

1. júlí 2000

Horfur varðandi gengi krónunnar

Jón Steinsson

Undanfarnar vikur hafa orðið talsverðar hræringar á millibankamarkaði með íslensku krónuna. Gengi krónunnar hefur veikst og sveiflur í gengi hennar hafa aukist. Á sama tíma hefur magn viðskipta margfaldast sem virðist hafa vakið menn til umhugsunar um þá hættu sem getur fylgt frjálsum fjármagnsflutningum. Seðlabankinn hækkaði vexti 16. júní í þeim tilgangi að styrkja gengi krónunnar. Áhrifin af þessari vaxtahækkun ollu hins vegar vonbrigðum og krónan var orðin jafn veik og fyrir hækkunina á fjórða viðskiptadegi eftir að hækkunin átti sér stað. Þegar krónan tók síðan að veikjast enn frekar ákvað Seðlabankinn að grípa inn í markaðinn og kaupa krónur í nokkru magni.

Þessir atburðir á gjaldeyrismarkaði fylgja í kjölfarið á fréttum af minni heildarafla á næsta ári sem samkvæmt Þjóðhagsstofnun mun leiða til þess að hagvöxtur dregst saman hér á landi á meðan viðskiptahallinn helst hár. Einnig hefur komið í ljós á síðustu vikum og mánuðum að stjórnvöldum gengur erfiðlega að ráða niðurlögum þeirrar verðbólgu sem gaus upp hér á landi á síðari hluta ársins 1999.

Bjartsýni manna hefur minnkað verulega. Ekki er laust við að nokkurs ótta gæti um framhaldið. Margir eru farnir að velta þeim möguleika fyrir sér alvarlegar en áður að gengi krónunnar gæti lækkað verulega. Slík lækkun, ef hún reynist viðvarandi, myndi leiða til þess að verðbólga ykist. Auk þess hefði lægra gengi krónunnar það í för með sér að erlendar skuldir þjóðarbúsins og greiðslubyrðin sem þeim fylgir hækkaði. Vafalaust hefði veruleg lækkun gengis einnig áhrif á lánshæfismat Íslands.

En hvað er eiginlega hæft í slíkri svartsýni? Óvissan sem skapast hefur við atburðarás síðustu vikna hefur eflaust leitt til þess að margir vita ekki hvers þeir eiga að vænta um framhaldið. Margir fletir eru á jafn flóknu máli og þessu. Í þessari grein ætla ég að benda á fjögur atriði sem sérstaklega mikilvægt er að hafa í huga þegar menn velta fyrir sér framvindu mála á næstunni.

Langtíma jafnvægisgengi krónunnar

Hagfræðin búa því miður ekki yfir nákvæmum og áreiðanlegum aðferðum til þess að ákvarða langtíma jafnvægisgengi krónunnar. Þó gefur söguleg þróun raungengis sterka vísbendingu um langtíma jafnvægisgengi.

Gengi krónunnar var síðast fellt um mitt ár 1993. Á þeim tíma ríkti svartsýni varðandi efnahagshorfur á Íslandi. Hagvöxtur hafði verið nær enginn á árunum 1988-1991 og árið 1992 dróst landsframleiðsla verulega saman í kjölfar mikils niðurskurðar á þorskkvóta. Á þessum árum voru flest sjávarútvegsfyrirtæki rekin með halla og árið 1992 kom upp alvarlegur vandi innan bankakerfisins þegar mörg fyrirtæki lentu í erfiðleikum með að greiða af lánum sínum. Raungengi¹ krónunnar hafði haldist nálægt hundraði á árunum fyrir 1993 en við gengisfellinguna 1993 lækkaði það um 10%.

¹ Hér og annars staðar í þessari grein er raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag.

Á árunum eftir 1993 horfði flest til betri vegar í íslensku efnahagslífi. Hagvöxtur jókst, atvinnuleysi minnkaði og ekki leið á löngu þar til allt tal um kreppu var fyrir búi. Fljótlega taldist aðal óvinurinn vera þensla sem grafið gæti undan stöðugleikanum sem þá ríkti í íslensku efnahagslífi. Raungengið hélst á þessum árum nálægt 90.

Árið 1998 var þenslan orðin augljós. Eftir á að hyggja virðast það hafa verið mistök hjá stjórnvöldum að hækka ekki vexti nægilega mikið til þess að lækkun raungengis frá því á árinu 1993 gengi að einhverju leyti til baka. Þetta var því miður ekki gert. Það var síðan um mitt ár 1999 að verðbólga tók að grafa um sig í hagkerfinu.

Reynsla síðustu tíu ára hér á Íslandi virðist því benda til þess að langtíma jafnvægis-raungengi krónunnar, þ.e. það raungengi sem samrýmist hámarks hagvexti án verðbólgu til langs tíma, sé einhvers staðar milli 90 og 100. Undanfarin misseri hefur ríkt talsvert meiri verðbólga á Íslandi en erlendis. Það hefur leitt til þess að raungengi krónunnar hefur hækkað hratt. Raungengið fór upp fyrir 95 í september 1999 og var komið yfir 100 áður en krónan fór að lækka í byrjun júní. Veiking krónunnar í júní og júlí hefur snúið þessari þróun við. Krónan hefur veikst um rýflega 4% síðan í byrjun júní. Raungengi krónunnar er því u.þ.b. 96 nú. Í byrjun júní má því segja að gengi krónunnar hafi verið orðið nokkuð hátt. Veikingin í júní hefur hins vegar farið langt með að rétta gengið.

Viðskiptahallinn

Annað teikn sem oft er notað til þess að meta jafnvægisgengi myntar er þróun viðskiptajafnaðar. Á undanförunum árum hefur ríkt talsverður viðskiptahalli á Íslandi. Margir hafa talið þetta vera merki um það að gengi krónunnar væri of hátt. Svo þarf hins vegar ekki að vera.

Tvær megin ástæður liggja að baki þeim viðskiptahalla sem við búum við í dag og hvorug þeirra bendir til þess að gengi krónunnar sé of hátt. Í fyrsta lagi er stór hluti viðskiptahallans ekki kerfisbundinn halli heldur er hann til kominn vegna þenslunnar sem nú ríkir á Íslandi. Þegar stjórnvöldum tekst að hægja á hagkerfinu mun þessi hluti viðskiptahallans hverfa af sjálfu sér.

Sá hluti viðskiptahallans sem ekki skýrist af þenslu er til kominn vegna mjög sérstakra aðstæðna sem nú ríkja á Íslandi. Þessar sérstöku aðstæður gera það að verkum að það er í rauninni eðlilegt að við Íslendingar séum að eyða meiru en við öflum einmitt nú. Fyrir þessu eru nokkrar ástæður. Síðastliðin sex ár hafa verið tími uppgangs í íslensku efnahagslífi. Þessum uppgangi hefur fylgt bjartsýni um að hagvöxtur og hagsæld muni halda áfram að aukast hér í framtíðinni. Íslenska hagkerfið er að losna undan viðjum gamalla sjónarmiða um forsjárhyggju, höft og ríkisafskipti. Það er því raunhæft að hagkerfið geti vaxið hratt og vel í nokkuð langan tíma. Væntingar um hraðan vöxt hagkerfisins skapa síðan væntingar á meðal einstaklinga um hraðan vöxt ráðstöfunartekna. Við slíkar aðstæður er eðlilegt að einstaklingar kjósi að eyða einhverjum hluta af væntum framtíðartekjum sínum fyrirfram í því skyni að jafna neyslu sína yfir tíma. Ef stór hluti þjóðarinnar ákveður að haga neyslu sinni á þennan hátt hefur það í för með sér að þjóðin í heild eyðir meiru en hún aflar um tíma. Þetta er það sem er að eiga sér stað á Íslandi í dag.

Um sama leyti og aukinnar bjartsýni fór að gæta hér á landi voru fjármagnsflutningar til og frá landinu gefnir frjálsir. Slíkt frelsi er forsenda þess að þjóðin í heild geti eytt meiru en hún aflar á einum tíma og aflað meiru en hún eyðir á öðrum. Áður fyrr hafði bankakerfið einungis tök á því að lána einum innlendum aðila sparnað annars. Eins og fyrr segir hafa aðstæður verið þannig hér á landi á undanförunum árum að eðlilegt er að þjóðin eyði meiru en hún aflar. Bæði kemur þetta til vegna væntinga þjóðarinnar um aukna velmegun í framtíðinni en einnig vegna aldurssamsetningar þjóðarinnar. Íslendingar eru ung þjóð og eðlilegt er að ungt fólk eyði meiru en það aflar á meðan það fjárfestir í menntun og starfsreynslu.

Er hætta á alvöru spákaupmennskuárás?

Auðvitað er alltaf einhver hætta á því að gjaldmiðill sem ekki er varinn með ströngum hömlum á fjármagnsflutninga verði fyrir spákaupmennskuárás. Íslensku krónunni er að því leyti meira hætt við slíkum árásum að Ísland er lítið myntsvæði og þess vegna þarf ekki mikið fjármagn á alþjóðlegan mælikvarða til þess að ráðast á krónuna. Það hefur hins vegar sýnt sig á síðustu árum og áratugum að ólíklegt er að mynt verði fyrir slíkri árás nema að seðlabanki myntsvæðisins reyni að halda gengi myntarinnar föstu langt frá sínu jafnvægisgengi.

Ýmislegt getur gert það að verkum að slíkt ástand komi upp. Ef gjaldmiðill lands er festur við myntkörfu sem ekki endurspeglar utanríkisviðskipti landsins getur það gerst að gengi gjaldmiðilsins skekkist. Þetta átti sér meðal annars stað í aðdraganda Asíukreppunnar 1997. Mörg af þeim löndum sem verst voru leikin af spákaupmönnnum þá höfðu fest gengi gjaldmiðla sinna við dollar á meðan stærstur hluti utanríkisverslunar þeirra var við Japan og önnur Asíulönd. Síðustu átján mánuðina áður en kreppan skall á veiktist japanska jenið um 50% gagnvart dollar. Þetta gerði það að verkum að gengi gjaldmiðla sem festir voru við dollar skekkist verulega gagnvart jeninu sem aftur hafði alvarlegar afleiðingar á samkeppnishæfni fyrirtækja í þessum löndum. Við Íslendingar búum ekki við slíka hættu þar sem Seðlabanki Íslands miðar gengi krónunnar við myntkörfu sem endurspeglar utanríkisviðskipti þjóðarinnar mjög vel.

Það getur einnig gerst að jafnvægisgengi gjaldmiðils færist skarpt til. Slíkt gerist hins vegar aðeins við alvarleg efnahagsleg áföll. Algengustu dæmin um áföll af þessu tagi eru annars vegar bankakreppur og hins vegar verulegar breytingar á útflutningstekjum frá náttúruauðlindum (aflabrestur, verðfall á heimsförkuðum, fundur olíu eða annað í þeim dúr). Bankakreppur áttu til dæmis stóran þátt í Asíukreppunni. Bankakreppa var einnig undanfari árásar á sænsku krónuna fyrr á þessum áratug. Hér á Íslandi er engin bankakreppa og ekkert útlit fyrir að bankakreppa sé í nánd. Fréttir af minni heildarafla á næsta fiskveiðiári ollu hins vegar vonbrigðum nýlega. En fráleitt er að segja að þær fréttir hafi veruleg áhrif á jafnvægisgengi krónunnar.

Af því sem hér hefur verið skrifað sést að veigamikil hagfræðileg rök hníga að því að gengi krónunnar sé nokkurn veginn rétt eins og það er í dag. Enn fremur er ólíklegt að spákaupmenn freistist til þess að gera árás á hana. Það þýðir hins vegar ekki að allt sé í besta lagi varðandi íslenskt efnahagslíf. Á Íslandi ríkir mikil þensla sem leitt hefur til aukinnar verðbólgu. Við þessu verða stjórnvöld að bregðast mun alvarlegar en þau hafa gert á síðustu misserum.

Verðbólga og fast gengi

Rót þess efnahagsvanda sem við Íslendingar búum við í dag er ofþensla. Allt of margir hafa gert lítið úr verðbólgu síðustu missera með því að segja að hún eigi að stærstum hluta rætur sínar að rekja til bensínverðshækkana og hækkana á húsnæðisverði. Það er rétt að þessir liðir hafa hækkað mikið. En aðrir liðir hafa einnig hækkað mikið á síðustu tólf mánuðum s.s opinber þjónusta um 5,6%, önnur þjónusta um 5,5%, grænmeti um 8,1%, aðrar innlendar matar- og drykkjarvörur um 6,9%, innfluttar matar- og drykkjarvörur um 5,2%. Það sem meira er, þá er alvarlegt mál að húsnæði sé að hækka eins mikið og raunin er. Hækkanir húsnæðisverðs stafa að stórum hluta af þenslunni og því er óeðlilegt að gera lítið úr þeim.

Eitt af því sem virðist hafa gleymst í umræðum um efnahagsmál á Íslandi að undanförmu er að verðbólga sem er hærri en verðbólga erlendis er ósamrýmanleg föstu gengi til lengri tíma. Þetta stafar af því að slíkt ástand skekkir raungengið. Ástæða þess að raungengið hækkaði úr 90 í byrjun árs 1999 í 100 í maí síðastliðinn var mest megnis sú að verðbólga hér heima var mun meiri en erlendis á þessum tíma. Ef verðbólga helst há gerist það annað hvort að raungengið heldur áfram að skekkjast eða að nafngengið heldur áfram að síga eins og það hefur verið að gera á síðustu vikum.

Hver eru rétt viðbrögð stjórnvalda?

Því miður eru engar auðveldar leiðir til þess að ná niður verðbólgu. Slíkt verður aðeins gert með því að draga verulega úr eftirspurn. Ferli sem einatt hefur í för með sér að þjóðarframleiðsla dregst tímabundið saman og atvinnuleysi eykst. Best hefði verið ef stjórnvöld hefðu gripið í taumana á miðju ári 1998 þegar fyrst varð vart við verulega þenslu. Ef það hefði verið gert hefði verið hægt að ná mjúkri lendingu, þ.e. hægja á hagkerfinu án verulegra aukaverkana. Slíkt var því miður ekki gert og nú verður ekki hjá því komist að stjórnvöld búi til tímabundinn efnahagssamdrátt til þess að brjóta verðbólguna á bak aftur. Þeim mun lengur sem stjórnvöld stinga höfðinu í sandinn þeim mun erfiðara verður að ná tökum á hagkerfinu á ný.

Stjórnvöld hafa tvö stjórnþæki sem þau geta notað til þess að draga úr eftirspurn. Annars vegar geta þau hækkað stýrivexti Seðlabankans og hins vegar aukið aðhald í ríkisfjármálum. Á síðustu misserum hefur því verið haldið fram að Seðlabanki Íslands fylgdi aðhaldssamri peningamálastefnu. Þessi skoðun hefur verið rökstudd með vísan í þær fjölmörgu vaxtahækkanir sem bankinn hefur staðið fyrir síðan um mitt ár 1998. Þessi rökstuðningur missir hins vegar að nokkru leyti marks. Ástæða þess er sú að nafnvextir eru ekki góður mælikvarði á aðhaldssemi peningamálastefnu Seðlabankans. Mun betri mælikvarði fæst með því að líta á raunvexti. Hækkun á raunvöxtum hefur í för með sér raunverulega hækkun á aðhaldssemi peningamálastefnunar. Stýrivextir Seðlabanka Íslands voru 7,2% um mitt ár 1998 en eru nú 10,6%. Þetta er hækkun upp á 3,4%. Á meðan hefur verðbólga hækkað úr 1,5% í 5,5% eða um 4,0%. Raunvextir hafa því lækkað um 0,6% á þessu tímabili. Á þennan mælikvarða hefur því orðið slökun á peningamálastefnu Seðlabankans á síðustu misserum ólíkt því sem bankinn hefur haldið fram.

Annar mælikvarði á aðhaldssemi peningamálastefnunnar er raungengið. Hærra raungengi felur einnig í sér raunverulega hækkun á aðhaldssemi peningamála-

stefnunnar. Í byrjun júní hafði raungengi krónunnar hækkað um 9,7% á tólf mánuðum. Á þennan mælikvarða er því rétt að Seðlabankinn hefur staðið fyrir auknu aðhaldi. Veiking krónunnar á síðustu vikum hefur hins vegar dregið nokkuð úr þessu aðhaldi. Þar að auki er ljóst að aðhaldið var ekki nægilega mikið.

Hækkandi verðbólga er skýrt merki um að peningamálastefna Seðlabankans sé ekki nægilega aðhaldssöm. Við slíkar aðstæður er nauðsynlegt að Seðlabankinn hækki vexti nægilega mikið til þess að raunvextir hækki og til þess að raungengi haldist nokkuð fyrir ofan jafnvægisgengi sitt. Til þess að ná fram nægilega aðhaldssamri stefnu til þess að lækka verðbólgu aftur niður í 2% er nauðsynlegt að stýrivextir Seðlabankans verði hækkaðir umtalsvert meira en nú þegar hefur verið gert, ef til vill um 2,5-3%.

Við þær aðstæður sem nú ríkja er mikilvægt að stjórnvöld noti til hins ítrasta bæði stjórnþæki sín til þess að draga úr eftirspurn. Stjórnvöld hafa raunar einnig haldið því fram á síðustu misserum að þau hafi fylgt aðhaldssamri stefnu í ríkisfjármálum. Það er vissulega rétt að mikil umskipti hafa orðið á síðustu árum hvað ríkisfjármál varðar. Stærstur hluti þessara umskipta er hins vegar ekki kerfisbundinn bati heldur bati sem er tilkominn vegna þeirrar þenslu sem nú ríkir á Íslandi. Niðurstaða ársskýrslu Seðlabanka Íslands frá því í vor varðandi ríkisfjármál var að “miðað við þá ofþenslu sem einkenndi árið 1999 veitti rekstur hins opinbera því ekki nægilegt aðhald.” Þess má geta að ársskýrsla Seðlabankans var unnin áður en stjórnvöld ákváðu að leggjast í stóraukin útgjöld bæði til vegamála og til velferðarmála. Við þær aðstæður sem nú ríkja eru aukin útgjöld af þessu tagi algjört ábyrgðarleysi. Nauðsynlegt er að sem stærstum hluta af útgjöldum ríkissins sé slegið á frest og ríkissjóður rekinn með stórauknum afgangi þar til tekist hefur að koma böndum á innlenda eftirspurn.

Það er engum blöðum um það að fletta að hagstjórn á Íslandi hefur tekið algjörum stakkaskiptum á síðasta áratug. Stjórnþækjum ríkisvaldsins hefur verið beitt í auknum mæli til þess að verja og viðhalda þeim stöðugleika sem einkennt hefur íslenskt efnahagslíf síðan í byrjun áratugarins. Sannleikurinn er hins vegar sá að góð efnahagsstjórn er tiltölulega auðveld frá pólitísku sjónarmiði þegar góðari ríkir og verðbólga lætur ekki á sér kræla. Það er þegar eitthvað fer úrskeiðis eins og nú hefur gerst sem fyrst reynir á hvort stjórnvöld eru tilbúin að taka erfiðar en nauðsynlegar ákvarðanir um stóraukið aðhald og láta þar með langtímasjónarmið ráða ferðinni við stjórn efnahagsmála. Það hefur aldrei gerst á Íslandi að stjórnvöld hafi á góðæristíma búið til tímabundinn samdrátt í þjóðarframleiðslu til þess að viðhalda stöðugleikanum. Slíkar aðgerðir eru hins vegar nauðsynlegar við þær aðstæður sem við nú búum við. Hvort stjórnvöld hafa kjark til þess að ráðast í slíkar aðgerðir nú er mikilvægt teikn um það hvort stefna stjórnvalda í efnahagsmálum hefur breyst og langtímasjónarmið ráða ferðinni við stjórn efnahagsmála í dag.