt ekkert sé sem banni notkun annarra mynta í viðskiptum einkaðila. Krónan er lögeyrir og allir hafa því rétt til þess að nota krónuna í greiðslum í viðskiptum innanlands. Í lánakerfinu hefur krónan hins vegar verulega látið undan síga og markaðshlutdeild hennar í útlánum kerfisins er komin langleiðina niður í 10%. Algengari eru verðtryggð lán og erlend lán sem eru hvort tveggja með svipaða útbreiðslu. Krónan er hins vegar enn allsráðandi í viðskiptakröfum milli innlendra aðila og því má ætla að í lánsviðskiptum í heild sé markaðshlutdeild krónunnar milli 25% og 30%. Þessi litla markaðshlutdeild krónunnar í lánsviðskiptum markar stjórn peningamála ákveðinn ramma.

## STJÓRN PENINGAMÁLA

Í nýjum lögum um Seðlabanka Íslands nr 36/2001 er gert ráð fyrir því að tiltekið verðbólguþáttur verði útgangspunkturinn í stjórn peningamála. Þannig er markmið bankans að 12 mánaða hækkun vísitölu neysluverðs verði að jafnaði sem næst 2,5% og að því markmiði verði náð eigi síðar en í árslok 2003. Peningastefnunni verður ekki beitt til þess að ná öðrum efnahagslegum markmiðum svo sem jöfnuði í viðskiptum við útlönd eða mikilli atvinnu nema að því marki sem slíkt samrýmist verðbólguþáttur bankans.

Helsta stjórnþætti bankans eru endurhverf viðskipti í því formi að vikulega eru haldin uppboð á 14 daga samningum. Fastverðsuppboð hafa verið reglan til þessa þar sem bankinn hefur fylgt eftir vaxtastefnu sinni. Inngrípum á gjaldeyrismarkaði er einungis beitt telji Seðlabankinn það nauðsynlegt til þess að stuðla að verðbólguþáttur sínu eða ef hann telur að gengissveiflur geti ógnað stöðugleika fjármálakerfisins.

Vaxtastefna Seðlabankans hefur fyrst og fremst áhrif á hagkerfið í gegnum gjaldeyrismarkaðinn og gengi krónunnar en miklu síður beint í gegnum innlendan fjármagnsmarkað. Þetta stafar af því hve markaðshlutdeild krónunnar er lítil í lánakerfinu. Vaxtahækkunar leiða almennt til þess að erlend lán eru tekin til þess að fjármagna innlendar kröfur í krónum og gengi krónunnar hækkar vegna aukins innstreymis erlendra mynta. Með hækkandi gengi beinist eftirspurn í auknum mæli að innflutningi og lægra verð á innfluttum vörum og þjónustu setur ákveðnar skorður við hækkunum á vörum og þjónustu innanlands.

Vaxtahækkunirnar virðast fyrst í stað ekki draga úr heildareftirspurn vegna þess að framboð af lánsfé er að aukast á sama tíma og verð á innfluttum vörum og þjónustu er að lækka. Fyrstu áhrifin eru því aukinn viðskiptahalli. Það er ekki fyrir en herra gengi krónunnar fer að hafa áhrif á framboðshlið hagkerfisins, þ.e. tekjur útflutningsfyrirtækja og annarra fyrirtækja sem eru í mikilli samkeppni við innfluttar vörur og þjónustu fara að minnka og þau að draga saman seglin, að tekjumyndunin í hagkerfinu í heild verður minni og eftirspurnin dregst þá loksins saman. Ennfremur kemur það til að greiðslubyrði vegna lána þyngist samhliða minnkandi tekjum og fólk og fyrirtæki kjósa að lækka skuldir eins og kostur er.

Innstreymi af erlendu lánsfé dregst saman þegar fólk og fyrirtæki vilja fara að lækka skuldir og áhugi á að lána til Íslands minnkar. Þannig fer þá að á ákveðnum tímamarki fer svo gengi krónunnar að lækka þrátt fyrir háa vexti, sem leiðir til herra

verðlags og enn frekari samdráttur verður í eftirspurninni. Lækkandi gengi lækkar líka sjálfkrafa eiginfjárlutföll bankanna og dregur úr útlánagetu þeirra þannig að allt leggst á sömu sveifina. Áður en langt um líður kemst svo á nýtt jafnvægi, þ.á m. í utanríkisviðskiptunum og framboðshliðin í hagkerfinu réttir aftur úr kútnum.

Eftir að jafnvægi hefur náðst fer gengi krónunnar aftur hækkandi og verðlagið verður stöðugt á nýjan leik. Þá er komið aftur svigrúm til þess að lækka vexti og nauðsynlegt að þeir lækki nægilega hratt til þess að gengi krónunnar hækki ekki umfram það sem viðheldur þokkalegu jafnvægi í utanríkisviðskiptunum. Lækki vextirnir of hægt við þessi skilyrði sem leiðir af sér herra gengi en samsvarar jafnvægi í utanríkisviðskiptunum kemur það af stað nýrri hagsveiflu þar sem þrengt er um of að framboðshliðinni í hagkerfinu. Aðalmarkmið Seðlabankans er að halda stöðugu verðlagi en of hröð lækkun í þessari stöðu kallar á nýja gengislækkunarsveiflu og samsvarandi hækkun verðlags.

## HAGSVEIFLAN OG KRÓNAN

Sveiflur á gengi krónunnar eru í raun helsta jafnvægistækið í hagkerfinu við þau skilyrði sem íslenska hagkerfið býr við. Þróun gengisins frá því á árinu 2000 og áhrif þess á efnahagslífið er í raun skólabókardæmi um hvernig vaxtastefna og gengisbreytingar virka til þess að ná jafnvægi og nýjum stöðugleika. Það er þess vegna við því að búast að gengi krónunnar hækki á tímum mikillar umframeftirspurnar í hagkerfinu og lækki þegar umframeftirspurn er ekki til staðar.

Fyrir íslensk fyrirtæki getur þetta oft verið óþægileg staðreynd. Verðstöðugleiki á mikilvægum mörkuðum er til þess fallinn að bæta árangur í rekstri fyrirtækja. Hins vegar er líka nauðsynlegt að jafnvægi náist þegar það fer úrskaiðis og að hagkerfið geti á hverjum tíma aðlagð sig breyttum aðstæðum. Eftir því sem hagkerfið getur hraðar og auðveldar lagað sig að breyttum aðstæðum þeim mun meiri líkur eru til þess að stöðugleiki raskist ekki um of og flest fyrirtæki geti líka lagað sig að þeim sveiflum og breytingum sem ganga yfir.

Fyrirtæki hafa mismikla möguleika til þess að verjast sveiflum og flökki á gengi krónunnar. Það hlýtur þó alltaf að vera auðveldara að aðlagast sveiflum sem eru nokkuð fyrirjáanlegar, s.s. þeim sem verða í gegnum heila hagsveiflu, fremur en skammtímabreytingum sem ekki er þægilegt að vita hvenær og hvernig gerast. Fyrirtæki geta að einhverju leyti valið hvað þau taka mikla gjaldeyrisáhættu bæði til skemmri tíma og lengri tíma.

Þá má búast við því að vextir verði almennt hærri á Íslandi en á svæðum með stærri gjaldmiðla. Lítilli mynt fylgir ákveðið áhættuálag í vöxtum sem ekki verður komist hjá þótt hagstjórn sé almennt eins og best verður á kosið og sveiflur á gengi ekki meiri en hagsveiflan gefur tilefni til. Oft er reiknað með því að vaxtastigið á Íslandi hljóti að verða 1,5% til 2% herra en á stærri myntsvæðum s.s. á evrusvæðinu en því er líka haldið fram að vaxtamunurinn verði jafnvel 3% - 4%.

## RÍKISFJÁRMÁL OG KRÓNAN

Auk stjórnar peningamála er stjórn ríkisfjármála hluti af hagstjórninni. Breytingar á ríkisútgjöldum í hagstjórnarskyni eru ýmsum takmörkunum háðar en almennt séð er vænlegra að stilla útgjöldin í hóflegan farveg til lengri tíma. Ástæðan er fyrst og fremst sú að ríkisútgjöldin eru þess eðlis að þau uppfylla þarfir sem eru flestar mjög stöðugar og fyrirsjáanlegar, s.s. í menntakerfi, heilbrigðiskerfi og almennu velferðarkerfi og almennri stjórnslu. Þessum stóru rekstrarsviðum verður ekki sinnt með árangri eða neinni hagkvæmni ef reksturinn er dreginn saman eða þaninn út með stuttum fyrirvara í hagstjórnarskyni. Hins vegar er nauðsynlegt að umfang rekstrarins og skipulag hans til lengri tíma sé í góðu samhengi við skynsamlega skattheimtu á fólk og fyrirtæki. Hagræðingaræðgerðir og aðhald þurfa líka að vera samfelld fyrirbæri í ríkisbúskapnum til þess að honum sé vel stjórnað.

Þegar upp er staðið er helst til ráða á útgjaldasviði ríkissjóðs að draga saman eða auka framkvæmdir eftir því hvernig stendur á með hagsveifluna. Möguleikinn á því sviði er einnig stundum takmarkaður vegna langtímasjónarmiða og útboðssamninga. Bent hefur verið á nauðsyn þess að skipuleggja framkvæmdir með skýrri forgangsröðun fram í tímann og jafnframt með mati á því hvaða framkvæmdum er skynsamlegast að seinka eða flýta eftir stöðu hagsveiflunnar. Á móti slíkri framkvæmdaáætlun gæti staðið sérstakur framkvæmdasjóður á vegum ríkisins sem safnaði fé í uppsveiflu en ráðstafaði því til aukinna framkvæmda í niðursveiflu. Ennfremur eru ýmsir útgjaldaliðir ríkisins sjálfvirkt tengdir hagsveiflunni eins og atvinnuleysisbætur og ábyrgðargreiðslur á launum.

Á undanförunum árum hefur hlutfall samneyslu af landsframleiðslunni farið vaxandi og er nú um og yfir 24% en það var undir 22% um miðjan síðasta áratug. Æskilegt er að lækka hlutfall samneyslunnar til lengri tíma þannig að það fari a.m.k. aftur niður fyrir 22% á næstu árum og að langtíamarkmið verði að hlutfallið sé um 20%. Slík lækkun samneysluhlutfallsins gefur ríkissjóði betra svigrúm til lengri tíma til að dempa áhrif hagsveiflna.

Hagstjórnarhlutverk ríkissjóðs er að mörgu leyti stærra á tekjuhliðinni. Að stærstum hluta gerist það sjálfkrafa vegna þess að það er innbyggt í skattkerfið. Þegar tekjur almennings hækka skilar það ríkissjóði strax verulegri tekjuaukningu í gegnum tekjuskatt einstaklinga og sama gildir þegar tekjur fyrirtækja aukast. Ennfremur færir fólk sig yfir í dýrari vörur eða þjónustu þegar vel árar og óbeinu skattarnir skila þá líka auknum tekjum í ríkissjóð. Þegar mikið tekjuinnstreymi er í ríkissjóð er helsta viðfangsefnið að tryggja að það leiði ekki af sér minni aga á útgjaldahliðinni heldur skili sér beint í aukinn afgang eða minni halla.

Skattabreytingar, þ.e. hækkan eða lækkan á hlutföllum og aðrar kerfisbreytingar, hafa ennfremur oft komið til umræðu við hagstjórnaraðgerðir. Yfirleitt hefur þó verið mikil tregða til þess að hækka eða lækka skatta í hagstjórnarskyni. Skattabreytingar hafa mjög víðtæk áhrif á gangverk hagkerfisins, bæði á framboðshliðinni og eftirspurnarhliðinni og almennt gildir að æskilegast er að hafa skattkerfið sem stöðugast að þessu leyti. Skattkerfið er sífellt að breytast vegna aðlögunar að breyttum tímum og nýjum aðstæðum og mörgum þykir nóg um röskun vegna þeirra breytinga. Það er því nokkur vandi að breyta skattkerfinu sérstaklega í hagstjórnarskyni. Skattabreytingar af þessum toga hljóta þó alltaf að vera inni í

myndinni sérstaklega ef umframeftirspurnin í hagkerfinu er mjög mikil eða ef verið er að glíma við mikinn samdrátt.

Flestir telja raunar að raunsætt sé að stefna að mun meiri árangri við stjórn ríkisfjármála til sveiflujöfnunar en náðst hefur hingað til, enda er líklegt að með fækkun gjaldmiðla í heiminum og framhaldi alþjóðavæðingar minnki áhrifamáttur peningamálastjórnunar í litlum opnum hagkerfum. Fram hafa komið hugmyndir um hvernig megi auka skilvirkni ríkisfjármála sem hagstjórnartækis og á sama tíma draga úr óvissu við stjórn þeirra. Nýlegar tillögur sænskrar sérfræðinganeftndar er dæmi um hugmyndir af þessu tagi. Í sama streng er tekið í skýrslu utanríkisráðherra um hnattvæðingu frá því í maí sl. Megináherslan er lögð á innbyggða sveiflujafnara sérstaklega á tekjuhliðinni, en einnig að nokkru leyti á úgjaldahliðinni.

Möguleikar ríkisins til handstýrðra (discretionary) hagstjórnaraðgerða virðast tiltölulega rýrir á útgjaldahlið og tekjuhlið en hins vegar eru að opnast verulegir möguleikar til slíkra aðgerða með virkri stýringu á eigna- og skuldafni ríkisins með það að markmiði að hafa áhrif á gjaldeyrismarkaðnum til sveiflujöfnunar. Við slíka virka stýringu er hins vegar rétt að hafa langtímasjónarmið í huga og miða aðgerðir og breytingar við hagsveifluna í heild en ríkið ætti ekki að taka að sér að jafna skammtímasveiflur nema að takmörkuðu leyti.

## **VIRKJANIR, ÁLVER OG KRÓNAN**

Nú eru samningaviðræður og undirbúningur vegna álvers- og virkjanaframkvæmda á góðum skriði og innan fárra mánaða verður ljóst hvort verður af framkvæmdum vegna stækkunar Norðuráls og byggingar álvers við Reyðarfjörð. Umfang framkvæmdanna mun hafa mikil efnahagsleg áhrif verði þessi áform að veruleika. Eðlilega hafa orðið umræður um mótvægisáðgerðir vegna þeirra og Seðlabankinn gaf á sínum tíma út það álit að nauðsynlegt væri að hækka stýrivexti um 2% ef Reyðarálsverkefnið yrði að veruleika.

Búast má við því að hækkun á gengi krónunnar verði eins konar sjálfvirkt mótvægistæki við væntanlegar stóriðjuframkvæmdir og að sú aðlögun fari fram á forsendum markaðarins sjálfs. Ástæðan er að framkvæmdunum fylgir mikið innstreymi erlends fjármagns sem er alveg óháð vaxtastefnu Seðlabankans. Þetta hlýtur að leiða til hækkunar á gengi krónunnar sem hefur þegar frá líður áhrif á tekjumyndun í útflutningsfyrirtækjum og þeim fyrirtækjum sem eru í mestri samkeppni við innfluttar vörur og þjónustu.

Þörfin á vaxtahækkun fer fyrst og fremst eftir því hvar hið nýja jafnvægi á gjaldeyrismarkaðnum verður og hvort nauðsynlegt verður að hækka vextina til að knýja fram enn meiri gengishækkun en gerist af sjálfu sér. Hvert hið nýja jafnvægi verður veltur öðru fremur á tveimur atriðum, annars vegar mótvægisáðgerðum í ríkisfjármálum en þó e. t. v. ekki síður aðgerðum á vinnumarkaði. Þannig getur innflutningur sérhæfðs vinnuafls á meðan framkvæmdum stendur komið að nokkru leyti í stað vaxtahækkana. Athugunarefni er hvernig megi stuðla að því að vel takist í þessu efni. Framkvæmdirnar og innstreymi fjármagns hafa í för með sér aukna eftirspurn eftir vörum og þjónustu og á vinnumarkaðnum sem að öðru jöfnu hækkar

verðlag og laun. Hlutverk mótvægisáðgerðanna er að draga úr eftirspurn á öðrum sviðum hagkerfisins eða auka framboð af vinnuafli til þess að varðveita verðstöðugleikann eftir því sem kostur er.

Þá þarf ríkið sérstaklega að huga að því hvernig það á að breyta samsetningu eigna og skulda á þessum tíma. Sérstök áhersla á að greiða niður erlend lán og eignamyndun í erlendum myntum til þess að auka eftirspurn eftir gjaldeyri á gjaldeyrismarkaðnum á móti því innstreymi sem verður vegna framkvæmdanna getur að einhverju leyti dregið úr hækkun gengisins. Beiting tækja af þessum toga er vissulega vandasöm því að hin efnahagslega þýðing gengishækkunar við þessi skilyrði er að framkalla jafnvægi í hagkerfinu með því að draga úr tekjumyndun á öðrum sviðum á móti þeirri tekjumyndun sem innstreymi gjaldeyris vegna framkvæmdanna skapar. Jafnan þarf að hafa í huga áhrif aðgerða bæði á eftirspurnarhlið og framboðshlið hagkerfisins. Ennfremur verður að hafa í huga að þegar nýtt álver hefur starfsemi kallar það fram einhverja hækkun á jafnvægisgengi krónunnar miðað við það sem er við núverandi skilyrði þegar hvorki eru hafnar framkvæmdir né rekstur kominn af stað.

## **GJALDEYRISMARKAÐURINN OG KRÓNAN**

Virkur gjaldeyrismarkaður hefur verið að þróast á Íslandi á undanförunum 10 árum. Miklar breytingar hafa orðið á þessum tíma á almennum viðhorfum til gjaldeyrisviðskipta í heiminum og fáum dettur í hug að hægt sé að búa við annað fyrirkomulag en að mikilvægustu myntirnar í heiminum fljóti hver gagnvart annarri. Fastgengisstefna hefur almennt verið á undanhaldi en meiri áhersla er lögð á annað hvort að sameina myntir, s.s. gerðist í Evrópusambandinu með evrunni, eða leyfa þeim alveg að fljóta. Þessi þróun hefur gerst á nokkrum tíma en hér á landi hafa breyttust vikmörk á gengi krónunnar á gjaldeyrismarkaði í áföngum þangað til flotið var tekið upp í mars 2001.

Helsta áhyggjuefnið nú varðandi þróun gjaldeyrismarkaðarins hér á landi er hversu þunnur markaðurinn er. Heildarvelta á markaðnum var í fyrra um 3100 milljarðar kr. en veltan í viðskiptum með útflutning og innflutning vöru og þjónustu er rúmir 600 milljarðar kr. Á virkari gjaldeyrismörkuðum er veltan vegna fjármagnshreyfinga miklu meiri. Vegna þess hversu lítill markaðurinn er þarf oft ekki mikið til þess að hreyfa hann umtalsvert og aðilar sem vilja kaupa og selja stórar upphæðir lenda oft í nokkrum erfiðleikum vegna þessa. Vegna smæðarinnar geta skammtímasveiflur orðið töluverðar og erfitt að spá um á hvaða leið gengið er hverju sinni.

Leita þarf leiða til þess að gera markaðinn virkari. Þar vaknar spurning um hvort Seðlabankinn eigi að vera meira inni á markaðnum við þessar aðstæður. Segja má að það sé heppilegra fyrir stöðugleika fjármálakerfisins að Seðlabankinn hjálpi til við að jafna sveiflur vegna stórra viðskipta. Slíkt getur gerst með sérstökum samningum milli bankans og viðskiptavaka og æskilegt er að reyna að þróa þá leið. Þá þarf jafnframt að huga að lánastefnu ríkisins í þessu sambandi. Að svo miklu leyti sem ríkið beitir handstýrðum aðgerðum vegna skammtímasveiflna ætti það einmitt að ganga til mótvægis við einstök stór fyrirsjáanleg viðskipti annarra aðila til þess að jafna slíkar sveiflur.

## NIÐURSTÖÐUR OG ÁBENDINGAR

Gengi íslensku krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum og breytingar á því gegna nú stærra hlutverki en áður til þess að skapa jafnvægi í hagkerfinu. Þetta er bæði vegna aukinnar alþjóðavæðingar hagkerfisins og vegna þess að markaðshlutdeild krónunnar í lánakerfinu er tiltölulega lág. Vaxtabreytingar Seðlabankans hafa þegar upp er staðið mest áhrif með óbeinum hætti í gegnum gjaldeyrismarkaðinn og áhrif gengisbreytinga á framboðshliðina og tekjumyndun í hagkerfinu.

Seðlabankinn heldur gengi krónunnar nú óþarflega háu með vaxtastefnu sinni ekki síst í ljósi þess að verðbólga er á hraðri niðurleið og verðbólguþáttur bankans virðast ætla að nást mun fyrr en hann gerði ráð fyrir. Vextir þyrftu að lækka sérstaklega í ljósi þess að bankinn þarf að hafa nægilegt svigrúm fari framkvæmdir vegna nýrra virkjana og álvera í gang á næstu mánuðum. Of háir vextir og of hátt gengi þröngja að framboðshliðinni í hagkerfinu og tekjumyndun sem getur aukið á hagstjórnarvandann ef og þegar þessar framkvæmdir verða að veruleika.

Íslensk fyrirtæki þurfa að aðlaga sig sem best að þeim sveiflum sem eru fyrirsjáanlegar á gengi krónunnar og finna þá samsetningu peningalegra eigna og skulda sem hagkvæmust er fyrir þau. Þau geta reiknað með því að vaxtastigið á Íslandi verði almennt 1,5% - 2,0% hærra en á evrusvæðinu sem gerir tryggingar gegn ófyrirsjáanlegum sveiflum til skemmri tíma alltaf nokkuð dýrar en engu að síður eru slíkar tryggingar hagkvæmar að vissu marki.

Hlutverk ríkisins í hagstjórninni er fyrst og fremst að gæta langtímasjónarmiða í útgjöldum og skattkerfi. Brýnt er að skattkerfið hafi virkt innbyggt mótvægi vegna hagsveiflna og útgjalda- og tekjustig ríkissjóðs til lengri tíma taki mið af hóflegu umfangi ríkisins og nauðsynlegum þjóðhagslegum sparnaði. Slíkir sjálfvirkir sveiflujafnarar geta náð langt til jöfnunar ef afkoma ríkissjóðs yfir hagsveifluna er miðuð við viðunandi sparnað. Einnig er verðugt viðfangsefni að skoða hvernig ná má frekari árangri til sveiflujöfnunar með stjórn ríkisfjármála. Breytingar á samsetningu eigna og skulda geta verið hluti af aðgerðum til þess að hamla gegn hækkun eða lækkun gengis umfram það sem efnahagslegar forsendur réttlæta.

Löggjöf og reglur þurfa að gera samkeppni milli gjaldmiðla eins virka og unnt er fyrir íslensk fyrirtæki, þannig að þau búi í raun við fjölmyntakerfi. Það er til að mynda mikilvægt fyrir vaxandi alþjóðleg fyrirtæki hér á landi, s. s. Össur, SÍF, Marel o. fl. að viðskipti og uppgjör með hlutabréf geti farið fram í viðkomandi mynt.

Gera þarf gjaldeyrismarkaðinn eins virkan og mögulegt er. Bent er á nauðsyn þess að breyta uppgjörreglum í verðbréfavíðskiptum og aðlaga þær að því sem tíðkast erlendis, opna fjármagnsmarkaðinn enn frekar og að mögulegt verði að gera viðskipti með helstu innlend skuldabréf og hlutabréf upp í gegnum alþjóðlega uppgjörsbanka (Euroclear/Clearstream). Í þessu skyni er líklega heppilegast að fá slíkan uppgjörsbanka til að ráða umboðsaðila hér á landi.

Gera þarf gjaldeyrismarkaðinn dýpri og virkari. Seðlabankinn þarf að styðja betur við viðskiptavaka á markaðnum og æskilegt er að fá erlendan banka til þess að taka að sér viðskiptavakt við hlið innlendra aðila. Bæta þarf upplýsingagjöf Seðlabankans, m.a. um hvernig framvirkar stöður í bönkum liggja.

Ríkið verður að gera sitt til þess að auka fjölbreytni á skuldabréfamarkaði, t.d. með framboði af skuldabréfum í krónum. Ennfremur þarf ríkið að taka tillit til þess hvaða áhrif þátttaka þess á fjármangsmarkaðnum hefur á vaxtamynstrið í heild sinni. Þá þarf ríkið að huga vel að skiptingu lánsfjáröflunar sinnar milli innlendrar og erlendrar lántöku á hverjum tíma. Til að mynda gæti komið til álita að láta endurgreiðslu erlendra lána ríkisins hafa forgang á framkvæmdatíma nýs álvers til að sporna nokkuð við miklu streymi erlends einkafjármagns til landsins.

UMSJÓN MEÐ VINNSLU ÞESSARAR GREINARGERÐAR HAFÐI VILHJÁLMUR EGILSSON, FRAMKVÆMDASTJÓRI VERSLUNARRÁÐS ÍSLANDS.

FJÖLMARGIR AÐRIR KOMU MEÐ ÁBENDINGAR OG ATHUGASEMDIR VIÐ UNDIRBÚNING GREINARGERÐARINNAR EN Í ÞVÍ FELST EKKI AÐ EINSTAKAR SKOÐANIR EÐA ÁLYKTANIR SEM SETTAR ERU FRAM SÉU ENDILEGA Í SAMRÆMI VIÐ SJÓNARMÍÐ ÞEIRRA. LÍFLEG SKOÐANASKIPTI URÐU VIÐ SAMNINGU GREINARGERÐARINNAR OG HÚN VERÐUR AÐ SKOÐAST SEM INNLEGG Í MÁLIÐ EN EKKI SEM ENDANLEGUR DÓMUR. ÞÁ MÁ GETA ÞESS AÐ TIL VIÐBÓTAR FENGU ALLNOKKRIR FULLTRÚAR AÐILDARFYRIRTÆKJA Í VERSLUNARRÁÐI DRÖG AÐ GREINARGERÐinni TIL UMSAGNAR EN GERÐU EKKI ATHUGASEMDIR.

Athugasemdir og ábendingar bárust frá eftirtöldum:

Almar Guðmundsson, Íslandsbanka hf.  
Ásbjörn Þorleifsson, Landsvirkjun  
Bergþór Konráðsson, Sindra-Stáli hf.  
Birgir Ármannsson, Verslunarráði Íslands  
Edda Rós Karlsdóttir, Búnaðarbanka Íslands hf.  
Gísli Vagn Jónsson, Rydenskaffi hf.  
Hörður Arnarson, Marel hf.  
Ingólfur Bender, Íslandsbanka hf.  
Ingvar J. Karlsson, Karli K. Karlssyni hf.  
Jóhann J. Ólafsson, Jóhanni Ólafssyni & Co ehf.  
Kristján Gunnarsson, Landsvirkjun  
Ólafur Frímann Gunnarsson, Kaupþingi hf.  
Páll Harðarson, Kauphöll Íslands hf.  
Samúel Guðmundsson, Olíuverslun Íslands hf.  
Sigurður Atli Jónsson, Landsbanka Íslands hf.  
Tryggvi Tryggvason, Landsbanka Íslands hf.  
Þórður Friðjónsson, Kauphöll Íslands hf.