

## Kafli 5.

# Hagfræði greiðslujafnaðarins

## 5.1 Leiðin frá Waterloo

Sunnudaginn 18. júní árið 1815 beið Napóleon keisari ósigur fyrir sameinuðu liði Breta og Prússa á völlum við Waterloo. Eftir þessa orrustu tók við 100 ára friður Evrópu. Þetta voru þó ekki einu umskiptin sem Waterloo markaði fyrir álfuna. Meðan á ófriðnum stóð hafði keisarinn sett verslunarbann á erkifjendur sína á Bretlandi, sem hann kallaði „búðarlokur“.<sup>1</sup> Þannig höfðu breskar vörur ekki sést á meginlandinu í nærri tvo áratugi þegar búðarlokurnar loks unnu stríðið. Hins vegar brá meginlandsbúum heldur en ekki í brún þegar skip tóku aftur að ferja varning yfir Ermarsundið. Á meðan Evrópa hafði staðið í stríði hafði undarleg breyting orðið í breskum iðnaði sem gerði það að verkum að Bretar gátu nú boðið betri vörur á langtum lægra verði en áður hafði þekkt. Breskir bómullardúkar og járnvörur flæddu um álfuna. Þessi undarlega breyting er nú kölluð *iðnbylting* sem gekk yfir Bretland á árunum 1780–1830.

Þessi nafnfræga bylting var tvíþætt: Annars vegar leystu vélar mannshöndina af hólmi með sjálfvirkni og hins vegar komu nýir orkugjafar til sögunnar til þess að knýja þessar sömu vélar, en áður hafði vöðvaafli – bæði manna og dýra – borið framleiðsluna uppi. Kolareykháfar og gufuvélar voru því hin nýju einkennistákn Bretlands. Á fimmtíu árum frá 1780 til 1830 þrefaldaðist íbúafjöldi Bretlands og fólk flyktist til borganna til að vinna í verksmiðjum. Borgir huldust í reyk og fylltust af fólki – nýrri stétt verkamanna sem hóf að bíta við vélarinnar. Það er því ekki að undra að Bretland varð forysturíki hundrað ára friðarins.

Enn er deilt um það nákvæmlega hvernig og af hverju iðnbyltingin átti sér stað í Bretlandi af öllum löndum. Óumdeilt er að hún markaði upphaf nútímahagvaxtar sem felst í stöðugt meiri sjálfvirkni og framleiðnivexti – að hver vinnustund skili sífellt meiri afrakstri vegna tækniframfara. Það er einnig umdeilt nákvæmlega hvaða þættir reka áfram hagvöxt og framleiðni; *iðnbyltingar* eru alls ekki bundnar við framfarir í iðnaði, hvað þá með brennslu kola. Slíkar byltingar eiga sér stað þegar atvinnuvegir taka framleiðnistökk með vélvirkni. Einkennistákn framfaranna hafa breyst og birtast ekki endilega sem reykháfar heldur til dæmis sem tölvur og nettengingar.

<sup>1</sup> Orðrétt sagði Napóleon: „L'Angleterre est une nation de boutiquiers.“ Hins vegar hefur því verið haldið fram að það hafi í raun verið Adam Smith sem er höfundur heitisins. En í bók hans *Um auðlegð þjóðanna* frá 1776 kemur fyrir eftirfarandi setning. „To found a great empire for the sole purpose of raising up a people of customers may at first sight appear a project fit only for a nation of shopkeepers. It is, however, a project altogether unfit for a nation of shopkeepers; but extremely fit for a nation whose government is influenced by shopkeepers.“ Sjá *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, bók IV, kafla 7, undirkafla c.

Þegar Evrópuþjóðirnar náðu sér eftir undrunina yfir að ódýrar breskar vörur yfirtækju markaði þeirra eftir fall Napóleons, þá hófust þær handa við að taka upp breska framleiðsluhætti. Í fyrstu voru það ríki í nágrenni Bretlands sem tóku við sér, s.s. Frakkland og Belgía, en þegar á leið bættust sífellt fleiri ríki í hópinn eftir því sem utanríkisviðskiptum fleygði fram. Allt frá því að bresku búðarlokurnar sigruðu við Waterloo 1815 hefur því iðnbyltingin verið að breiðast út um heiminn með frjálsum alþjóðaviðskiptum. Hér var Bretland einnig í merkilegu hugmyndafræðilegu forystuhlutverki. Bretar voru undir áhrifum Skota að nafni Adam Smith og sporgöngumanna hans sem nú eru kallaðir hagfræðingar í daglegu tali. Smith þessi gaf út bók um kosti frjálsrar verslunar sem kallaðist „Auðlegð þjóðanna“ árið 1776, í þann mund sem iðnbyltingin var að hefjast. Þegar á leið fóru Bretar að trúá kenningum Skotans og sporgöngumanna hans sem kallast klassískir hagfræðingar. Þeir tóku að leiða heiminn í átt til verslunarfrelsis og gulltryggingar gjaldmiðla, og varð þeim mun meira ágengt eftir því sem leið á níttjándu öld. Alþjóðavæðingin tók einnig sérstakan kipp þegar iðnbyltingin varð í samgöngum og vélaraflið var fært í gagnið þannig að járnbrautir og gufuskip tóku að tengja heiminn saman. Tímabilið frá 1860 til 1914 er yfirleitt nefnt alþjóðavæðing hin fyrri, þegar viðskipti með vörur og fjármagn voru frjáls um nær allan heim og um 90% heimsbúa tóku þátt í myntsamstarfi sem byggt var á gulltryggingu.

Hins vegar endaði hundrað ára friðurinn í Sarajevo 1914. Tvær heimsstyrjaldir og heimskreppa urðu til þess að rjúfa alþjóðaviðskipti og tefja fyrir framgangi hagsældar um heiminn. Það hefur tekið áratugi að snúa veröldinni til baka, til viðskiptafrelsis. Í raun hefur það ekki tekist að öllu leyti. Framfarir í tækni, flutningum og fjarskiptum hafa gert sum viðskipti auðveldari, hraðari og ódýrari frá því sem þekktist á níttjándu öld. Samt sem áður eru fleiri pólitískar og lagalegar hindranir fyrir frjálsum viðskiptum á okkar tímum en þekktist á tímum alþjóðavæðingar hinnar fyrri 1860–1914. Og nú, 200 árum eftir Waterloo, eru enn fjölmörg lönd ósnert af iðnbyltingunni og þar sem nútíma hagvöxtur hefur ekki enn hafist. Reynslan sýnir að þátttaka í frjálsum alþjóðaviðskiptum er nauðsynleg forsenda fyrir iðnbyltingu, en ekki nægjanleg. Þannig hafa mörg lönd stundað alþjóðaviðskipti án þess að iðnvæðast. Til að glæða loga byltingarinnar þarf fleira að vera til staðar og mætti þar tína til menntun, samfélagslega innviði, varinn eignarrétt og skilvirkan stofnanaramma.

Hin stóru tíðindi síðustu áratuga eru að iðnbylting er augljóslega hafin í mörgum af fjölmennustu löndum heimsins, s.s. Kína og Indlandi. Reynslan sýnir að frjáls alþjóðaviðskipti skipta einnig höfuðmáli fyrir iðnvædd lönd til þess að halda glóðum byltingarinnar lífandi þannig að framleiðni haldi áfram að vaxa. Hægt er að greina alþjóðaviðskipti út frá mörgum leiðum enda hafa ógrynni af bókum og greinum verið skrifuð um þetta málefni. Áherslan hér er hins vegar á samspil utanríkisviðskipta og sparnaðar í gegnum greiðslujöfnuðinn og hvernig þetta samspil skapar ákaflega sterka efnahagskrafta sem eru drifkraftar framþróunar en einnig ein helsta orsök efnahagslegra hamfara. Sú greining verður að hefjast á því að kynna til sögunnar nokkur hagfræðileg hugtök og kenningar.

## 5.2 Þýðing greiðslujafnaðar

Utanríkisviðskiptum er vanalega skipt í tvennt, annars vegar viðskipti með afurðir (output) og hins vegar framleiðsluþætti (inputs). Afurðirnar geta verið hvort sem er vörur eða þjónusta, ellegar milliafurðir í einhverja aðra framleiðslu eða fullunnar afurðir. Öll lönd sem vilja stunda alþjóðavæðingu með árangursríkum hætti hljóta að gera það bæði með viðskiptum með afurðir og framleiðsluþætti. Framleiðsluþættirnir eru yfirleitt taldir vinnuafli, fjármagn, náttúraútlindir og síðan hugvit eða tækni. Framleiðsluþáttaviðskipti eru einn helsti farvegurinn fyrir þekkingarflutning frá einu landi til annars og eru þannig ákaflega mikilvæg fyrir allar þjóðir, hvort sem um er að ræða flutning á fólki eða fjármagni. Staðreyndin er sú að tækni, hugvit og frumkvöðulsskapur fara ekki ein og sér á milli landa heldur eru þau í einni lest með vinnuafli og fjármagni. Vilji lönd hagnýta sér þessa óáþreifanlegu framleiðsluþætti verða þau einmitt að leyfa bæði frjálsan innflutning og útflutning á fólki og fjármagni. Mörg vanþróuð lönd hafa hins vegar takmarkaða burði til þess að stunda framleiðsluþáttaviðskipti. Þau eru í þeirri stöðu að fjárfestar vilja ekki sækja til þeirra vegna þátta á borð við pólitíska áhættu, gengisáhættu og þar fram eftir götunum. Þessi sömu lönd eiga oftar en ekki við spekileka (framleiðsluþátta-flóttu) að etja þar sem bæði fjármagn og fólk sækist eftir því að yfirgefa landið. Slík lönd koma gjarnan að alþjóðaviðskiptum með því að flytja út hráefni eða náttúraútlindir í einu eða öðru formi.

Löng hefð er fyrir því að setja utanríkisviðskipti hvers lands upp sem *greiðslujöfnuð* sem er eins konar bókhaldsjafna fyrir hagkerfið og mælir fjárflæði til og frá landinu. Greiðslujöfnuður er samtala viðskiptajafnaðar (af viðskiptum með afurðir og greiðslur fyrir framleiðsluþætti fjármagns og vinnuafli) og fjármagnsjafnaðar (flutningi fjármagns milli landa)<sup>2</sup> og er því hægt að rita með eftirgreindum hætti:

$$\text{Viðskiptajöfnuður} + \text{fjármagnsjöfnuður} = \text{greiðslujöfnuður}$$

Mjög sterkir hagrænir hvatar halda greiðslujöfnuði í jafnvægi þannig að útlæði og innflæði nettast út á sléttu og fjármagn fossar hvorki inn né út úr hagkerfinu nema í takmarkaðan tíma. Það felur í raun í sér að fjármagnsjöfnuður og viðskiptajöfnuður spegla hvor annan; afgangur annars þeirra leiðir til halla á hinum og svo öfugt.

Þessir jafnvægiskraftar eiga sér margslungnar orsakir sem ekki er hægt að útlista með nákvæmum hætti á þessum vettvangi, en lykilþátturinn í því aðlögunarferli sem sveiflur á greiðslujöfnuði kalla fram kallast *raungengi* (real exchange rate). Raungengi byggir á lögmálinu um jafnvirði verðs (purchasing power parity) sem lýst er nánar í boxi 4. Það lögmál gerir ráð fyrir því að hlutfallið á milli verðlags innanlands og erlendis umreiknað í heimamynt sé mælikvarði á samkeppnisstöðu viðkomandi lands er ákvarði þróun

<sup>2</sup> Margs konar skilgreininga- og mælingavandamál fylgja þessari framsetningu. Helsta gagnrýnin á þessa framsetningu er að mörg viðskipti sem eru talin saman í bæði viðskiptajöfnuði og fjármagnsjöfnuði feli ekki í sér raunverulegar fjárfærslur á milli landa. Þannig hljóti ávallt að vera verulegt misræmi á milli þeirrar tölu sem samtala utanríkisviðskipta gefur og niðurstöðu greiðslujafnaðar sem er ætlað að mæla raunverulegar fjármagnsfærslur til og frá landinu. Mælingarvandræðin sem síðan fylgja afleiðuviðskiptum, óuppgefnum erlendum eignum og skammtíma högnunarviðskiptum á gjaldeyrismarkaði og fleiri slíkum hlutum eru síðan ærið mörg.

viðskipta og þar með stöðu viðskiptajafnaðarins. Hægt er að setja raungengi fram með neðangreindum hætti:

$$\text{Raungengi } (q) = \frac{P_{\text{Heima}}}{EP_{\text{Erlendis}}}$$

Hér stendur  $q$  fyrir raungengi,  $P$  fyrir verðlag og  $E$  fyrir nafngengi.<sup>3</sup> Þessi mælikvarði endurspeglar því skiptihlutfallið á milli innlendra og erlendra vara. Einnig er hægt að setja þennan mælikvarða upp sem raungengi launa, það er sem hlutfallið á milli framleiðni/eldréttra launa hérlendis og erlendis miðað við nafngengið (skiptihlutfall milli vinnuafns heima og heiman). Lykilatriðið er að ef hækkun launa umfram framleiðni og verðlags er meiri í einu landi en þekkist í helstu viðskiptalöndum mun það rýra samkeppnisstöðu innlendra framleiðenda. Það mun leiða til þess að hlutfallslega dýrara verður að framleiða vörur innanlands, sem mun draga úr útflutningi. Að sama skapi verður ódýrara að kaupa erlendar vörur inn í landið, sem mun auka innflutning. Hið sama gerist ef nafngengið hækkar ( $E$  lækkar) og raungengið hækkar af þeim sökum. Hægt er að orða það sem svo að með hækkun raungengis sé viðkomandi land að *verðleggja sig út af heimsmarkaði*.

Innan hagfræðinnar er hefð að tala um *jafnvægisraungengi* sem það raungengisstig eða *verðmun við útlönd* sem samræmist *jafnvægi* í utanríkisviðskiptum. Hækkun raungengisins frá þeim punkti mun skapa viðskiptahalla en lækun viðskiptaafgang. Jafnvægisraungengið ræðst af því sem kallaðir eru djúpir stikar (deep parameters) í efnahagslífinu. Þar má telja þætti er ráða samkeppnishæfni þjóða, s.s. tæknistig, framleiðni, auðlindir, viðskiptakjör, stofnanafyrirkomulag, viðskiptafrelsi eða hindranir í viðskiptum og svo framvegis, en einnig þætti sem hafa áhrif á innflutning, s.s. sparnaðarhneigð.

Eins og áður hefur komið fram lýsa iðnbyltingar sér í aukinni framleiðni er lækkar framleiðslukostnað og þannig getur kaupmáttur þjóða aukist á alþjóðavettvangi án þess að raungengið hreyfist með aukinni framleiðni. Sagan er einfaldlega sú að aukin framleiðni eykur samkeppnishæfnina þannig að hver vinnustund skilar meiri afrakstri og þjóðin getur keypt meira af öðrum þjóðum eftir sömu vinnu. Hins vegar er reynslan sú að iðnvæðingar verða oft til þess að hækka jafnvægisraungengið með hálfgerðum auðsáhrifum sem eru þekkt innan hagfræðinnar sem Balassa-Samuelson áhrifin.<sup>4</sup> Orsakasamhengið er þetta: Iðnbylting, eða vélvæðing, á sér yfirleitt aðeins stað í nokkrum geirum þar sem framleiðni fer á skrið. Þessir iðnbyltu geirar geta boðið starfsfólki sínu hærri laun sem síðan smitast yfir í hagkerfið allt. En ekki njóta allir geirar sömu framleiðni aukningar, annaðhvort vegna þess að þeir byggja á þjónustu þar sem aukin framleiðni er ekki möguleg eða þeir eru af einhverjum ástæðum seinir að bregðast við

<sup>3</sup> Nafngengi, eða  $E$ , er skilgreint sem fjöldi innlendra mynteininga sem þarf til þess að kaupa eina erlenda mynteiningu. Til dæmis krónur á móti dollar eða krónur á móti evru. Hækkun á gengi krónunnar felur það því í sér að  $E$  lækkar þar sem færri krónur þarf til að kaupa hverja erlenda mynteiningu og gengislækkun birtist sem hækkun á  $E$  þar sem fleiri krónur þarf til að kaupa hverja erlenda mynteiningu.

<sup>4</sup> Árið 1964 veittu tveir hagfræðingar – hvor í sínu lagi – því athygli að mikill framleiðnivöxtur leiddi til verðbólgu og varanlegrar styrkingar raungengisins. Bela Balassa, „The purchasing power parity: A reappraisal“, *Journal of Political Economy*, bindisnr. 72, árgangur 6, (1964): 584-596 eða Paul A. Samuelson, „Theoretical notes on trade problems“, *The Review of Economics and Statistics*, bindisnr. 2, árgangur 46, (1964)

kalli nýrra tíma. Þessar seinfæru atvinnugreinar geta aðeins brugðist við hærri launum með því að hækka verð á framleiðslu sinni og þannig hækka raungengið með verðbólgu. Af þeim sökum eru ríkar þjóðir með hærri jafnvægisraungengi en fátækar þjóðir þar sem laun eru hærri í þjónustugreinum þróaðra landa án þess að framleiðni sé endilega meiri en þekkist meðal vanþróaðra landa.

Tengsl greiðslujafnaðar og raungengis ganga í báðar áttir. Ójafnvægi í greiðslujöfnuði hreyfir raungengið og sveiflur í raungengi hræra greiðslujöfnuðinn. Ef viðkomandi land er með sinn eigin gjaldmiðil mun afgangur/halli á greiðslujöfnuði einfaldlega koma fram sem aukið/minna framboð á gjaldeyri sem mun þrýsta nafngenginu upp/niður. Þannig hækkar/lækkar raungengið og viðskiptajöfnuður versnar/batnar. Athuga skal að sömu áhrif koma fram enda þótt viðkomandi land hafi ekki sinn eigin gjaldmiðil eða ef nafngenginu er haldið föstu. Þá mun innflæði/úflæði á greiðslujöfnuði koma fram sem aukning/minnkun lausafjár í fjármálakerfinu. Í þessu samhengi hefur greiðslujöfnuðurinn peningahagfræðilega skírskotun og hefur áhrif á peningamagn í umferð sem síðan leiðir til verðbólgu og aukinnar eftirspurnar, meðal annars með auknum bankaútlánnum.

Það er bæði gömul og ný saga að hagkerfi hafa ofhitnað með þeim afleiðingum að innlend eftirspurn hefur farið á skrið með tilheyrandi verðbólgu, hækkun raungengis og síðan viðskiptahalla. Slíkt getur staðist svo lengi sem innflæði er til staðar á fjármagnsjöfnuði þannig að greiðslujöfnuður haldist í jafnvægi en um leið og fjármögnunina brestur mun halli á greiðslujöfnuði þvinga fram aðlögun í hagkerfinu með lækkun raungengisins og samdrætti í almennri eftirspurn í þeirri viðleitni að ná fram viðskiptaafgangi til greiðslujafnaðarins.

Það hefur löngum verið talið eitt meginhlutverk seðlabanka að reyna að mæta sveiflum í gjaldeyrisflæði með því að kaupa gjaldeyri og safna í forða þegar greiðslujöfnuður er með afgangi og síðan selja úr forðanum ef halli er til staðar. Þess vegna er greiðslujöfnuður iðulega skilgreindur sem breyting í gjaldeyrisforða seðlabanka, líkt og ritað er upp hér að neðan.

### **Greiðslujöfnuður = Breyting í gjaldeyrisforða**

Þessi framsetning er vitaskuld mikil einföldun því margir aðrir aðilar í hagkerfinu geta safnað eða selt gjaldeyriseignir, meðvitað eða ómeðvitað, til þess að hafa áhrif á greiðslujöfnuð. Þar mætti til að mynda nefna aðila eins og fjármálastofnanir eða lífeyrissjóði. Aukin heldur eru margar skoðanir á lofti um hvort eða hvernig seðlabankar eigi að beita forðanum og grípa inn í gang gjaldeyrismarkaða. Yfirleitt hafa þó seðlabankar fremur þröngt svigrúm til að beita slíkum aðgerðum til að halda gjaldeyrismarkaði og fjármálakerfi í jafnvægi til lengdar ef mikill afgangur/halli er á fjármagnsjöfnuði eða viðskiptajöfnuði.<sup>5</sup>

Í litlum, opnum hagkerfum með eigin mynt birtast vandamál í greiðslujöfnuði bæði á gjaldeyrismarkaði og fjármagnsmarkaði. Ástæðan er einföld: Þegar hreint útstreymi er til staðar renna peningar af reikningum fjármálastofnana og streyma út um

<sup>5</sup> Mikil gjaldeyriskaup geta leitt af sér mikla aukningu peningamagns í umferð. Ef seðlabankinn bregst við með því að kaupa þennan „umfram“ gjaldeyri af markaði afhendir hann um leið nýjar krónur inn í banka-kerfið. Af þeim sökum verður bankinn að stýfa gjaldeyrisinngrípin með því að taka krónurnar til baka í endurhverfum viðskiptum við bankana eða með því að selja einhverjar innlendar eignir.

gjaldeyrismarkaðinn. Það er því ekki að undra að í opnum hagkerfum fara gjaldeyriskreppur og bankakreppur yfirleitt saman og eru kallaðar tvíburakreppur.<sup>6</sup> Þessi tvíburatengsl gera seðlabönkum á litlum mynsvæðum erfitt um vik að þjóna sem lánveitendur til þrautavara þar sem mikil peningaprentun er ávísun á gengisfall þegar hinir nýprentuðu seðlar leita á gjaldeyrismarkaðinn og leita útgöngu.

Ef lönd eru hluti af stærra mynsvæði þarf ekki að óttast gjaldeyriskreppu, en greiðslujöfnuður hefur samt áfram þýðingu þar sem halli á greiðslujöfnuði – hvort sem um er að ræða viðskiptahalla eða fjármagnsflóttu – veldur lausafjártæmingu fjármálakerfisins í stað gengisfalls. Hægt er að taka dæmi af evru-krisunni þar sem jaðarlönd mynsvæðisins – sérstaklega hin svokölluðu PIIGS-lönd – hafa verið með fossandi halla á greiðslujöfnuði vegna þess að fjármagn hefur flúið frá þeim inn til hinnar öruggu miðju, í Þýskalandi. Evrópski seðlabankinn hefur brugðist við þessum fjármagnsflóttu með umfangsmiklum lánveitingum bankastofnana, sem og með því að kaupa ríkisskuldabréf þeirra landa sem hafa átt í endurfjármögnunarfanda. Þannig hefur bankinn með inngrípum á fjármagnsmarkaði reynt að halda greiðslujöfnuði viðkomandi landa í jafnvægi til þess að koma í veg fyrir að útlæðið frá þeim dragi þau niður í bankakreppu og efnahagssamdrátt.

Seðlabankar stórra mynsvæða með alþjóðlegt greiðsluhæfi eru í mun betri stöðu til þess að bregðast við greiðslujafnaðarvanda heldur en seðlabankar smærri, torseldari mynta. Hinir stærri seðlabankar geta einfaldlega prentað peninga til þess að endurfjármagna ríki og fjármálastofnanir og fylla upp í göt í greiðslujöfnuðinum án mikill áhrifa á gjaldeyrismarkaðinn. Hinir smærri eru mjög vanbúnir til þess að styðja við sitt bankakerfi, þar sem lausafjárfyrirgreiðsla er til þess fallin að auka útlæðið á greiðslujöfnuði og setja heimagjaldmiðillinn í enn meiri vanda. Gjalddeyrisorðinn getur runnið mjög fljótt til þurrðar í varnarbaráttu fyrir gjaldmiðil og bankakerfi, auk þess sem inngríp eru oft talin merki um veikleika og geta hæglega aukið á fjármagnsflóttann eða dregið að spákaupmenn.

Að síðustu verður að geta þess að ójafnvægi á fjármagnsjöfnuði getur einnig skapast án allrar aðkomu erlendra fjárfesta ef innlendir aðilar ákveða að flytja eignir sínar af landi brott. Slíkur fjármagnsflótti mun annaðhvort leiða til gengisfalls, bankaáhlaps eða hvors tveggja. Í eðli sínu er fjármagnsjöfnuðurinn aðeins farvegur á milli fjármálakerfis viðkomandi lands og útlanda. Við alla enda farvegarins eru lausafjárdýpi – peningakerfi einstakra mynsvæða – sem eru tengd saman með fjármagnsstraumum. Raunar þarf fremur lítið rask til að þessir straumar snúist, vaxi með leysingum eða þorni upp. En þessar straumbreytingar geta haft gríðarlega mikil efnahagsleg áhrif þegar raunhagkerfið neyðist til að bregðast við straumbreytingunum með fremur skyndilegum hætti.

Hér að ofan hefur verið farið yfir þá krafta sem halda greiðslujöfnuði í jafnvægi út frá sjónarmiði viðskiptajafnaðar og raungengis. Hins vegar, áður en lengra er haldið, er nauðsynlegt að gera hagrænni þýðingu fjármagnsjafnaðar betri skil.

<sup>6</sup> Sjá nánar um tvíburakreppur hjá Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhart (1999). „The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems.“ *American Economic Review*, Vol. 89 No. 3, 473–500.

## Box 5.1

### Lögmál um eitt verð

Þeir sem hafa ferðast á milli landa hafa líklega orðið varir við að verðlag er mismunandi frá einu landi til annars, að sami hlutur kostar misjafnlega mikið eftir því hvar hann er keyptur. Þessi verðmunur er þó ekki tilviljanakenndur. Ein af grundvallarforsendum hagfræðinnar snýst um högnunarviðskipti (arbitrage) og verðjöfnun á milli svæða. Þegar fjallað er um högnun er vert að rifja upp eina góða og gilda gátu sem hagfræðingar, af gamansemi, velta stundum fyrir sér. Hún er svohljóðandi: Hverjar eru líkurnar á því að finna fimm þúsund krónur úti á götu? Svar: Engar, því að ef einhver hefði misst slíkan seðil þá segir högnunarskilyrðið að einhver annar ætti að hafa hirt hann áður en þú fannst hann. Kjarni málsins er sá eða ef einhver verðmunur er til staðar á milli svæða, sem ekki má rekja til flutnings- eða viðskiptakostnaðar, þannig að hægt sé að hagnast á því að kaupa hlut á einum stað og selja hann á öðrum með hagnaði munu hagsýnir aðilar í einu veffangi nýta hann sér til hagnaðar og kaupa og selja allt þar til munurinn hefur horfið. Högnun er meginforsenda fyrir verðmyndun á fjármálamarkaði og viðskipti fjármálafyrirtækja og spákaupmanna byggja að stórum hluta á því að nýta slíkan mun sér til hagnaðar og þessi viðskipti gerast hratt. Þessi hugsun hefur einnig verið yfirfærð á vörumarkað með lögmálinu um eitt verð, sem ritað er hér að neðan.

$$P_{\text{Heima}} = EP_{\text{Erlendis}}$$

Lögmálið um eitt verð segir einfaldlega að ef erlent verð á sambærilegum hlut er reiknað í íslenskar krónur eftir gengisskráningu,  $E$ , þá er verðmætið hið sama í gjaldmiðli heimalandsins. Þetta lögmál gengur raunar að innstu kviku alþjóðaviðskipta, að verðmunur á milli landa sé ein helsta ástæðan fyrir því að millirikjaviðskipti eiga sér stað.

Hins vegar fer því fjarri að högnun á vörumarkaði sé hnökralaus. Vöruviðskipti fela ávallt í sér einhvern flutnings- og viðskiptakostnað sem getur komið í veg fyrir algera verðjöfnun. Ennfremur eru margar vörur sem nær ómögulegt er að flytja á milli landa, skattar og skyldur eru mismunandi og svo mætti áfram telja. Lögmálið um eitt verð felur þess vegna raunverulega í sér að verðmunur á vörum sem hægt er að flytja á milli landa – þ.e. skiptanlegum vörum (tradables) – ráðist af kostnaði við högnunarviðskipti, s.s. flutningi og sköttum, eða þeim takmörkunum sem lagðar eru á högnunarviðskipti, s.s. með innflutningshöftum, tæknistöðlum eða jafnvel eðlisfræðilögmálum sem gera flutning á milli svæða ómögulegan.

Lögmálið um eitt verð er oft sett fram með almennari hætti þar sem  $P$  stendur ekki fyrir eina vöru heldur sambærileg vöruknippi, t.d. sem svarar til meðalneyslu hvers neytanda. Þessi hugsun er reyndar sett fram með veikara afbrigði af lögmáli um eitt verð sem kallast hlutfallslegt jafnvirði verðs (relative purchasing power parity). Hlutfallslegt jafnvirði gerir einfaldlega ráð fyrir því að það geti verið mismunur til staðar á verðlagi á milli landa er ráðist af þeim takmörkunum á högnunarviðskiptum sem eru til staðar. Hins vegar sé þessi mismunur stöðugur og ráðist af jafnvægi á viðskiptajöfnuði. Hér er, með öðrum orðum, lögmálið um eitt verð þess vegna lagt upp sem langtímafjafnvægi fyrir gengi einstakra gjaldmiðla þar sem gert er ráð fyrir föstum verðmismun við útlönd. Þetta er oft útlagt sem raungengi.

### 5.3 Tengsl greiðslujafnaðar, sparnaðar og fjárfestinga

Í samhengi þjóðhagsreikninga snúast framleiðsluþáttaviðskipti um aðskilnað ákvarðana um fjárfestingu, neyslu og þar með sparnað og opinber útgjöld. Með framleiðsluþáttaviðskiptum verða þetta þrjár aðskildar ákvarðanir: Hve mikið landið óskar að fjárfesta, hve mikla einkaneyslu það vill leyfa sér eða hve mikil opinber útgjöld ættu að vera. Þetta á bæði við um hreyfingar vinnuafis og fjármagns þar sem fólk fer einnig á milli landa í leit að atvinnu. Hér verður athyglinni þó beint nær eingöngu að fjármagnsviðskiptum sem koma fram í greiðslujöfnuði. Eins og kom fram í kafla 2 þá myndast sparnaður með aðhaldi heimila eða hins opinbera – að útgjöld séu minni en tekjur sem síðan endurspeglast í líkngunni um tengsl sparnaðar fjárfestingar og viðskiptajafnaðar

$$\text{sparnaður} = \text{fjárfesting} + \text{viðskiptajöfnuður}$$

Viðskiptajöfnuður er bæði mismunur á heildartekjum og heildargjöldum innan hagkerfisins auk þess að vera mismunur á sparnaði og fjárfestingu innan hagkerfisins líkt og áður hefur verið vikið að. Jafnvægi á greiðslujöfnuði felur í sér að fjármagnsjöfnuður og viðskiptajöfnuður standast á. Þannig er því einnig hægt að setja fjármagnsjöfnuð fram sem mismun á fjárfestingu og innlendum sparnaði:

$$\text{Fjármagnsjöfnuður} = \text{fjárfesting} - \text{sparnaður}$$

Innflutningur fjármagns opnar þann möguleika að nýta erlendan sparnað til þess að fjármagna viðskiptahalla og auka innlend útgjöld umfram framleiðslugetu hagkerfisins. Innan hagfræðinnar er þetta orðað sem svo að viðkomandi land hafi *víkkað út framleiðslumöguleikajaðar sinn* (production possibility frontier) með því að flytja inn erlenda framleiðsluþætti.<sup>7</sup> Slík útvíkkun skiptir miklu fyrir bæði vanþróaðar þjóðir og smáar þjóðir með lítinn fjármagnsmarkað.

Fyrir fátækar þjóðir getur hagnýting erlends sparnaðar flýtt fyrir framgangi iðnvæðingar og uppbyggingu fjármagnsstofns þar sem ekki þarf að bíða eftir því að innlendir sparnaður skapist. Þannig er hægt að auka einkaneyslu og fjárfestingu samtímis, og þær kynslóðir sem bera uppi iðnvæðinguna geta notið hærri framtíðartekna strax í stað þess að þurfa að tryggja innlenda fjármögnun fjárfestinga með háu sparnaðarstigi. Aukin heldur geta téðar þjóðir einnig byggt upp velferðarkerfi og samfélagslega innviði – líkt og menntakerfi – á sama tíma og fjárfestingarstig er hátt, í stað þess að þurfa að bíða þar til iðnvæðingin er afstaðin. Viðhorf þróunarþjóða eða stefna við nýtingu innlends sparnaðar til iðnvæðingar getur þó verið mismunandi. Hægt er að taka dæmi af Kína sem hefur markvisst reynt að viðhalda miklum viðskiptaafgangi og halda fjármagnsjöfnuði neikvæðum með því að flytja út sparnað. Með þessum hætti kemur stjórnin í

<sup>7</sup> Framleiðslumöguleikajaðar (production possibility frontier) sýnir mögulega samsetningu framleiðsluvara í efnahagslífinu að gefnum þeim framleiðsluþáttum sem eru til staðar. Í upphafsnaðmskeiðum í hagfræði er þetta hugtak kynnt sem kúptur ferill sem sýnir mögulega framleiðslu tveggja vara í mismunandi magni miðað við fasta framleiðsluþætti. Í framhaldi er yfirleitt hugtakið fórnarkostnaður (opportunity cost) kynnt til sögunnar: Hvað mörgum einingum af vöru A þarf að fórna til þess að geta framleitt eina einingu af vöru B. Ef framleiðsluþáttum er bætt við, mun jaðarinn víkka út.



veg fyrir að viðskiptaafgangurinn hækki raungengi yuansins og rýri samkeppnisstöðu landsins á alþjóðamörkuðum. Fjármagnsútflutningurinn er því liður í vaxtarstefnu Kína sem byggir á því að halda raunlaunum lágum miðað við umheiminn (sem lágst raungengi felur í sér) og takmarka innlenda neyslu.<sup>8</sup>

Fyrir smáar þjóðir gefur innflutningur erlends fjármagns kost á því að ráðast í stórar framkvæmdir sem væri ella ekki hægt að fjármagna á innlendum fjármagnsmarkaði án verulegra vaxtahækkana og ruðningsáhrifa. Hins vegar hafa stórþjóðir oft einnig ráðist í verkefni sem eru þeirra eigin fjármagnsmarkaði ofviða. Í þessu samhengi er vert að minnst þess að á síðari öldum hafa evrópsku veldin ávallt fjármagnað stríðsrekstur með verulegum innflutningi á erlendum sparnaði (og jafnvel fólki) til þess að komast út fyrir framleiðslumöguleikajaðar hagkerfisins hvað varðar hergagnaframleiðslu. Mismunandi aðgangur að lánsfé hefur óumdeilanlega verið einn af lykilþáttunum sem hafa ráðið bæði hernaðarmætti, stríðspoli og lokaútkomu í styrjöldum álfunnar.<sup>9</sup>

Athuga skal þó að langtíma útvíkkun framleiðslumöguleikajaðarins – að gefnum föstu magni innlendra framleiðsluþátta – getur aðeins átt sér stað með tækniframförum og framleiðni. Þegar þjóð fær peninga að láni frá útlöndum getur hún fært út framleiðslumöguleikajaðarinn tímabundið þar sem erlendir eigendur fjármagnsins munu á einhverjum tímapunkti vilja fá það til baka. Þegar að skuldaskilum kemur skiptir það höfuðmáli hvernig fjármagnið var nýtt; *hvort því hafi verið varið til arðsamra fjárfestingarverkefna sem auka raunverulega framleiðslugetu hagkerfisins*. Ef fjármagninu hefur verið varið með öðrum hætti mun endurgreiðsla þess þrengja aftur framleiðslumöguleika hagkerfisins og leiða til samdráttar og verri lífskjara.

Ef litið er til greiðslujafnaðar koma erlend lántaka og síðan skuldadagar fram sem tímategnd tengsl á milli viðskiptajafnaðar og fjármagnsjafnaðar. Með erlendri lántöku er verið að veðsetja útflutningstekjur framtíðar. Viðskiptahalla þarf að fjármagna með erlendum lántökum sem þarf síðan að greiða til baka með viðskiptaafgangi í framtíðinni. Og þegar hinn erlendi sparnaður snýr aftur til föðurhúsanna og er endurgreiddur verður að halda greiðslujöfnuði í jafnvægi. Sérhvert land sem flytur inn mikið af erlendum sparnaði sem ekki er fundinn staður í arðsömum fjárfestingum eða nær ekki að nýta fjármagnið til þess að auka útflutning að neinu marki er í hættu að lenda í greiðslujafnaðarvandamálum sem bitna á lífskjörum landsmanna þegar frá líður. Þessi vandamál

<sup>8</sup> Árið 2006 rituðu þau Charles Dumas og Diana Choyleva bók sem bar heitið „The Bill from the China Shop“ þar sem því var haldið fram að mikill sparnaður og viðskiptaafgangur í Asíu sem síðan væri lánadur til Vesturlanda væri á góðri leið með að skapa fjármálabólu þar vestra. Vesturlönd virtust vera orðin fullsátt með það að viðhalda viðskiptahalla við Asíu sem síðan væri fjármagnaður með skuldaféttunum í boði þessara sömu Asíulanda. Þetta gæti aðeins endað með fjármálakreppu. Hefur þetta orðið að áhrínisorðum. Sjá Lombard Street Research 2006.

<sup>9</sup> Hægt er til að mynda að færa rök fyrir því að greiður aðgangur Breta að lánsfé hafi verið einn helsti styrkur þeirra sem hernaðarveldis öldum saman. Landið er eitt hið fyrsta til þess að byggja þróaða innlenda fjármagnsmarkaði en auk þess hefur landið getað notið sparnaðar frá nýlendum sínum, sem og stóra frændanum í vestri, Bandaríkjunum. Ljóst er einnig að lánveitingar Bandaríkjanna til bandalagsþjóða í Evrópu hafa skipt gríðarlega miklu máli fyrir sigur Bandamanna í tveimur stórstyrjöldum á tuttugustu öld. Íslendingar lánuðu Bretum fjármagn með óbeinum hætti í seinni heimstyrjöld með því að flytja fisk til Bretlands og leggja andvirðið inn á reikninga í breskum bönkum.

skapast einkum ef hinn erlendi sparnaður er fluttur inn til þess að fjármagna önnur þjóðarútgjöld en fjárfestingu – það er einkaneyslu eða opinber útgjöld. Hið sama blasir við ef hinn erlendi sparnaður leitar í þá geira sem hafa litla eða takmarkaða þýðingu fyrir útflutning eða að veðjað sé á rangan hest og uppbygging einhverrar atvinnugreinar skili ekki því sem til var ætlast.

Grunnstefið í þessu ferli er svona: Land sækir fjármagn á erlenda fjármálamarkaði til þess að standa straum af fjárfestingu heima fyrir. Framkvæmdin sjálf kallar á innflutning fjárfestingarvara, en auk þess mun hún örva eftirspurn í hagkerfinu er leiðir til aukins innflutnings neysluvara. Þannig mun afgangur á fjármagnsflæði, sem lántakan skilar, standast á við halla á viðskiptum þannig að greiðslujöfnuður sé 0. Síðan er fjárfestingunni ætlað að skila tekjum sem eiga að duga til þess að greiða lánið til baka. Í samhengi greiðslujafnaðar verða erlendar tekjur að skapast, því skuldin er erlend og endurgreiðslan verður að fara fram með afgangi á viðskiptajöfnuði til þess að standa straum af þeim halla á fjármagnsjöfnuði sem endurgreiðslan krefst.

Gott dæmi um þessa tímatengsl innan greiðslujafnaðar er olíuvinnsla Norðmanna í Norðursjó. Sú grein var byggð upp með erlendu fjármagni í upphafi áttunda áratugarins. Þá hafði samráð OPEC ríkjanna náð að hækka heimsmarkaðsverð á olíu svo að Norðursjávarolían varð samkeppnisfær og norskur olíuiðnaður fékk fætur til þess að standa á. Erlendu lánin voru síðan greidd til baka með viðskiptafganginum sem olíuvinnslan skapaði fyrir Noreg og eftir það hefur viðskiptaafgangi Norðmanna verið safnað í stóran fjárfestingarsjóð sem meðal annars er ætlað að standa straum af ellilífeyri þjóðarinnar í framtíðinni.<sup>10</sup>

Ef nauðsynlegur viðskiptaafgangur skapast ekki með auknum útflutningi til endurgreiðslu skulda verður raungengið að lækka til þess að færa efnahagslífið niður á lægra neyslustig með minni innflutningi. Slík raungengisaðlögun er yfirleitt fengin með gengisfalli ef viðkomandi land er með eigin gjaldmiðil. Ef svo er mun lægra gengi lækka kaupmátt og draga þannig úr þjóðarútgjöldum. Ef landið er hluti af stærra myntsvæði mun raungengið aðeins lækka með samdrætti og verðhjöðnun. Öllum tilvikum fylgir mikill kostnaður og óstöðugleiki fyrir hvert land að rétta greiðslujöfnuðinn við ef viðskiptajöfnuður og fjármagnsjöfnuður lenda á misvíxl.

<sup>10</sup> Hinn erlendi ríkislífeyrissjóður Noregs (Statens pensjonsfond Utland, SPU) var stofnaður árið 1990 og er stærsti lífeyrissjóður í heimi. Sjóðurinn safnar til sín hagnaði af olíuvinnslu og var um mitt ár 2014 með eignir sem töldu 5.500 milljarða norskra króna. Hann var þá stærsti einstaki eigandi hlutafjár í Evrópu og með 1% eignarhlut í öllum hlutabréfamörkuðum á heimsvísu. Sjóðurinn er best þekktur undir styttra nafni sem Olíusjóður Norðmanna (Oljefondet). Eitt helsta markmið sjóðsins er að koma í veg fyrir að sveiflur í olíuverði valdi truflunum á greiðslujöfnuði og/eða ofhiti efnahagskerfi Noregs.

## 5.5 Eigið fé eða lántaka?

Í flestum löndum eru mörg fjárfestingarverkefni í gangi með mismunandi fjármögnun og vöxtur útflutnings er einnig háður mörgum þáttum. Þá er sjaldnast svo að öll erlend lán séu háð einu fjárfestingarverkefni og séu greidd upp eftir að því er lokið heldur á endurfjármögnun sér stað. Eitt fjárfestingarverkefni tekur við af öðru, ef viðkomandi land er á varanlegri hagvaxtarbraut, og svo framvegis. Fjármagnsskipan fyrirtækja, heimila og opinberra aðila ætti að vera tiltölulega stöðug eða hreyfast með langtímaleitni. Lánadrottinnar eiga yfirleitt heldur ekki annars kost en að semja um framlengingu eða tilslakanir við skuldunauta ef í einhverjar nauðir rekur. Staðreyndin er sú að flestar erlendar skuldir eru endurfjármagnaðar jafnt og þétt þannig að höfuðstóll erlendra skulda er tiltölulega stöðugur í flestum hagkerfum. Skuldavandi landa skapast vegna erfiðleika við að þjónusta vaxtagreiðslur af erlendum lánnum.

Viðskiptajöfnuður hefur gjarnan verið sundurgreindur í þrjá þætti: Vöruviðskipti, þjónustuviðskipti og greiðslur til framleiðsluþátta, sem er hægt að rita með neðangreindum hætti:

$$\text{Viðskiptajöfnuður} = \text{vöruskiptajöfnuður} + \text{þjónustujöfnuður} + \text{þáttajöfnuður}$$

Vöru- og þjónustuviðskiptin þurfa líklega lítillar kynningar við en þáttajöfnuður snýst um hreinar leigugreiðslur (mismun) fyrir innlenda framleiðsluþætti nýtta erlendis og erlenda framleiðsluþætti sem viðkomandi land nýtir – það er laun, vexti og arðgreiðslur. Fyrir mörg fátæk lönd skipta launagreiðslur að utan miklu máli þar sem stór hluti þjóðarinnar hefur yfirgefið landið og stundar vinnu í öðrum löndum og sendir hýruna sín heim. (Filippseyjar eru líklega eitt þekktasta dæmið í þessu sambandi.) Hins vegar eru það yfirleitt leigugreiðslur af fjármagni sem skipta mestu máli fyrir þáttajöfnuðinn. Erlendar lántökur draga á eftir sér slóða af vaxtagreiðslum sem fara í gegnum viðskiptajöfnuð og þannig getur erlend skuldsetning orðið mjög þyngjandi þrátt fyrir að lán séu endurfjármögnuð og höfuðstóllin sé ekki greiddur niður.

Vandinn er einnig sá að ef eitthvert land lendir í greiðsluvandræðum hækkar endurfjármögnunarkostnaður mjög fljótt á erlendum mörkuðum þar sem fjárfestar gera kröfu um áhættuálag. Þannig getur greiðsluþrot hæglega komið fram sem sjálf-uppfyllandi spádómur. Skuldir þjóðríkja geta breyst snögglega frá því að vera vel innan þolmarka í að verða að myllusteini um háls ef fjármálamarkaðir missa trúna á greiðsluhæfi viðkomandi ríkis, líkt og hefur gerst nú á undanförunum misserum með nokkur skuldug Evrópuríki í kjölfar fjármálakrísunnar. Vandinn er enn meiri fyrir þau lönd sem eru með sjálfstæða mynt þar sem hækkandi vaxtaálag og vandræði við erlenda endurfjármögnun munu setja þrýsting á greiðslujöfnuð, er lækkar gengi viðkomandi gjaldmiðils og hækkar höfuðstól erlendra skulda í innlendri mynt talið. Með þessum hætti hækkar fjármögnunarkostnaður allra innlendra aðila sem hafa erlendar skuldbindingar en ekki tekjur í erlendri mynt og eykur enn á þann greiðsluvanda sem kann að vera að skapast. Þannig getur hækkandi vaxtaálag hæglega þróast yfir í mjög alvarlega gjaldeyris-/skulda-/bankakreppu.

Af þessum sökum skiptir miklu undir hvaða formerkjum fjármagn er flutt inn til einhvers lands. Frá hagfræðilegu sjónarmiði er hægt að skipta fjármagnsfærslum í tvennt: Kaup á hlutafé sem vanalegast eru kölluð bein erlend fjárfesting<sup>11</sup> og síðan skuldahreyfingar.<sup>12</sup>

### **Fjármagnsjöfnuður = eiginfjárfjöfnuður + skuldajöfnuður**

Í samhengi greiðslujafnaðar er töluverður eðlismunur á lánnum og hlutafé. Lánveiting er aðeins leiga á fjármagni með ákvæðum um vexti og afborganir þó að skilmálar lánsins geti sett einhverjar skorður á hegðun lántakans til góðs eða ills. Það sem skiptir máli er að lántaki geti komið með veð eða tryggingar um að geta borgað aftur, en öðru leyti er meðferð fjármunanna á hans eigin ábyrgð. Aftur á móti fela kaup á hlutafé í sér að fjárfestir kaupir hlut í framtíðarhagnaði fyrirtækis og ber áhættuna með því og verður afgangskröfuhafi (residual claimant).

Frá sjónarmiði greiðslujafnaðar er bein erlend fjárfesting mun öruggari fjármögnun en lántaka þar sem hinn erlendi eigandi hlutafjár fær aðeins arð af fjárfestingu sinni ef hún skilar hagnaði. Og ef verkefnið gengur alls ekki upp þá lendir tapið á afgangskröfuhöfunum – þeim sem eiga hlutaféð – og lítið sem ekkert fer aftur út í gegnum greiðslujöfnuðinn. Það er því grundvallarmunur á þeirri þjóðhagslegu áhættu sem fylgir því fyrir lítil opin hagkerfi að taka við erlendu fjármagni sem beinni erlendri fjárfestingu eða sem lánnum. Bein erlend fjárfesting er því með raun og réttu þjóðhagsleg áhættudreifing fyrir viðkomandi land þar sem útlendir fjárfestar taka á sig hluta af rekstraráhættu atvinnulífsins með því leggja fram eigið fé. Með því að gerast hluthafar í atvinnulífinu eru hinir erlendu fjárfestar orðnir hluthafar í samfélaginu sem geta ekki hlaupist á brott þegar skammtímaáföll ríða yfir.

Samhliða því að reiða fram hlutafé leggja fjárfestarnir fram bæði þekkingu og viðskipta-tengsl til að féð ávaxtist í nýju landi. Ótal rannsóknir hafa einnig sýnt fram á hvernig tækni og þekking berast á milli landa með eiginfjárflutningum, hvort sem er með stofnun nýrra fyrirtækja eða kaupum á ráðandi hlut í starfandi fyrirtækjum. Eiginfjárfærslur eru því ómissandi hluti af útbreiðslu nýjunga, framfara og aðlögunar og þau lönd sem loka sig frá þessum síkviku straumum bjóða jafnframt hættunni heim á stöðnun. Það á jafnt við um rík lönd sem fátæk. Fyrirtæki í eigu erlendra fjárfesta greiða aukin heldur yfirleitt hærra laun en þekkist meðal annarra fyrirtækja á hverju atvinnusvæði, en almennt séð njóta þau lönd sem eru opin fyrir beinni erlendri fjárfestingu hraðari hagvaxtar. Slíkur þekkingarflutningur er gríðarlega mikilvægur fyrir þær þjóðir sem eru skammt á veg komnar við að tileinka sér nútíma framleiðsluhætti eða geta sökum fólksfæðar ekki verið í fararbroddi í öllum þekkingarferlum. Þessar tvær tegundir landa búa við

<sup>11</sup> Samkvæmt skilgreiningu felst bein erlend fjárfesting (foreign direct investment) í kaupum fjárfestis á 10% eða meira af atkvæðisbæru eiginfé í fyrirtæki sem er í öðru landi en hans eigin.

<sup>12</sup> Samkvæmt viðmiðum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er venja að skipta fjármagnsjöfnuði niður í fimm megin flokka. Í fyrsta lagi beina erlenda fjárfestingu (foreign direct investment), í öðru lagi verðbréfavíðskipti (portfolio investments), í þriðja lagi afleiðuvíðskipti (derivatives), í fjórða lagi aðrar fjármagnshreyfingar (other investments) og í síðasta lagi breytingar á gjaldeyrisforða.

lítinn innanlandsmarkað – annaðhvort vegna lágra atvinnutekna eða fólksfæðar – og vélvæðing framleiðsluferla hlýtur þá að miðast við erlenda markaði fremur en innlenda. Þekking á þessum erlendu mörkuðum skiptir ákaflega miklu og er eitt af því helsta sem fjölþjóðafyrirtæki leggja fram er þau fjárfesta í téðum löndum.

Hægt er að sjá fyrir sér að beinar erlendar fjárfestingar í atvinnugreinum sem ekki koma nálægt útflutningi geta skapað gjaldmiðlamisræmi þar sem hagnaður þeirra er aðeins í innlendri mynt en skuldagreiðslurnar í erlendri mynt. En í stóra samhenginu er þetta yfirleitt fremur lítill áhættuþáttur. Hins vegar leiðir notkun erlends lánsfjár sjálfkrafa til aukinnar þjóðhagslegrar áhættu fyrir viðkomandi land þar sem veður geta skipast mjög skjótt í lofti á fjármagnsmörkuðum. Staðreyndin er einnig sú að stór hluti af fjármagnsflæði á milli landa er rekinn áfram af fjárfestum sem ætla sér aðeins stutt stopp í viðkomandi landi og reynslan sýnir að styggð kemur mjög auðveldlega að þeim. Og þá er hlauðið heim eins og fætur toga með fjármagnið. Þetta leiðir hugann að þeirri spurningu undir hvaða formerkjum fjármagn ferðast á milli landa.

## 5.6 Vandamálið við vaxtamunarviðskipti

Samkvæmt hinni hreinu, klassísku, hagfræðilegu kenningu ætti raunvaxtamunur að reka áfram fjármagnsflæði á milli landa. Ef lítið er til hvers lands ættu raunvextir að ráðast – líkt og raungengi – af djúpum hagfræðilegum þáttum á fjármagnsmarkaði sem stjórna framboði og eftirspurn eftir sparnaði (eða lánsfé). Í því framhaldi mun fjárfesting stillast af með þeim hætti að jafnvægisvextir séu jafnir jaðarframlegð fjármagns (marginal product of capital). Nú er það svo að framlegð/framleiðni fjármagns ræðst af hlutfalli annarra framleiðsluþátta sem eru til staðar.<sup>13</sup> Þjóðir sem eru með lítið af fjármagni en með mikið af vinnuafli – eins og á við um allar fátækar þjóðir – búa við fjármagnsskort. Skorturinn lýsir sér í mjög mikilli jaðarframlegð fjármagns og háum vöxtum en téð lönd hafa aftur á móti yfrið nóg af vinnandi höndum sem veldur mjög lítilli jaðarframlegð vinnuafli og lágum launum. Þau lönd sem eru með hlutfallslega mikið af fjármagni en lítið af vinnuafli – eins og á við um allar ríkar þjóðir – búa við tiltölulega lága jaðarframlegð fjármagns og lága vexti en háa jaðarframlegð vinnuafli og há laun.

Galdur iðnbyltingarinnar felst einmitt í því að auka framleiðni vinnuafli og bæta kjör fólks með aukinni vélvæðingu og uppsöfnun fjármagnsstofns. Og byltingin á að dreifast um heiminn með alþjóðaviðskiptum sem eru drifin áfram af mismun bæði raunlauna og raunvaxta. Fjármagnsrík lönd eiga að flytja út vörur sem eru fjármagnsfrekar í framleiðslu og jafnframt á fjármagn að flytjast til þeirra landa sem eru með hærri raunvexti vegna þess að þau skortir fjármagn. Vinnuafllsík lönd eiga aftur á móti að flytja út vinnuafllsfrekar vörur og jafnframt á fólk að flytjast frá þeim til launahærri landa. En ein

<sup>13</sup> Lögmálið um fallandi jaðarframlegð er eitt af grundvallarlögmálum hagfræðinnar. Það gerir ráð fyrir því að ef aukið er við einn framleiðsluþátt mun það ávallt auka við framleiðsluna en afraksturinn minnkar eftir því sem vægi þessa þátta eykst á kostnað annarra þátta. Þannig mun uppsöfnun fjármagnsstofns lækka raunvaxtastigið ef sú uppsöfnun er hraðari en hlutfallsleg aukning vinnuafli á sama tíma. Hin hliðin á peningnum er aftur á móti sú að ef vægi eins þátta vex á kostnað annarra framleiðsluþátta mun framlegð þeirra hækka. Þannig mun uppsöfnun fjármagnsstofnsins hækka framlegð vinnuafli og launastig.

af grundvallar kennisetningum hagfræðinnar – kennd við sænsku hagfræðingana Eli Heckscher og Bertel Ohlin – segir að ekki skipti máli hvort lönd eigi í viðskiptum með afurðir eða framleiðsluþætti, það muni koma í sama stað niður. Frjáls utanríkisviðskipti eiga að jafna bæði laun og vexti um allan heiminn og gera öll lönd jafnrík.<sup>14</sup> Sjá nánar í boxi 5.2.

Í þessu er töluverður sannleikskjarni en einnig mikil einföldun. Til eru mörg dæmi um hvernig þessir kraftar hafa verkað með réttum hætti og lönd hafa hoppað frá örbirgð til bjargálna með árangursfullri alþjóðavæðingu. Staðreyndin er sú að fjármagn eitt og sér dugar skammt ef þekking og hugvit koma ekki með því og auk þess verður ákveðinn stofnanarammi að vera til staðar í viðkomandi landi svo frjáls viðskipti geti blómgast. Hér má telja öruggan eignarrétt, virka dómstóla og annað eftir þeim götunum.<sup>15</sup> Hins vegar er heldur verra að raunvaxtamunur er aðeins einn af þeim þáttum sem leiða áfram fjármagnsviðskipti og margt annað kemur til skjalanna þegar litið er til skemmri tíma.

Eitt helsta grundvallarlögmál hagfræðinnar kallast óvarið vaxtajafnvægi (uncovered interest parity) sem markar högnun á fjármagnsmarkaði með sama hætti og lögmálið um jafnvirði verðs markar jafnvægi á vörumarkaði. Þetta lögmál er hægt að rita með neðangreindum hætti:

#### **Vænt gengishreyfing heimajaldmiðils = innlendir nafnvextir – erlendir nafnvextir**

Óvarið vaxtajafnvægi segir einfaldlega að fjármagn elti uppi vaxtamun á milli landa að teknu tilliti til gengisáhættu. Þannig að ef eitt land hækkar vexti umfram önnur mun erlent fjármagn leita til þess lands þar til áhættan við gengisveikingu samsvarar vaxtamuninum. Í þessu skammtímasamhengi eru það nafnvextir en ekki raunvextir sem skipta höfuðmáli. Fyrir þann sem býr í landi A en fjárfestir í landi B gildir einu hver verðbólgan er í landi B þar sem hann mun verja fjármunum sínum í sínu heimalandi, landi A. Það sem skiptir hann máli er á hvaða gengi hann getur skipt peningum í gjaldmiðli B yfir í sinn eigin heimajaldmiðil. Þessi staðreynd skiptir höfuðmáli þegar kemur að því að skýra þann óstöðugleika sem oft hlýst af fjármagnsflutningum á milli landa; fjárfestar til skamms tíma elta nafnvexti á milli landa en ekki raunvexti. Nafnvextir ráðast sem kunnugt er annars vegar af raunvaxtastigi og hins vegar af verðbólguvæntingum.<sup>16</sup> Frjálsum utanríkisviðskiptum er aðeins ætlað að jafna raunvaxtastigið en verðbólguvæntingar ráðast af peningamálastefnu og efnahagslegum aðstæðum hvers lands og geta því verið ólíkar á milli landa um ótakmarkaðan tíma. Það felur í sér að ef eitthvert land hefur háar verðbólguvæntingar mun það leiða til nafnvaxtamunar við útlönd sem getur leitt til óhóflegrar gengisáhættu og dregið að skammtímafjármagn.

<sup>14</sup> Þrátt fyrir fullkomið frelsi í fjármagnsviðskiptum og jöfnun raunvaxta yfir heiminn geta vextir verið mismunandi á milli landa vegna mismunandi áhættuálags, lánshæfismats og svo framvegis. Jöfnun raunvaxta táknar aðeins jöfnun áhættulausra vaxta (risk free rates) samkvæmt fræðunum. Hitt er annað mál að áhættulausa vexti er líklega hvergi að finna í raunveruleikanum. Fyrir daga fjármálakrisunnar var oft miðað við vexti af bandarískum ríkisskuldabréfum sem þá vexti er kæmust næst því að kallast áhættulausir, en það gera fáir á okkar viðsjárverðu tímum.

<sup>15</sup> Sjá til að mynda bók Hernando de Soto „The Mystery of Capital“ frá árinu 2003.

<sup>16</sup> Samkvæmt Fisher reglunni er vaxtajafnvægið svona: Nafnvextir = raunvextir + vænt verðbólga

Alþjóðleg fjármagnsviðskipti eru að langmestu leyti stunduð í fimm myntum: Bandaríkjadollurum, breskum pundum, evrum, japönskum jenum og svissneskum frönkum. Þessir gjaldmiðlar eru einnig oft kallaðir forðamyntir (reserve currencies) og um 98% af öllum alþjóðlegum skuldabréfaútgáfum eru í þessum ofantöldum myntum. Lönd sem standa utan þessara myntsvæða geta ekki sótt sér langtímafjármagn á erlenda fjármagnsmarkaði með því að gefa skuldabréf í heimamynt – þau verða að velja á milli þessara fimm megin mynta. Ómöguleiki á alþjóðlegri lántöku í eigin mynt hefur verið kallaður *erfðasynd* (original sin) þeirra myntsvæða sem hafa ekki alþjóðlegt greiðsluhæfi og tengist ekki nema að takmörkuðu leyti hvernig löndin síðan standa sig í efnahagsmálum. Það eitt að hafa ekki forðamynt (reserve currency) útilokar lántöku í eigin mynt.<sup>17</sup> Þetta felur í sér að höfuðstóll skuldarinnar sem stofnuð er þegar lánsfjármagn flyst til viðkomandi lands er ávallt bókfærður í erlendri mynt og fylgir síðan gengisþróun. Vaxtagreiðslurnar eru þá einnig reiknaðar í erlendri mynt – sem er umreiknuð miðað við gengi heimagjalmiðilsins.

*Erfðasyndin* hefur þær afleiðingar að lönd verða ávallt að taka á sig gengisáhættu ef þau sækja fjármagn á erlenda markaði þar sem vextir og afborganir verða gengistryggð. Slík gengisáhætta þarf ekki að skapa vandamál ef sá sem tekur lánið er úflutningsaðili og er því með tekjur í erlendri mynt, en er stórkostlegur áhættuþáttur fyrir flesta aðra. Hér getur einnig hæglega skapast freistnivandi til erlendra lántöku ef íbúar viðkomandi lands búa við mjög hátt vaxtastig meðal annars vegna þess að verðbólguáhætta er mikil. Það leiðir til þess að innlendir nafnvextir verða mjög háir í samanburði við erlenda vexti og bæði fólk og fyrirtæki freistast til þess að taka gengisáhættuna til þess að tryggja sér lægri vaxtafjármögnun. Yfirleitt gerist þetta með þeim hætti að innlendir fjármálastofnanir sækja erlenda lánsfjármagnið og endurlána síðan gengistryggt inn í hagkerfið. Hins vegar, eins og óvarið vaxtafjafnvægi sýnir, er þetta sýnd veiði en ekki gefin þar sem erlendir og innlendir vextir eru í raun þeir sömu þegar tekið er tillit til gengisáhættu. Til skamms og meðallangs tíma kann gengisþróunin að vera með þeim hætti að erlenda lántaka skili vaxtasparnaði en fyrr fremur en síðar mun sá sparnaður þurkast út og jafnvel gott betur við gengisfall.

Ef lönd gerast verulega frek til fjáris á erlendum fjármagnsmörkuðum og notkun erlends lánsfjármagns verður mjög almenn í efnahagslífinu verður það til þess að gengismismisræmi skapast á milli eigna og skulda: Skuldirnar eru gengistryggðar en eignirnar eru í innlendri mynt. Í slíku hagkerfi munu gengishreyfingar ákvarða eiginfjárstöðu bæði fyrirtækja og heimila. Gengishækkun lækkar skuldir og eykur eigið fé en lækkun eyðir eiginfjármagni. Hægt er að kalla slíka lönd *gengisháð* hagkerfi (currency dependent economies) þar sem gengishreyfingar skipta sköpum fyrir fjármálastöðugleika og framgang peningastefnunnar. Efnahagslífið í slíkum gengisháðum löndum má með réttu kallast afleiða á gjaldeyrismarkaðinn og er óstöðugt eftir því.<sup>18</sup> Ísland var fyrir árið 2008

<sup>17</sup> Sjá Barry Eichengreen og Ricardo Hausmann (1999). „Exchange Rates and Financial Fragility“, In *New Challenges for Monetary Policy. Proceedings of a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*. Eða Ricardo Hausmann og Ugo Panizza, (2003). „On the determinants of Original Sin: An empirical investigation“. *Journal of International Money and Finance* 22 (7): 957.

<sup>18</sup> Sjá Ásgeir Jónsson og Jón Daniélfsson (2005) „Countercyclical Capital and Currency Dependence“. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 14, No. 5, pp. 329-348, December 2005

sýnibókardæmi um gengisháð hagkerfi þar sem bróðurparturinn af skuldbindingum innlendra fyrirtækja var bókfærður í erlendri mynt.

Sama hvatavandamál skapast einnig hinum megin frá, hjá erlendum fjárfestum að sækja sér vaxtamun með því að kaupa innlendar skuldbindingar. Vaxtamunarviðskipti mega með réttu kallast skammsýnn leikur þar sem viðkomandi fjárfestar hafa hugann nær eingöngu við stutta nafnvexti og skammtíma nafngengishreyfingar. Fjölmargir hafa brennt sig í þessum leik en aldrei virðist skortur á nýjum þátttakendum. Staðreyndin er sú að alþjóðlegu fjármagni hefur hætt til þess að elta þessi villuljós í stað þess að streyma inn sem langtímafjárfesting. Raunar er litið á það sem stórkostlegt vandamál um hinn víða heim að óstöðugt flæði „kvikasilfurs“ (hot money) yfirgnæfir aðra fjármagnsflutninga sem eiga sér raunverulegar hagrænar orsakir á gjaldeyrismörkuðum. Hins vegar getur slíkt skammtímaflæði haft veruleg hagræn áhrif í gegnum greiðslujöfnuðinn og skapað þenslu og samdrátt á víxl – og þannig truflað framgang alþjóðavæðingar og iðnvæðingar um heiminn.

## 5.7 Niðurstaða

Það er ekki hægt að nálgast greiðslujöfnuð lands með sama hætti og greiðsluflæði fyrirtækja með því að reikna fast tekjustreymi langt fram í tímann. Greiðslujöfnuður er eins konar afstemmingardákkur fyrir hagkerfið í heild sinni og um leið nokkurs konar þrýstingsrofi þar sem fjárstraumar inn og út úr landinu mætast og skapa þyngdarafi fyrir þróun eftirspurnar. Það skiptir í sjálfu sér ekki höfuðmáli hvort það er afgangur/halli á fjármagnsjöfnuði eða viðskiptajöfnuði sem setur greiðslujöfnuð úr jafnvægi þar sem mjög sterkir hagrænir hvatar ýta honum aftur á núllpunkt. Kjarni málsins er sá að staða greiðslujafnaðar hefur áhrif á lausafjárstöðu hagkerfisins sem getur bæði komið fram sem hreyfing á gjaldeyrismarkaði eða breyting á lausafjárstöðu bankakerfisins. Sú neikvæða hlið er á fjármagnsinnflutningi að hann leiðir oft til þenslu, eignabólu og einkaneyslu. Áhrifin eru ekki að öllu leyti samhverf (symmetric). Ójafnvægi byggist upp með stíganda samfara miklu innflæði á greiðslujöfnuði en aðlögunin kemur oftast fram með ofsakenndum hætti þegar lausafé og/eða gjaldeyrisforði byrjar að renna til þurrðar.

Aðgangur að erlendum fjármagnsmörkuðum opnar möguleika fyrir þjóðir að aðskilja ákvarðanir um neyslu, fjárfestingu og opinber útgjöld og víkka út framleiðslumöguleikajaðarinn til skamms tíma. Hins vegar þarf ávallt að hugsa fyrir heimferðinni þegar sparnaður er sóttur til annarra landa. Í samhengi greiðslujafnaðar ætti erlent fjármagn einkum að vera nýtt af útflutningsgreinum þar sem nýjar erlendar tekjur skapast til þess að endurgreiða peningana. Ef nauðsynlegur viðskiptaafgangur skapast ekki með auknum útflutningi til endurgreiðslu skulda verður raungengið að lækka til þess að færa efnahagslífið niður á lægra neyslustig með minni innflutningi. Slík raungengisaðlögun er yfirleitt fengin með gengisfalli ef viðkomandi land er með eigin gjaldmiðil. Ef svo er mun lægra gengi lækka kaupmátt og draga þannig úr þjóðarútgjöldum. Ef landið er hluti af stærra myntsvæði mun raungengið aðeins lækka með samdrætti og verðhjöðnun. Öllum tilvikum fylgir mikill kostnaður og óstöðugleiki fyrir hvert land við að rétta greiðslujöfnuðinn við aftur ef viðskiptajöfnuður og fjármagnsjöfnuður lenda á misvíxl.



Þessi áhætta er þó mun minnni ef fjármagnið kemur inn sem bein erlend fjárfesting þar sem endurgreiðsla á sér aðeins stað ef fjárfestingarverkefnið gengur upp.

Sú atburðarrás sem er þó algengust – og raunar læðist aftan að mörgum þjóðum – er að erlendar lántökur hefjist upphaflega vegna fjárfestingar í útflutningsgreinum sem skilar sínu. Hins vegar, um leið og fjármagnið fer að streyma mun það valda ruðningsáhrifum með lækkun vaxta og hvetja áfram einkaneyslu og þjónustugreinar samhliða fjárfestingunni. Þannig að á tiltölulega skömmum snýst viðskiptahallinn frá því að vera drifinn áfram af fjárfestingum í útflutningsgreinum yfir í að vera afleiðing ofpenslu og neyslu. Og iðnbyltingin hefur umbreytt í fjármála- og eignabólu.

Frjálsum alþjóðlegum fjármagnsviðskiptum er aðeins ætlað að jafna út raunvaxtamun á milli landa en nafnvaxtamunur getur áfram verið til staðar enda stafar hann af mismunandi verðbólguvæntingum. Þannig getur mismunandi verðbólguþróun leitt til mishárra nafnvaxta og leitt til freistnivanda við erlendar lántökur. Það er hvort tveggja að íbúar hávaxtalandis reyna að taka erlend lán til þess að tryggja sér lægri vexti en taka á sama tíma óhóflega gengisáhættu sem og að erlendir fjárfestar reyna að tryggja sér háa innlenda vexti með kaupum stuttra skuldbindinga þrátt fyrir gengisáhættuna. Þessi vaxtamunarviðskipti leiða til óhóflegrar áhættutöku og óstöðugleika sem hefur komið mörgum löndum í koll.

Viðskiptajöfnuður er þjóðhagsstærð sem er í eðli sínu þung í svifum en fjármagnsjöfnuður er aftur á móti kvikur og hverfull og snýst eftir straumum. Þetta skapar margs konar aðlögunarvandamál þegar til dæmis viðskiptahalli hefur byggst upp sem gerir þá kröfu um jafnt og stöðugt innflæði fjármagns til þess að halda greiðslujafnvægi. Ef síðan straumhvörf verða á fjármagnsmarkaði – fjármagnsinnflæði snýst í útflæði – þá situr viðskiptahallinn eftir ófjármagnaður og greiðslujöfnuður lendir í halla. Seðlabankar geta mætt hallanum með því að selja úr gjaldeyrisforðanum en aðeins til skamms tíma. Um leið og greiðslujöfnuði byrjar að blæða fara mjög öflugir kraftar af stað sem kom fram með lækkun raungengisins, hækkun vaxta og/eða lánastoppi vegna lausafjárvandæða í bankakerfinu.

Þessar hræringar þína fram sársaukafulla þjóðhagslega aðlögun með því að þrýsta niður þjóðarútgjöldum til þess að minnka innflutning og snúa þannig viðskiptajöfnuði í afgang. Slíkt megrunarátak kann að vera hollt fyrir hagkerfið, sem að öllum líkindum hefur komið sér upp viðskiptahalla vegna þenslu og yfirspennu á eignamörkuðum. En breyttur lífstíll þarf sinn tíma. Fossandi halli á greiðslujöfnuði setur svo mikinn þrýsting á aðlögun á svo skömmum tíma að framleiðsla stöðvast og gríðarlegur samdráttur á sér stað. Meinið er einnig að þessi atburðarrás er alls ekki háð því að viðskiptahalli sé til staðar. Fjármagnsflótti einn og sér getur kallað þessa aðlögun fram jafnvel þótt utanríkisviðskiptin séu í jafnvægi, enda eru skammtíma fjármagnshreyfingar oft mikið vandamál á heimsvísu.

Í samhengi lífeyrissparnaðar er hægt að draga tvær ályktanir út frá þeirri greiningu á greiðslujöfnuði sem farið er yfir hér að ofan.

Í fyrsta lagi hefur innflutningur á erlendum sparnaði hneigið til þess að hafa ruðningsáhrif á innlendan sparnað. Það gerist einmitt vegna þeirra jafnvægis krafta sem farið var yfir hér að framan og halda greiðslujöfnuði í jafnvægi: Afgangur á fjármagnsjöfnuði þvingar beinlínis fram halla á viðskiptajöfnuði með hreyfingu bæði raungengis og raunvaxta sem hvetur áfram innlenda eftirspurn. Það gerir Íslendingum ákaflega erfitt um vik að taka í mót erlendri fjárfestingu án þess að hún skapi veruleg ruðningsáhrif og valdi útflutningsatvinnuvegum búsiþjóm með hækkun raungengisins. *Erlend fjárfesting lífeyrissparnaðar ætti að vera ein helsta leiðin til þess að hlutleysa áhrif mikils fjármagnsinnflæðis á greiðslujöfnuðinn og koma í veg fyrir erlend fjárfesting valdi þenslu á innanlandsmarkaði.*

Í öðru lagi, samkvæmt lífshlaupslíkaninu sem kynnt var í kafla 2, er erlend fjárfesting lífeyrissparnaðar hlutlaus gagnvart greiðslujöfnuði ef fjármagnsfærslan til útlanda er jöfn þeirri minnkun innflutnings sem sparnaðurinn skapar. Einn mælikvarði á það væri til að mynda *hlutur innflutnings í þeirri neyslu sem er frestað vegna lífeyrisiðgjalda*. Þá munu viðskiptaafgangur og halli á fjármagnsjöfnuði standast á og raungengið hnikast ekki frá jafnvægi. Ef hins vegar þessum lífeyrissparnaði er ekki fjárfest heldur haldið inni í landinu, svo sem vegna fjármagnshafta, mun viðskiptaafgangurinn sem lífeyrisiðgjöldin skila leiða til ruðningsáhrifa og hækkunar raungengisins upp fyrir jafnvægi og örva þjóðarútgjöldin allt þar til afgangurinn er horfinn. Þessi áhrif eru til viðbótar þeim að lífeyrissparnaðurinn hafi minni valmöguleika í fjárfestingum í höftum og muni þar af leiðandi hneigjast til að fara í óarðbærari fjárfestingar en ella þar eð hluti fjárfestingarkosta er ekki til staðar. *Með öðrum orðum, þensluáhrif af innbyggingu lífeyrissparnaðar eru þau sömu og af miklu erlendu innflæði á fjármagnsjöfnuð.*

Setning fjármagnshafta felur þó ekki endilega í sér raunverulega lokun fjármagnsviðskipta – þau halda áfram og samhengið á milli utanríkisviðskipta og fjármagnsjafnaðar er áfram hið sama. Höftin aftur á móti *stjórnmalavæða fjármagnsviðskiptin* þar sem fjármagnsfærslur lúta annaðhvort pólitískt ákvörðuðu undanþáguferli eða eru á vegum ríkisins sjálfs. Stjórnmalavæðing fjármagnsviðskipta hefur einnig tilhneigingu til þess að leiða til íhlotunar um það hvernig fjármagninu er varið innan landsins. Þannig verða fjárfestingarnar ákvarðaðar á pólitískum vettvangi fremur en á hinum frjálssa markaði sem yfirleitt leiðir til missetningar fjármagns (misallocation of capital).

Með haftasetningu er hægt að ná stöðugleika í fjármagnsjöfnuði og til að mynda koma í veg fyrir að fjármagnshreyfingar séu sífellt að trufla raunhagkerfið. Hins vegar er kostnaðurinn gríðarlegur til lengri tíma þar sem höftin loka á þekkingarflakkið sem alþjóðleg framleiðsluþáttaviðskipta skapa. Einn af helstu kröftunum að baki iðnvæðingunni er stærðarhagkvæmni hvort sem um er að ræða fjármagn (capital) eða mannauð (human capital). Það er mikið mein að landið fari á mis við erlenda fjárfestingu en enn verra er þó að íslensk fyrirtæki lokast inni á sínum litla heimamarkaði.

## Box 5.2

## Tuskudýra-lögmálið

Árið 1933 gaf ungur sænskur hagfræðingur við Stokkhólmsháskóla, Bertil Ohlin að nafni, út bók þar sem leitast er við að skýra útflutning á milli landa. Ohlin byggði greiningu sína á hugmyndum lærifóður síns við Stokkhólmsháskóla, Eli Heckser, sem ritað hafði grein um svipað efni nokkru áður. Framlag þeirra beggja er oft sett undir einn hatt sem *Lögmál Heckscher-Ohlin* sem hefur orðið að hornsteini í kenningum um alþjóðaviðskipti. Lögmálið segir einfaldlega að *ef eitthvert land hefur hlutfallslega meira af einum framleiðsluþætti en önnur lönd muni það sama land flytja út þær vörur sem eru frekar á viðkomandi framleiðsluþátt sem gnótt er af*. Þannig ættu lönd sem hafa mikið af fólki en lítið fjármagn að flytja út vinnuafsfrekar vörur, svo sem vefnað og klæðnað, en flytja inn fjármagnsríkar vörur líkt og vélar og tæki.

Þetta lögmál heldur vel í raunveruleikanum, einkum fyrir þann hluta utanríkisviðskipta sem snýr að auðlindum en einnig þann er snýr að viðskiptum á milli ríkra og fátækra, mannmargra landa – og kann að þykja fremur augljós sannindi á vorum tímum. Stór hluti af útflutningi Bangladesh, Indlands og Kína, svo dæmi séu tekin, er vinnuafsfrekar.

Hins vegar fellur annað lögmál út úr greiningu þessara tveggja sænsku hagfræðinga sem er fjarri því að vera jafn augljóst en það er *lögmálið um jöfnun framleiðsluþáttaverðs* fyrir tilstilli utanríkisviðskipta. Það felur í sér að téður útflutningur Kína og Bangladesh á eljuverkum milljóna, fótum, klæðum og öðrum vinnuafsfrekum vörum, ætti sjálfkrafa að leiða til þess að laun þar ættu að hækka til jafns við það sem þekkist í hinum þróaðri löndum. Það kann að hljóma heldur ótrúverðugara, en röksemdafærslan er eftirfarandi:

Ofgnótt af ákveðnum framleiðsluþætti hjá einu landi leiðir til þess að verð þess þáttar verður mjög lágt í samanburði við önnur lönd. Lág laun í þróunarlöndum eru því til vitnis um mikinn fjölda af vinnandi höndum en lítið af fjármunum (capital) fyrir þær hendur að vinna við. Hins vegar um leið og útflutningur hefst á vinnuafsfrekum framleiðsluvörum mun það sjálfkrafa leiða til aukinnar eftirspurnar eftir vinnuafli sem mun hækka launastigið. Með áframhaldandi framþróun utanríkisviðskipta mun þessi útflutningur á vinnuafsfrekum vörum að lokum leiða til þess að launastig hækkar og leitar í átt til þess sem þekkist í hinum ríkari löndum.

Framgangur lögmálsins um jöfnun þáttaverðs getur tekið tíma og oltið á mörgum öðrum hlutum tengdum alþjóðaviðskiptum, svo sem beinni erlendri fjárfestingu, stofnanaumhverfi og mörgu öðru. Hægt er þó að nefna mörg dæmi um hvernig lönd hafa hafið þátttöku í alþjóðaviðskiptum með útflutningi á framleiðslu sem byggir á gnótt af ódýru vinnuafli en svo eftir að hjólin fara að snúast fíkra löndin sig áfram til aukinnar auðlegðar og kaupmáttar og fara að framleiða aðrar vörur.

Hægt er að lesa þessa þróun af hagtölum, hvernig margar Asíuþjóðir hafa náð að hefja sig upp til bjargálfa í krafti utanríkisviðskipta. Hana er einnig hægt að sjá af því hvernig hin mannaflsreka framleiðsla tuskudýra hefur færst á milli landa. Sú var tíðin á áttunda áratugnum að tuskudýr og bangsar báru merki sem á stóð „Made in Hong Kong“ eða „Made in Taiwan“ en á þessum tíma voru þessi tvö lönd mjög vinnuafsrík láglaunasvæði. Bangsar frá þessum tveimur löndum eru nú sjaldséðir enda njóta þau nú lífskjara á borð við vestrænar þjóðir.

## Box 5.2

---

Á níunda áratugnum voru tuskudýrin merkt „Made in South Korea“ en það land hefur nú einnig útskrifast frá bangsasaumi og er á góðri leið með að ná vestrænum lífskjörum. Á tíunda áratugnum birtist síðan „Made in China“ og ekki þarf að fara mörgum orðum um þær gríðarmiklu efnahagsframfarir sem hafa átt sér stað þar, þó að enn sé til staðar hafsjór af ódýru vinnuafli. Og nú eru farnir að birtast miðar merktir öðrum löndum á tuskudýrum, svo sem „Made in Bangladesh“ eða „Made in the Philippines“. Staðreyndin er þessi: Um leið og utanríkisviðskipti hefjast og útflutningur á vinnuafsfrekum vörum hefst mun launastigið fara að hækka og ef framþróunin er með eðlilegum hætti munu aðrar aflvélar knýja áfram hagvöxt og bætt lífskjör.