



VIÐSKIPTARÁÐ
ÍSLANDS

ÍSLENSKA KRÓNAN

BYRÐI EÐA BLÓRABÖGGULL?

ÍSLENSKA KRÓNAN

BYRÐI EÐA BLÓRABÖGGULL?

RITSTJÓRN:

**Finnur Oddsson
Frosti Ólafsson
Haraldur I. Birgisson**

**VIÐSKIPTARÁÐ ÍSLANDS
KRINGLAN 7
103 REYKJAVÍK
ÍSLAND**

FEBRÚAR 2008

**©VIÐSKIPTARÁÐ ÍSLANDS 2008
ISBN: 978-9979-9795-5-5**

**RIT ÞETTA MÁ AFRITA MEÐ
LEYFI VIÐSKIPTARÁÐS
ÍSLANDS**

**UPPSETNING OG UMBROT
GREG EMERSON BOCQUET**

EFNISYFIRLIT

INNGANGUR	3
-----------	---

1. HLUTI

KAFLI 1

PÆTTIR SEM Hafa UNNIÐ GEGN PENINGASTEFNUNNI	6
--	---

Erfitt verkefni Seðlabanka Íslands	6
Margt hefur lagst á eitt	7
Almenn umsvif hins opinbera fara vaxandi	9

HVAÐ ÞARF AÐ GERA TIL AÐ HALDA KRÓNUNNI?	13
---	----

Starfsemi hins opinbera styðji betur við peningastefnu Seðlabankans	13
Stjórnvöld axli ábyrgð	15
Ákvarðanir stjórnvalda styðji við hagstjórn	16

KAFLI 2

PÆTTIR SEM DRAGA ÚR MÆTTI PENINGASTEFNUNNAR	19
--	----

Bitlaus verkfæri Seðlabanka Íslands	19
Vextir bíta á stuttum lánum en ekki löngum	21
Vægi gengisfarvegsins hefur aukist	21
Hvað felur hugtakið miðlunarferli peningastefnunnar í sér?	21
Stjórnvöld hafa sett boltann í eigið net	23
Verðtrygging dregur úr virkni peningastefnunnar	25
Hvar eru skuldabréf ríkissjóðs?	25
Seðlabankinn birtir nú eigin vaxtasþá	26

<i>Alþjóðavæðing og vaxtamunarviðskipti</i>	26
<i>Hvað eru vaxtamunarviðskipti?</i>	27
<i>Gengi krónunnar hefur verið skrykkjótt</i>	28
<i>Háir vextir laða að fjármagn</i>	30
<i>Þróun á erlendum mörkuðum orðin ráðandi þáttur</i>	30
<i>Grunnur gjaldeyrismarkaður</i>	31
<i>Gengisbreytingar leiða hratt út í verðlag</i>	32
<i>Erlend lán og auðsáhrif</i>	34
<i>Fylgni í gengi krónunnar og innlands hlutabréfaverðs</i>	34
<i>Áhrif alþjóðavæðingar fjármálafyrirtækja á peningamálastefnuna</i>	35
<i>Seðlabankinn fangi eigin vaxta</i>	36
<i>Hversu sjálfstæður er Seðlabanki Íslands?</i>	37
<i>Breytinga er þörf</i>	37

HVAÐ ÞARF AÐ GERA TIL AÐ HALDA KRÓNUNNI? 39

KAFLI 3

III

ALMENNUR KOSTNAÐUR SJÁLFSTÆÐIS Í PENINGAMÁLUM 46

<i>Sjálfstæður gjaldmiðill dregur úr utanríkisviðskiptum</i>	47
<i>Erlend fjárfesting og áhættudreifing hagkerfisins minni en ella</i>	47
<i>Vaxtaálag krónunnar</i>	48
<i>Þörf á sterkari lánveitanda til þrautarvara.</i>	48

HVAÐ ÞARF AÐ GERA TIL AÐ HALDA KRÓNUNNI? 51

<i>Uppgjör í erlendri mynt</i>	51
<i>Skráning hlutabréfa í erlendri mynt</i>	51
<i>Lykilorðið er jafnvægi</i>	53

2. HLUTI

KAFLI 1

ÆTTI ÍSLAND AÐ AFSALA SÉR SJÁLFASTÆÐI Í PENINGAMÁLUM?	56
--	-----------

KAFLI 2

AFLEIÐINGAR UPPTÖKU ANNARRAR MYNTAR	60
<i>Hver yrðu áhrif þess að taka upp evru?</i>	60
<i>Þróun vaxta við upptöku evru og helstu afleiðingar lægra vaxtastigs?</i>	61
<i>Skammtímaáhrif lægra vaxtastigs?</i>	63
<i>Hvað verður um verðtryggða fjármálagjörninga?</i>	63
<i>Áhrif á eignir og skuldir í eitt skipti fyrir öll</i>	63

KAFLI 3

HVAÐA LEIÐIR ERU FÆRAR?	66
AÐILD AÐ EVRÓPSKA MYNTBANDALAGINU	66
<i>Lánveitandi til þrautavara</i>	66
<i>Myntsláttuhagnaður og hlutdeild í honum</i>	67
<i>Samrunaskilyrðin</i>	68
<i>Þátttaka í EMU háð inngöngu í ESB</i>	69

Áhrif og afleiðingar aðildar að Evrópusambandinu	69
<i>Skilyrði aðildar</i>	70
<i>Ferli aðildarviðræðna</i>	70
<i>Upptaka evrunnar tekur líklega 4-5 ár</i>	70

<i>Sjávarútvegs- og landbúnaðarstefna ESB</i>	73
<i>Landbúnaðurinn</i>	74
<i>Breytingar á skattumhverfi</i>	74
<i>Viðskiptastefna ESB</i>	75
<i>Fullveldissjónarmið</i>	75

EINHLIÐA UPPTAKA ANNARRAR MYNTAR

76

<i>Vextir hærri og fjármálastöðugleiki síður tryggður</i>	76
<i>Talsverður beinn kostnaður</i>	77
<i>Jafnvægi er skilyrði</i>	77

MYNTRÁÐ

77

<i>Mikilvægt að afsal peningastjórnar sé trúverðugt</i>	78
---	----

TVÍHLIÐA TENGING GJALDMIÐLA

79

<i>Líklega óraunhæfur kostur</i>	79
----------------------------------	----

FJÖLMYNTA SAMFÉLAG

80

<i>Ýmsir vankantar</i>	80
------------------------	----

ÓFORMLEG EVRUVÆÐING

81

<i>Stjórnvöld stýri atburðarásinni</i>	82
--	----

**NIÐURSTAÐA OG LOKAORÐ
HEIMILDIR**

85
87

FORMÁLI

Á síðustu misserum hefur umræða um fyrirkomulag peningamála á Íslandi farið hratt vaxandi. Málefni sem áður var þrætuepli hagfræðinga, embættismanna og örfárna stjórnmalamanna er nú eitt helsta hitamál samfélagsins. Íslenska krónan er orðin vinsæll skotspónn í fréttáflutningi og fjárförum, þar sem tími hennar er sagður liðinn og tilvistarréttur fallinn.

Ljóst er að slíkar umræður spretta ekki upp af sjálfu sér. Viðvarandi verðbólga, hátt vaxtastig, hátt raungengi og ófyrirsjáanlegar gengissveiflur eru allt þættir sem þar hafa áhrif. Alþjóðavæðing íslensks hagkerfis hefur aukið mikilvægi fyrirkomulags peningamála til muna. Íslenska krónan er örmynt á alþjóðlegan mælikvarða og mikill vöxtur fyrirtækja á erlendri grundu hefur leitt til þess að fyrir mörg fyrirtæki hefur hún reynst fjötur um fót.

Enginn vafi er á því að rekstur sjálfstæðs gjaldmiðils fyrir 300 þúsund manna þjóð hefur ýmsa vankanta í för með sér. Vaxandi alþjóðavæðing gerir Seðlabanka Íslands enn erfiðara um vik og því full ástæða til að kanna til hlýtar þá möguleika sem Ísland hefur í þessum málum með fordómalausum hætti.

Viðskiptaráð hefur verið leiðandi í umræðunni um fyrirkomulag peningamála og leitast við að draga fram sjónarmið ólíkra hópa í þessu máli. Þar ber helst að nefna útgáfu skýrslu Viðskiptaráðs, *Krónan og atvinnulífið*, þar sem fjallað var um framkvæmd peningastefnunnar undanfarin ár, ástæður og afleiðingar hás raungengis og tengsl peningamálastjórnar og ríkisfjármála. Engu að síður virðist sem heildræna stefnumótun skorti hvað peningamál á Íslandi varðar. Því er mikilvægt að þessi mál séu rædd opinskátt og vel ígrundaðar ákvarðanir teknar.

Af þessum sökum var Viðskiptaþingi 2008 valin spurningin hvort íslenska krónan væri byrði eða blóraböggull. Að vanda leitar Viðskiptaráð álits og aðstoðar hjá breiðum hópi félaga til undirbúnings Viðskiptaþings. Þakkið fá þeir sem þátt tóku í undirbúningsfundum sem haldnir voru í aðdraganda þingsins, en þá sátu Aðalsteinn Leifsson, Háskólanum í Reykjavík, Björn R. Guðmundsson, Landsbanka, Erna Bjarnadóttir, Bændasamtökum Íslands, Friðrik J. Arngrímsson, LÍÚ, Friðrik Már Baldursson, Háskólanum í Reykjavík, Friðrik Sophusson, Landsvirkjun, Jóhanna Waagfjörð, Högum, Jón Elvar Guðmundsson, LOGOS Lögmennspjónustu, Jón S. Helgason, KPMG, Knútur G. Hauksson, Heklu, Martin Eyjólfsson, utanríkisráðuneytinu og Þórarinn G. Pétursson, Seðlabanka Íslands. Einnig vill Viðskiptaráð koma á framfæri sérstökum þökkum til þeirra sem lögðu hönd á plóg við gagnavinnslu, ritun skýrslunnar og yfirlestur. Þau eru Friðrik Már Baldursson og Kirstín Þ. Flygenring, Háskólanum í Reykjavík, Birgir Tjörvi Pétursson, RSE, Gísli Már Gíslason, Halldór Benjamín Þorbergsson, Milestone, Högni S. Kristjánsson, utanríkisráðuneytinu, Ingólfur Bender, Glitni, Lúðvík Elíasson, Landsbanka, Martin Eyjólfsson, utanríkisráðuneytinu og Þórarinn G. Pétursson, Seðlabanka Íslands.

Með skýrslu þessari leitast Viðskiptaráð við að leggja fram þá möguleika sem Ísland stendur frammi fyrir í gjaldeyrismálum, viðhorf viðskiptalífsins til málsins og upplegg að þeim aðgerðum sem nauðsynlegar eru óháð því hvert endanlegt stefnumark verður.

Aðalhöfundur skýrslunnar er Frosti Ólafsson, hagfræðingur Viðskiptaráðs Íslands.

INNGANGUR

Í mars 2001 var horfið frá stefnu stöðugs gengis íslensku krónunnar og þess í stað tekið upp verðbólguþéttun sem grundvöll peningamálastjórnar Seðlabanka Íslands. Miðað var við að verðbólga yrði til frambúðar sem næst 2,5%. Samhliða þessu var fest í lög að Seðlabankinn fengi fullt svigrúm til að beita tækjum sínum til að ná þessu markmiði. Þannig bættist Ísland í ört vaxandi hóp landa sem hafa verðbólguþéttun að kjölfestu peningastefnu sinnar.

Árangur síðustu ára gefur fullt tilefni til umræðna um endurskoðun þessarar ákvörðunar. Í grunninn er sjálfstæðri peningastefnu ætlað að draga úr sveiflum í þjóðarbúskapnum, þ.e. sporna gegn ójafnvægi. Ef horft er til síðustu ára er ljóst að ekki hefur tekist vel til. Frá því að verðbólguþéttun var tekið upp hefur íslenskur þjóðarbúskapur gengið í gegnum skeið skammvinnis samdráttar og síðan ofpenslu. Á þessu tímabili hefur verðbólgan að meðaltali verið vel yfir 2,5% verðbólguþéttunni, eða 4,7%, og afar breytileg. Þótt árangurinn sé ívið betri ef einungis er miðað við tímabilið eftir að verðbólguþéttun var náð árið 2003 er hann langt frá því að geta talist ásættanlegur.

Niðurstaða skoðanakönnunar Viðskiptaráðs á meðal forsvarsmanna aðildarféлага sýnir án nokkurs vafa að íslensk fyrirtæki geta illa unað við óbreytt ástand. Þrátt fyrir að forsvarsmenn fyrirtækjanna séu almennt á því að hagstjórn Seðlabankans hafi frekar stuðlað að auknu efnahagsjafnvægi en dregið úr því, þá er meirihluti þeirra ósáttur við fyrirkomulag gjaldeyris- og peningamála hérlandis. Ennfremur telja forsvarsmenn að fyrirtæki verði fyrir viðbótarkostnaði vegna íslensku krónunnar umfram það sem væri með annarri mynt. Þannig eru þrisvar sinnum fleiri fylgjandi en andvígir því að Íslendingar taki upp annan löggeiri en íslensku krónuna. Mest afgerandi eru þó niðurstöður um fjármálastjórn hins opinbera, en verulegur meirihluti telur hana hafa dregið úr efnahagslegu jafnvægi.

3

Fyrir margra hluta sakir hafa aðstæður undanfarinna ára verið afar óvenjulegar og því telja margir að erfitt sé að meta árangur peningastefnunnar á réttmætan hátt. Það má þó allt eins snúa þeirri staðhæfingu við og segja að síðustu ár hafi raunverulega reynt á hvers sjálfstæð peningastefna er megnug. Í þessu samhengi hafa verið dregin fram í dagsljósið fjölmörg vandamál sem seðlabanki smárikis með fljóttandi gengi og verðbólguþéttun getur staðið andspænis.

Mikið af þeim vandamálum sem fylgja þenslu síðustu ára hafa verið rakin til íslensku krónunnar. Ýmsir telja að sterkt gengi síðustu ára og ófyrirsjáanlegar gengissveiflur krónunnar hafi í raun verið uppspretta ójafnvægis og hlutverk hennar sem sveiflujafnandi verkfæri því ekki skilað árangri. Það er því ástæða til að spyrja hvort íslenska krónan sé byrði eða blóraböggull í íslensku hagkerfi.

Skýrsla þessi er í tveimur hlutum. Í þeim fyrri er leitast við að greina þann vanda sem sjálfstæð peningamálastefna hefur skapað á Íslandi undanfarin ár. Til einföldunar er umfjöllun þessa hluta skipt í þrennt. Í fyrsta lagi er farið yfir aðgerðir og ákvarðanir sem hafa *unnið gegn peningastefnu Seðlabankans* með beinum hætti frá því að verðbólguþéttun var tekið upp. Í öðru lagi er greint frá þeim þáttum í íslensku hagkerfi sem hafa *dregið úr áhrifamætti peningastefnu Seðlabankans*. Í þriðja lagi er stiklað á stóru um þann *almenna kostnað sem fylgir sjálfstæðri peningamálastefnu*. Í kjölfar hvers kafla eru lagðar fram tillögur sem allar miða að því að bæta árangur peningastefnu Seðlabanka Íslands og draga úr kostnaði sjálfstæðrar peningamálastefnu. Ef stefnt er að því að halda íslensku krónunni og efla trúverðugleika Seðlabanka Íslands eru þetta umbætur sem nauðsynlegt er að ráðast í af fullum þunga sem allra fyrst.

Síðari hluti skýrslunnar miðar að því að svara spurningunni hvort hagkvæmt væri fyrir Íslendinga að taka upp annan gjaldmiðil. Af hagrænum ástæðum er sjónum einkum beint að upptöku evru enda er meirihluti utanríkisviðskipta Íslands við lönd á evrusvæðinu. Margt virðist benda til þess að hagrænn ávinningur myndi fylgja upptöku evru. Þetta á fyrst og fremst við ef um inngöngu í Efnahags- og myntbandalag Evrópu (EMU) væri að ræða, en þátttöku fylgja einnig skilyrði sem óvíst er að þyki fýsileg. Þar er fyrst og fremst átt við aðild að Evrópusambandinu.

Svo virðist sem skýra stefnumótun skorti í þessu mikilvæga máli. Þannig hafa stjórnvöld litið framhjá þeim vandamálum sem óhjákvæmilega tengjast sjálfstæðri peningamálastefnu á einn eða annan hátt. Til að rekstrarskilyrði fyrirtækja og samkeppnisstaða hagkerfisins verði sem ákjósanlegust er mikilvægt að móta stefnu og taka vel ígrundaðar ákvarðanir með langtímahagsmunum í huga.

Í skýrslunni eru reifaðir þeir möguleikar sem Ísland stendur frammi fyrir í gjaldeyrismálum, viðhorf viðskiptalífsins til málsins og upplegg að þeim aðgerðum sem nauðsynlegar eru óháð því hvert endanlegt stefnumark verður.

1. HLUTI

KAFLI 1

PÆTTIR SEM HAFA UNNIÐ GEGN PENINGASTEFNUNNI

Góð efnahagsstjórn felur í sér að framleiðslugeta hagkerfis er nýtt eins vel og mögulegt er, með sem minnstum sveiflum. Þetta er ekki einfalt verkefni enda hagkerfi flókið og margslungið fyrirbæri þar sem þróunin ræðst af daglegum ákvörðunum allra þátttakenda þess. Ómögulegt er að samhæfa ákvarðanir allra þegna samfélagsins (og í raun óæskileg ef því væri að skipta) og því fellur ábyrgð á jafnvægi að mestu leyti á tvo aðila. Annars vegar hið opinbera, sem stýrir stórum hluta af eftirspurn hagkerfisins, og hins vegar Seðlabankann sem er ætlað að draga úr sveiflum í umsvifum hagkerfisins í gegnum peningamálastefnu sína.

Íslensk stjórnvöld hafa kosið að setja verðstöðugleika sem höfuðmarkmið peningamálastefnu Seðlabanka Íslands. Þar sem mikil fylgni er á milli verðbólgu og framleiðslu ætti framfylgd verðbólgu markmiðs að stuðla að jöfnun raunhagkerfisins. Ná Seðlabankinn trúverðugleika í markmiðum sínum skapa þau akkeri fyrir stjórnun peningamála og binda verðbólguvæntingar sem leiðir til meiri stöðugleika. Ein mikilvægasta forsenda þess að markmið um verðbólgu náist er að hið opinbera styðji við markmið Seðlabankans með fjármálastjórn sinni. Hér er rétt að árétta að með hinu opinbera er ekki eingöngu átt við ríkissjóð enda hefur aukin hagstjórnarleg ábyrgð færst yfir á sveitarfélög í seinni tíð með auknum umsvifum þeirra.

Erfitt verkefni Seðlabanka Íslands

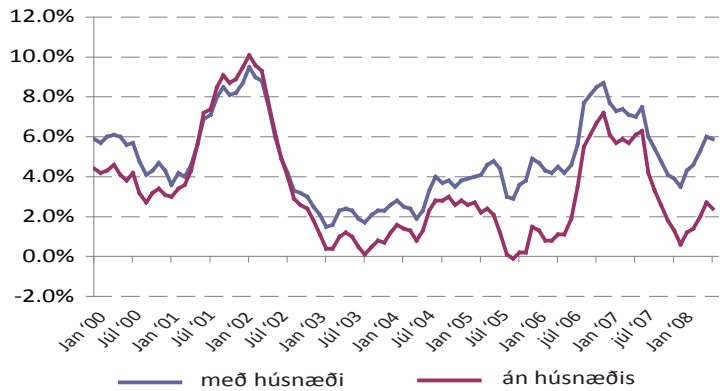
Óhætt er að segja að hlutverk Seðlabankans í þessu samstarfi hafi verið afar krefjandi síðustu ár. Þrátt fyrir að staða ríkissjóðs sé sterk og mikill hluti skulda hans hafi verið greiddur upp á síðustu árum hefur stefnumörkun og fjármálastjórn hins opinbera ekki verið til þess fallin styðja við verðbólgu markmið Seðlabankans. Að sama skapi er mikilvægt að horfa til þeirra upphafsskilyrða í hagkerfinu sem bankinn þurfti að glíma við.

Þegar krónan var sett á flot árið 2001 var Ísland á barmi gjaldeyriskreppu. Þannig hafði Seðlabankinn varið stórum hluta gjaldeyrisforðans í að verja gengi krónunnar, sem átti verulega undir högg að sækja í ljósi mikils viðskiptahalla á þeim tíma. Verðbólga var yfir markmiðum í upphafi, eða nálægt 4%, og um leið og krónan var sett á flot lækkaði gengi hennar hröðum skrefum. Fyrir vikið færðist verðbólgan í aukana og náði hámarki í ársbyrjun 2002 þegar hún mældist 9,4%. Þrátt fyrir þetta tókst að ná verðbólgu markmiðinu síðar þetta ár, ekki síst fyrir tilstilli samdráttar í innlendri eftirspurn og hækkandi gengis krónunnar. Það má því að miklu leyti skýra vandamál á fyrstu árum verðbólgu markmiðs með þeim aðstæðum sem voru fyrir hendi þegar skipt var um fyrirkomulag peningamála (Arnór Sighvatsson, 2007).

Þrátt fyrir að verðbólgu markmiðinu hafi verið náð tímabundið var það skammvinn sæla. Frá því í nóvember 2002, þegar verðbólgu markmiðinu var fyrst náð, hefur verðbólga verið að meðaltali 3,7% og sveiflast frá 1,6% upp í 8,6%. Frá því í ágúst 2005 hefur 12 mánaða meðalverðbólgu einungis einu sinni verið fyrir neðan 4%, en það var í júlí og ágúst árið 2007. Þar vegur þungt lækkun neysluskatta í mars 2007 og því ólíklegt að verðbólga hefði farið niður fyrir 4% ef ekki hefði komið til þeirra aðgerða. Það má því gera ráð fyrir að undirliggjandi verðbólga á þeim tímamarki hafi verið hærri. Verðbólga hefur því nánast stöðugt verið yfir efri þolmörkum Seðlabankans undanfarin tvö og hálf ár.

MYND 1
12 MÁNADA BREYTING
VÍSITÖLU NEYSLUVERDS

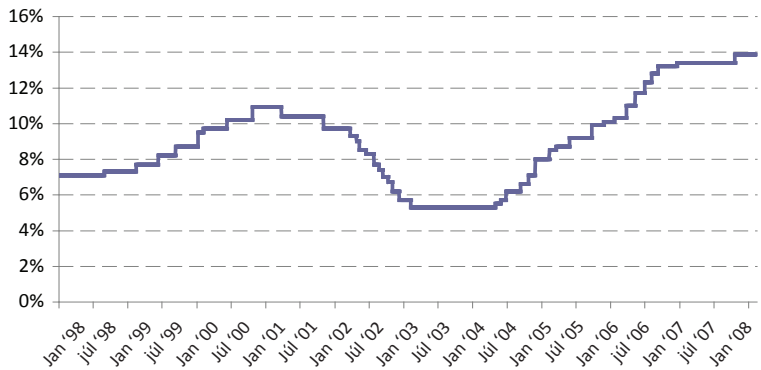
Heimild: Hagstofa Íslands



Seðlabanki Íslands hefur þó sannarlega ekki staðið á hliðarlínunni og fylgst með aðgerðalaus. Það má mögulega færa fyrir því rök að bankinn hafi á tíðum hækkað vexti of seint og of lítið, en engu að síður hafa stýrivextir hækkað úr 5,2% vorið 2004 í 13,75% í dag.

MYND 2
STÝRIVEXTIR SEÐLABANKA
ÍSLANDS

Heimild: Seðlabanki Íslands



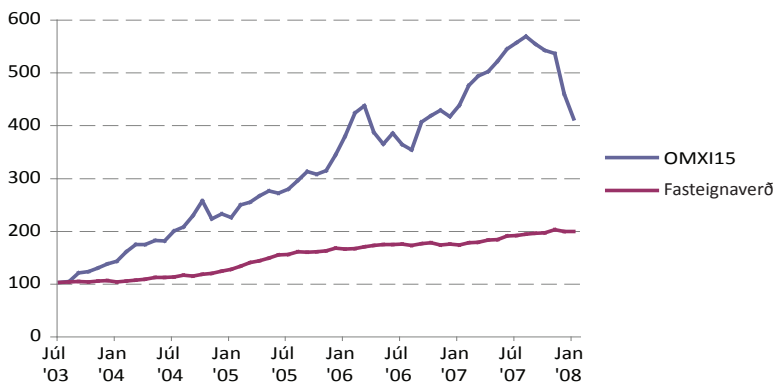
Meginorsök verðbólgunnar er ekki skortur á aðhaldi Seðlabanka Íslands heldur eftirspurnarsprenging í kjölfar gríðarlegra hækkana á eignamörkuðum, aukins aðgengis að lánsfjármagni, breytinga á húsnæðislánamarkaði, kaupmáttaraukningar og fjármunamyndunar sem á sér ekki hliðstæðu í íslenskri hagsögu. Þessa þróun má að miklu leyti rekja til ákvarðana stjórnvalda og vegur þáttur íbúðalánasjóðs þungt á metunum. Á sama tíma hafa umsvif hins opinbera fylgt örum vexti hagkerfisins og fjármálastjórn því ekki skilað sveiflujafnandi áhrifum eins og þeim er ætlað.

Margt hefur lagst á eitt

Árið 2003 lauk einkavæðingu íslensku ríkisbankanna, Landsbankans og Búnaðarbankans. Fyrir þann tíma hafði Fjárfestingabanki atvinnulífsins verið einkavæddur og síðar runnið inni Glitni (þá Íslandsbanka). Í kjölfar einkavæðingarinnar fylgdi mikil útlánabylgja líkt og algengt hefur verið í öðrum löndum þegar fjármálakerfið hefur verið einkavætt. Bankarnir hafa fært sér í nyt mikil ónýtt sóknarfæri og vaxið gríðarlega hratt, bæði innanlands sem utan. Þetta hefur ekki aðeins leitt til aukinna umsvifa í hagkerfinu heldur hefur virðisauki á hlutabréfum bankanna leitt til mikillar eignaaúkningar á efnahagsreikningi landsmanna. Þannig hafa skráð hlutabréf margfaldast í verði á undanföllum árum og þar vega bankarnir þyngst.¹

1 Í kaflanum er m.a. stuðst við grein Arnórs Sigvatssonar, Að róa í hafstraumum alþjóðlegs fjármagns – Reynsla Íslands af framkvæmd peningastefnu í litlu opnu hagkerfi í hnattvæddum heimi (2007).

MYND 3
HLUTFALLSLEG VERÐBREYTING
ÚRVALSVÍSITÖLUNNA OG
FASTEIGNA (JÚLÍ 2003=100)



Heimil: OMX Kauphöll Íslands og Fasteignamatvísitala

Strax í kjölfar einkavæðingarinnar var ráðist í stærstu ríkisframkvæmd Íslandssögunnar, uppbyggingu stóriðju á Austurlandi. Á sama tíma átti sér stað frekari uppbygging álversins á Grundartanga þar sem framleiðslugeta var þrefölduð á nokkrum árum. Framkvæmdum við álverin tvö, sem og tilheyrandi virkjunum, er nú svo gott sem lokið. Heildarfjárfesting nemur nálægt þriðjungi landsframleiðslu ársins 2003, og átti sér að megninu til stað árin 2005 og 2006.² Þannig óx heildarfjárfesting í fastafjármunum um 25% árlega frá 2004-2006, mestmegnis vegna stóriðju en einnig vegna breytinga á húsnæðislánamarkaði.

Í kjölfar kosninga árið 2003 kyntu stjórnvöld enn frekar undir uppsveifluna þegar verulegar breytingar voru gerðar á útlánastefnu Íbúðalánasjóðs. Hámarkslán voru hækkuð og veðmörk rýmkuð í skrefum úr 60% af kaupverði í 90% af kaupverði árið 2004. Fyrir þennan tíma höfðu viðskiptabankarnir veitt húsnæðiseigendum viðbótaríbúðalán en við breytinguna var ljóst að þeir myndu missa stóran spón úr aski sínum. Þessu svöruðu bankarnir með því að mæta samkeppninni og buðu íbúðalán á sambærilegum eða betri kjörum og íbúðalánasjóður, þrátt fyrir að sjóðurinn nyti fyrirgreiðslu í formi ríkisábyrgðar. Þessi þróun var studd af hagstæðum skilyrðum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum þar sem lækkanði vextir leiddu til enn frekari lækkunar raunvaxta hérlandis.

Hluti af breytingunum var að einstaklingum bauðst nú íbúðalán án kvaða um undirliggjandi fasteignaviðskipti. Þetta skapaði möguleika á endurfjármögnun óhagstæðra útistandandi húsnæðisskulda. Í flestum tilfellum fól endurfjármögnun í sér verulega lengingu lánstíma og fyrir vikið lækkaði hlutfallsleg greiðslubyrði lána, þrátt fyrir mikla aukningu á skuldum heimilanna. Verð húseigna hækkaði hratt á tímabilinu og veðrymi eigna samfara því. Mikil eignamyndun gerði einstaklingum kleift að ganga á viðbótarveð sem voru fyrir hendi sem skapaði mikið lausafjársvigrúm. Auðsáhrif³ verðhækkana á húsnæði voru því mikil og ekki að undra að einkaneysla hafi færst hratt í vöxt á tímabilinu. Þannig voru áhrif breytinganna á verðbólgu tvíþætt. Annars vegar hafði húsnæðisverðbólgan bein áhrif á mælda verðbólgu í gegnum húsnæðislið neysluverðsvísitölunnar og hins vegar jók hún eftirspurn til muna af framangreindum ástæðum.

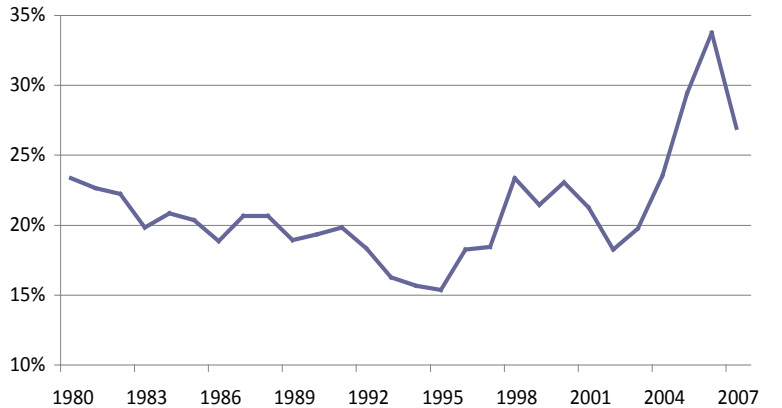
Í ljósi mikilla umsvifa í hagkerfinu og mikillar eftirspurnar var því afar óheppileg tímasetning fyrir skattalækkanir á þessum árum nema að haldið hefði verið verulega þétt um taumana í opinberum útgjöldum. Með lækkun á tekjuskatti einstaklinga var ekki einungis verið að auka kaupmátt þeirra viðkomandi á heldur má gera ráð fyrir því að flestir hafi horft til þess að breytingarnar væru til

2 Til samanburðar má nefna að heildarkostnaður Eyrarsundsbrúarinnar milli Malmö og Danmörkur, sem þótti gríðarlega stór framkvæmd í dönsku hagkerfi, nam um 1% af landsframleiðslu Danmerkur. Stóriðjuframkvæmdir á Íslandi mætti því bera saman við að þrjátíu slíkar brýr væru byggðar á rúnum tveimur árum (og mun fleiri ef Svíar tækju þátt).

3 Auðsáhrif vísa til þess að þegar eigið fé einstaklinga eykst, þ.e. eignir að frádregnum skuldum, þá aukist neysla þeirra. Rökin fyrir þessu er að einstaklingar vilji jafna neyslu sína yfir lífstímann og ef þeim finnst þeir skyndilega vera orðnir auðugri en áður, þá munu þeir auka neysluna.

MYND 4
FJÁRMUNAMYNDUN
(HLUTFALL AF VERGI
LANDSFRAMLEIÐSLU)

Heimild: Seðlabanki Íslands



frambúðar. Þrátt fyrir að hafa þegar brennt sig á illa tímasettum skattalækkunum ákváðu stjórnvöld að gera breytingar á fyrirkomulagi neysluskatta vorið 2007. Skynsamlegra hefði verið að bíða með slíkar breytingar þar til jafnvægi hefði náðst í hagkerfinu, nema hið opinbera hefði mætt aðgerðinni með samsvarandi niðurskurði í ríkisútgjöldum.

Það má alls ekki skilja upptalninguna sem svo að framangreindar aðgerðir lýsi óæskilegri þróun eða hafi ekki stuðlað að aukinni hagsæld fyrir Ísland. Einkavæðing bankanna er eitt stærsta framfaraskref sem stjórnvöld hafa nokkurn tíma stigið og hefur gjörbreytt eðli hagkerfisins til hins betra. Viðskiptaráð hefur ávallt stutt einföldun skattkerfisins og lækkun skatta. Engu að síður er óæskilegt að slík kaupmáttartilfærsla raski jafnvægi hagkerfisins og vinni gegn verðbólguþröngun Seðlabanka Íslands. Að sama skapi er uppbygging atvinnuvega eins og stóriðju mikilvæg til að efla útflutningstekjur og auka hagvöxt. Það væri þó heppilegra að orkuöflun til stóriðju lægi í höndum einkaaðila fremur en hins opinbera, t.d. væri mun líklegra að tímasetning framkvæmda væri ákvörðuð að teknu tilliti til almenns vaxtastigs og aðstæðna á vinnumarkaði.

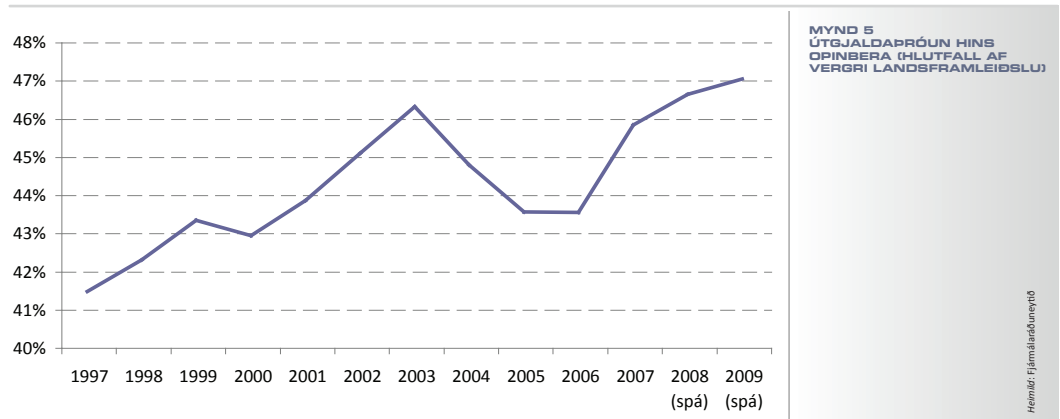
9

Þannig má gera ráð fyrir að einkavæðing bankanna, skattalækkanir og uppbygging stóriðju skili aukinni hagsæld til lengri tíma. Engu að síður er ekki nokkur vafi á því að betra hefði verið að dreifa aðgerðunum yfir lengri tíma.

Almenn umsvif hins opinbera fara vaxandi

Ef horft er til tekjuafgangs ríkissjóðs og minnkandi skulda hins opinbera gæti við fyrstu sýn virðist sem stjórnvöld hafi gripið til nauðsynlegra ráðstafana á síðustu árum. Þetta segir þó einungis hálfá söguna því það sem raunverulega skiptir máli í þessu samhengi er þróun útgjalda hins opinbera. Þegar rýnt er í þær tölur kemur í ljós að mikið hefur vantað upp á til að hægt sé að tala um aðhald í ríkisfjármálum. Þannig hafa heildarútgjöld sem hlutfall af landsframleiðslu fremur aukist en minnkað frá því verðbólguþröngun var tekið upp. Þau hafa verið um 43,5% frá því verðbólguþröngun var tekið upp. Hámarki náðu útgjöldin árið 2003, sama ár og einkavæðingu bankanna lauk, framkvæmdir hófust við Kárahnjúkavirkjun, tilkynnt var um skattalækkanir á tekjuskatti einstaklinga og breytingar á fyrirkomulagi Íbúðalánasjóðs komu til framkvæmda. Það ár námu útgjöldin 45,5% af landsframleiðslu. Með þessu eru umsvif hins opinbera að vaxa hraðar en hagkerfið sjálft. Tekjuafgang hins opinbera má því mun fremur rekja til aukinna tekna ríkissjóðs, sem hafa numið um 45,6% af landsframleiðslu að meðaltali þau sex ár sem liðin eru frá því að verðbólguþröngun var tekið upp, samanborið við 41,4% síðustu sex ár þar á undan. Þannig virðist fjármálastjórn frekar hafa ýtt undir hagsveiflur en dregið úr þeim. Í þessu samhengi er vert að leggja áherslu á að mörg sveitarfélögin hafa lagt til efnivið í það ójafnvægi sem hefur magnast á

undanförnum misserum. Með auknum verkefnum og hlutfallslegri stærð hefur efnahagsleg þýðing þeirra vaxið án þess að þeim þætti hafi verið gefinn nægur gaumur við hagstjórn í landinu.



Útgjaldapróun hins opinbera síðustu tvo áratugi hefur verið á skjön við þróun annarra innan OECD. Þannig hafa útgjöldin sem hlutfall af landsframleiðslu heldur dregist saman hjá öðrum löndum á sama tíma og þau hafa vaxið hér. Ákveðin ríki, t.d. Belgía, Finnland, Írland og Holland, hafa lagst í markvissa uppstokkun stofnanaumgjarðar með það að leiðarljósi að fjármálastjórn stuðli frekar að efnahagslegu jafnvægi. Helsta röksemdin fyrir þessum breytingum, sem flestar miða að því að draga úr valkvæði í útgjaldaramma hins opinbera, er að lýðræðislega kosnir fulltrúar virðast hafa kerfisbundna tilhneigingu til að stuðla að auknum hagsveiflum með fjármálastjórn sinni. Þetta hefur skilað viðkomandi löndum miklum árangri og hafa útgjöld hins opinbera dregist hratt saman hlutfallslega.



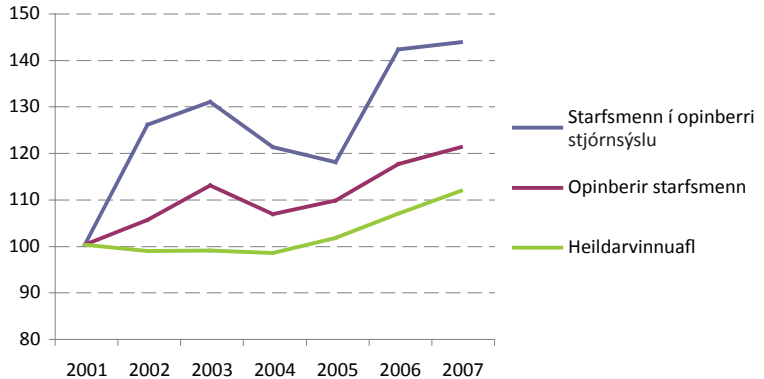
Á Íslandi hefur leitni úgjalda sem hlutfall af landsframleiðslu verið stöðug upp á við og vegur þar þyngst launakostnaður hins opinbera. Þannig var launakostnaður hins opinbera, sem hlutfall af landsframleiðslu, hærri en hjá nokkru Evrópusambandsríkjanna árið 2005, að Danmörku og Svíþjóð undanskildum. Fyrir tveimur og hálfum áratug síðan var Ísland á meðal þeirra sem höfðu lægsta hlutfallið í sama hóp. Ekki liggja fyrir nákvæmar tölur um fjölda opinberra starfsmanna en hægt er að áætla fjölgun þeirra með því að skoða þá flokka í vinnumarkaðstöllum Hagstofunnar þar sem starfsmenn eru að megninu til á launaskrá hjá hinu opinbera.⁴

4 Flestir opinberir starfsmenn, en þó ekki allir, tilheyra flokkunum opinber stjórnsýsla, fræðslustarfsemi og heilbrigðis- og félagsþjónusta. Að sjálfsögðu rúma þessir flokkar marga sem ekki eru opinberir starfsmenn, s.s. starfsmenn einkarekinna skóla og heilbrigðisstofnana. Engu að síður ættu þessir flokkar að gefa mjög góða mynd af því hvern þróunin hefur verið.

Á síðustu 10 árum hefur starfsfólki í þessum flokkum fjölgað um 35% á sama tíma og heildarvinnuafli hefur aukist um 25%. Sérstaka athygli vekur að fjöldi starfsmanna í opinberri stjórnsýslu hefur vaxið um tæplega 50% á umræddu tímabili. Þetta þýðir að hið opinbera hefur hlutfallslega stækkað í samanburði við einkageirann sem er verulegt áhyggjuefni, enda hefur reynslan sýnt að einkageirinn er sá hluti atvinnulífsins þar sem að framleiðniaukning er mest. Í ljósi þess að framleiðniaukning er grundvöllur langtíma hagvaxtar er afar mikilvægt að þessari þróun verði snúið við sem fyrst. Ennfremur er ljóst að hátt hlutfall opinberra starfsmanna dregur tvímælaust úr sveigjanleika vinnumarkaðar, sem hefur þótt einn helsti styrkur íslensks hagkerfis.

MYND 7
SAMANBURÐUR Á
HLUTFALLSLEGRI FJÖLGUN
OPINBERRA STARFSMANNA
OG VINNUAFLS (2001=100)

Hernald Hagstofa Íslands



Þar sem tekjur hins opinbera hafa vaxið hraðar en útgjöldin hefur það gert stjórnvöldum kleift að skýla sér á bak við tekjuafgang af starfsemi hins opinbera. Samsetning tekjugrunnsins leiðir almennt til þess að tekjur hins opinbera vaxa hlutfallslega hraðar en hagkerfið sjálft í góðæri. Þannig eru innbyggðir sveiflujafnarar í uppbyggingu skattkerfisins sem er mikilvægt að nýta sem slíka. Stjórnvöld hafa tilhneigingu til að líta á þetta sem tækifæri til frekari útgjalda sem leiðir til enn frekari þenslu í hagkerfinu. Rannsóknir Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (IMF) á íslenska hagkerfinu benda til þess að tekjur hins opinbera, og sér í lagi útgjöldin, sveiflist mjög mikið með hagsveiflum í alþjóðlegum samanburði. Þetta á sérstaklega við um launakostnað (Annet, 2007).

Rannsóknir IMF benda einnig til þess að miklar sveiflur í einkaneyslu ýti undir þennan eiginleika íslenska hagkerfisins. Ennfremur benda niðurstöðurnar til að breiður þingmeirihluti stjórnvalda með jöfnum hlutföllum þingmanna á milli stjórnarflokka leiði frekar til aukinna ríkisútgjalda í uppsveiflum. Með það í huga ætti núverandi ríkisstjórn að vera enn líklegri til að ýta undir hagsveiflur en forveri hennar. Að lokum er vert að minnast á skýr tengsl sem eru fyrir hendi á milli tíma fram að kosningum og vaxtar ríkisútgjalda. Tafla 1 sýnir niðurstöðu rannsóknar um hagvöxt, atvinnuleysi og ríkisútgjöld í tengslum við kosningar á árunum 1945-1998 (Klemenzdóttir, 2007). Eins og taflan gefur til kynna hefur stjórnámálamönnum reynst mjög erfitt að halda um pyngjuna á kosningavetri.

Reynslan hefur nú sýnt okkur að fjárveitingarvaldið getur með ákvörðum sínum og aðgerðum yfirgæft aðgerðir peningamálayfirvalda og skapað þau óæskilegu skilyrði að verðbólga fari yfir markmið. Undir slíkum kringumstæðum tapar Seðlabankinn trúverðugleika sínum, verðbólgu markmiðið verður marklaust og verðbólga kemst á flug. Þetta er staða sem Ísland virðist vera komið hættulega nærri. Skoðanakönnun Viðskiptaráðs skýtur stoðum undir þennan grun, þar sem forsvarsmenn 65% aðildarfélaga Viðskiptaráðs telja fjármálastjórn hins opinbera hafa dregið úr efnahagslegu jafnvægi. Það er því full ástæða til að grípa fast í taumana og vinna markvisst að aðgerðum sem auka samræmi peninga- og fjármálastjórnar.

TAFLA 1: YFIRLIT UM HAGVÖXT, ATVINNULEYSI OG RÍKISÚTGJÖLD

	Hagvöxtur	Atvinnuleysi	Vöxtur ríkisútgjalda
Meðaltal ári fyrir kosningaár	5.0%	1.4%	4.6%
Meðaltal á kosningaári	4.7%	0.7%	11.0%
Meðaltal ári eftir kosningaár	3.3%	0.9%	5.1%
Meðaltal tveimur árum eftir kosningaár	3.8%	1.0%	2.9%
Meðaltal 1945-1998	4.1%	1.0%	5.5%

Heimild: Þórunn Klemenzdóttir (2000)

HVAÐ ÞARF AÐ GERA TIL AÐ HALDA KRÓNNUNNI?

Aukinn efnahagslegur stöðugleiki er grundvallarforsenda þess að hægt sé að halda krónnunni. Frá upptöku verðbólguþröngunar má að mestu rekja ójafnvægið sem ríkt hefur í hagkerfinu til ákvarðana og umsvifa hins opinbera. Á sama tíma og ráðist hefur verið í fjölmörg hagvaxtarhvetjandi verkefni hefur hið opinbera ekki dregið seglin saman sem skildi. Það má því segja að vandamálið sé tvíþætt. Annars vegar skortir stjórnvöld skilning eða vilja til að tímasetja hagvaxtarhvetjandi verkefni með skynsamlegum hætti. Hins vegar hafa almenn umsvif hins opinbera frekar verið sveifluhvetjandi en jafnandi.

Starfsemi hins opinbera styðji betur við peningastefnu Seðlabankans

Áður en lengra er haldið er gagnlegt að fara yfir stofnanaumgjörð og verkferla í tengslum við fjárlagagerð og útgjaldaáætlanir hins opinbera. Þannig hafa stjórnvöld sett sér reglur og umgjörð sem er ætlað að stuðla að ráðdeild og sjálfbærni í fjármálastjórn, svokölluð rammafjárlög.

Í grunninn byggir tilhögunin á því að ríkisstjórnin ákveður heildarútgjöld ríkissjóðs og útgjaldaramma fyrir hvert ráðuneyti og fjárveitingum er síðan úthlutað til einstakra stofnana og verkefna af hlutaðeigandi ráðuneyti. Þegar kemur að framkvæmd fjárlaganna er ráðuneytum og forstöðumönnum stofnana síðan ætlað að sjá til þess að útgjöld haldist innan settra fjárheimilda.

13

Markmið rammafjárlagagerðar er að ákvarða framvindu ríkisfjármálanna fyrirfram. Í lögum um fjárreiður ríkisins er kveðið á um gerð langtímaáætlunar um ríkisfjármál sem lögð skuli fram með fjárlagafrumvarpi. Í áætluninni á að koma fram spá um þróun tekna, gjalda og skuldsetningu ríkissjóðs. Henni er ætlað mynda umgjörð um aðra þætti fjárlagaferlisins. Þannig er gert ráð fyrir því að horft sé til þess hvort ríkisfjármálin fylgi markmiðum samkvæmt langtímaáætlun við setningu ramma fyrir ráðuneytin.

Í upphafi fjárlagagerðar fyrir komandi fjárlagaár leggja ráðuneytin fyrir fjármálaráðuneyti tillögur þar sem kynnt eru tilefni til breytinga á rammanum ef þörf þykir á. Eins og búast má við er ekki algengt að tillögurnar miði að því að þrengja ramma viðkomandi ráðuneytis. Þrátt fyrir að fjármálaráðuneytið haldi yfirlit fyrir ríkisstjórnina um stöðu útgjaldaramma á hverjum tíma er fyrirkomulaginu ætlað að færa aukna fjárhagsábyrgð til handa fagráðuneyta. Þannig er það á ábyrgð hvers ráðuneytis að framkvæmd fjárlaganna samrýmist samþykktum útgjaldaramma.

Við setningu fjárlaga eru gerðar sérstakar ráðstafanir til þess að mæta ýmsum óreglubundnum og ófyrirséðum útgjöldum. Stærsti þátturinn miðar að því að auka útgjaldasvigrúm ef hækkar vegna kjarasamninga og verðlagsbreytingar eru umfram það sem gert hafði verið ráð fyrir í fjárlögum. Því til viðbótar gefst ráðuneytum og stofnunum færi á að afla aukinna fjárheimilda með fjárauðlögum. Samkvæmt fyrirkomulaginu eiga fjárauðlög að heyra til undantekningar og útgjaldatíðis talin þröngt afmörkuð af löggjafanum (Fjármálaráðuneytið, e.d.).

TAFLA 2: FJÁRLAGAFERLIÐ

Janúar	Horfur í efnahagsmálum og ríkisfjármálum endurmetnar af fjármálaráðuneytinu.
Febrúar	Fagráðuneytin meta horfur um útgjöld, kalla eftir upplýsingum frá stofnunum og móta tillögur.
Mars	Fjármálaráðuneytið yfirfer tillögurnar og endurskoðar stefnu í ríkisfjármálum í ljósi nýjustu upplýsinga. Áherslur ákveðnar og fjárlagarammar ráðuneyta undirbúnir.
Apríl	Ríkisstjórnin staðfestir stefnu og ákveður fjárlagaramma. Ráðuneyti yfirfara tillögur sínar með tilliti til rammans, skipta fjárveitingum og undirbúa aðgerðir til að fylgja stefnu eftir.
Mái	Ráðuneytin afla nánari upplýsinga frá stofnunum. Fjármálaráðuneytið fylgist með vinnu ráðuneyta og veitir leiðbeiningar.
Júní	Ráðuneytin skila tillögum um skiptingu á fjárlagaramma sínum.
Júlí	Ráðuneytin halda áfram að undirbúa aðgerðir til að fylgja stefnu eftir.
Ágúst	Fjármálaráðuneytið yfirfer og endurmetur forsendur og leggur lokahönd á tæknilegan frágang.
September	Ríkisstjórnin og þingflokkarnir samþykkja að leggja frumvarpið fram. Greinargerð samin í fjármálaráðuneytinu með aðstoða fagráðuneyta
Október	Fjárlagafrumvarpið lagt fram á Alþingi til 1. umræðu og frumvarpi síðan vísað til fjárlaganefndar. Frumvarpið jafnframt kynnt opinberlega.
Nóvember	Fjárlaganefnd fer yfir frumvarpið, leitar eftir nánari upplýsingum frá ráðuneytum, hagsmunaaðilum og fagnefndum þingsins.
Desember	Fjárlagafrumvarpið tekið til 2. og 3. umræðu á Alþingi, fjárlagafrumvarp verður að lögum við lokaafgreiðslu þingsins.

Hingað til hefur þetta regluverk ekki gefið góða raun. Útgjöld fara undantekningarlítið fram úr áætlunum, bæði hjá ríki og sveitarfélögum. Algengt er að bætt sé við útgjaldaliðum meðan fjárlögin eru til úrvinnslu hjá Alþingi og framúrkeysla í fjárlögum er einfaldlega leyst með fjáraukalögum. Regluverkið er einnig veikbyggt þegar horft er til lengri tíma. Þannig er langtímaáætlun ekki bindandi á nokkurn hátt og við fjárlagagerð er lítið tekið tillit til fyrri áætlana.

14

Af þeim annmörkum sem fyrir hendi eru í núverandi fyrirkomulagi eru þrír sérstaklega alvarlegir. Í fyrsta lagi er gert ráð fyrir sjálfkrafa hækkun fjárlaga komi til ófyrirséðra verðlagsbreytinga og launahækkana. Í öðru lagi eru fjáraukalög regla fremur en undantekning, öfugt við það sem lagt er upp með. Í þriðja lagi eru afleiðingar þess að fara fram úr fjárlögum nær engar í framkvæmd, þrátt fyrir að verið sé að brjóta lög.

Það er einföld ástæða fyrir því að hækkanir á fjárlögum vegna ófyrirséðra verðlagsbreytinga og launahækkana eru óæskilegar. Með því er innbyggðum sveifluhvata komið fyrir í uppbyggingu fjárlaga. Komi til launaskriðs og verðbólguþrýstings er einmitt mest þörf fyrir aukið aðhald af hálfu hins opinbera. Taki hið opinbera þátt í þróuninni af fullum þunga er verið að hella olíu á eldinn. Þannig er það algjörlega andstætt sveiflujafnandi hlutverki fjármálastjórnar að auka svigrúm til ríkisútgjalda vegna þenslu og aukins verðbólguþrýstings.

Það er ljóst að ekki dugar að setja sér reglur nema eftir þeim sé farið. Á því hefur verið mikill misbrestur. Ef árin 2002-2006 eru tekin sem dæmi þá fóru útgjöld 12% framyfir fjárlög árið 2002, 8% árið 2003, 9% árið 2004, 4% árið 2005 og 12% árið 2006. Þetta er raunin jafnvel þó stjórnvöld gefa sér svigrúm til meðalútgjaldaaukningar um 2% að raungildi á hverju ári.

Þrátt fyrir að löggjafinn ákvarði umfang opinberrar þjónustu með fjárlögum hvert ár hafa fjölmargir forstöðumenn ríkisstofnana tekið sér sjálfsveld til að auka umfang almannaðjónustu umfram það sem löggjafinn hefur mælt fyrir um og ákvarðað er með fjárveitingum til stofnananna. Samkvæmt lögum ber forstöðumönnum ríkisstofnana skilyrðislaust að reka stofnanir sínar innan fjárheimilda og leitast við að tryggja að svo sé. Brot á þeim starfsskyldum þýða lögum samkvæmt áminning eða lausn frá störfum (Ríkisendurskoðun, 2007). Því miður virðast þessi lög aðeins gilda í orði en ekki á borði. Það heyrir til algjörra undantekninga að ráðuneyti beiti slíkum viðurlögum sem er alvarleg brotalöm á verklagi við framkvæmd fjárlaga.

Á endanum felst vandamálið í agaleysi allra aðila, bæði forstöðumanna sem hlut eiga að máli og stjórnenda þeirra ráðuneyta sem forstöðumennirnir heyra undir. Það er óviðunandi að ekki sé tekið með festu á þessum málum og að enginn sæti ábyrgð. Slíkt fyrirkomulag grefur undan trúverðugleika stjórnvalda, fjármálastjórnar og um leið aðhaldsaðgerðum Seðlabanka Íslands. Það er forgangsatriði að ráðuneyti sem hlut eiga að máli bregðist við þessum vanda og ráði sem fyrst bót á honum. Þá er ekki síður mikilvægt að fjárlaganefnd Alþingis hafi frumkvæði að því að þessum málum verði komið í rétt horf.

Að lokum er vert að benda á að við sömu vandamál er að glíma hjá sveitarfélögum. Hlutfall sveitarfélaga í þjónustuframboði hins opinbera hefur farið vaxandi síðustu árin og því er mikilvægt að gefa þeim frekari gaum en áður.

Stjórnvöld axli ábyrgð

Til að stefna í ríkisfjármálum veiti mótvægi við breytileika í eftirspurn einkaaðila er nauðsynlegt að draga markvisst úr valkvæði og svigrúmi til endurskoðunar á útgjaldahlið hins opinbera. Íslendingar ættu öðrum fremur að geta mótað sér reglur um fjármálastjórn þar sem hagkerfið er mjög lítið í alþjóðlegum samanburði og sveigjanleiki þess mikill. Í grunninn ættu eftirfarandi aðgerðir, sem eru að mestu leyti byggðar á tillögum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (Annet 2007) að leiða til þess að fjármál hins opinbera vinni kerfisbundið gegn sveiflum og styrki sameiginlega ábyrgð Seðlabankans og stjórnvalda á verðbólgaþrögn.

✓ Þróun útgjaldaramma hins opinbera miðist við nafnvöxt í stað raunvaxtar

Eins og áður hefur komið fram skapa verðlagsleiðréttingar á fjárlögum einskona innbyggðan sveifluhvata. Það er einmitt við aðstæður launaþrýstings og mikillar verðbólgu að hið opinbera ætti að losa um eftirspurnarspennu með samdrætti í útgjöldum. Með því að setja sér útgjaldaramma miðað við nafnvöxt þyrftu stjórnvöld að draga seglin saman verði verðbólga umfram spár þeirra.⁵ Raunvöxtur útgjalda yrði því minni þau ár þar sem verðbólga væri umfram sett markmið en meiri þegar verðbólga væri innan marka. Eðlilegt væri að miða raunvöxt ríkisútgjalda við langtímaframleiðniaukningu hagkerfisins og bæta ofan á þá tölu verðbólgaþrögn Seðlabanka Íslands.⁶ Ef slíkt hefði verið uppi á teningnum undanfarin þrjú ár hefði raunvöxtur útgjalda numið 1% (m.v. að langtímaframleiðniaukning væri metin 2,5%) árið 2005, árið 2006 hefðu raunútgjöld dregist saman um 1,8% og árið 2007 hefðu raunútgjöld staðið í stað. Slíkt fyrirkomulag hefði án vafa verið mikilvægur stuðningur við aðhaldsstefnu Seðlabankans.

5 Raunvöxtur er nafnvöxtur að frádreginni verðbólgu.

6 Þannig væri miðað við að útgjöld myndu aldrei vaxa meira en 5% að nafnvexti. Ef verðbólga er t.d. 5% þýðir þetta í raun að útgjöld myndu standa í stað eftir að leiðrétt væri fyrir verðbreytingum. Þetta myndi þýða lítinn raunvöxt í ríkisútgjöldum þau ár sem verðbólga væri há og mikinn raunvöxt þau ár sem verðbólga væri lág.

✓ Samhæfing í efnahagsstjórn verði bætt með skipulögðum hætti

Eitt helsta vandamál síðustu ára hefur verið skortur á samhæfingu fjármálastjórnar ríkisins, fjármálastjórnar sveitarfélaga og peningastjórnar Seðlabankans. Það er grundvallaratriði góðrar efnahagsstjórnar að þessar grunnstoðir hagkerfisins séu samstíga í aðgerðum sínum. Þannig ætti ráð skipað fulltrúum frá fjármálaráðuneytinu, sveitarfélögum og Seðlabanka Íslands að starfa fyrir opnum tjöldum að þessu markmiði.⁷ Í ljósi vaxandi stærðar sveitarfélaga og aukins hlutfalls þeirra af þjónustuframboði hins opinbera myndi afdráttarlaust samkomulag um útgjaldamarkmið á milli ríkis og sveitarfélaga einnig hjálpa mikið. Ráðið myndi vinna að aukinni samhæfingu á öllum þrepum efnahagsstjórnar og gefa út opinber álit og ráðleggingar á sviði fjármálastjórnar. Að sjálfsögðu ætti slíkt ráð að vinna í nánú samstarfi við hagsmunaaðila atvinnulífsins. Þannig væri hægt að auka gegnsæi efnahagsstjórnar og erfiðara myndi reynast að skella skuldinni á aðra.

✓ Trúverðugleiki útgjaldaramma verði aukinn

Stjórnvöld ættu að gera samkomulag um fjárlög næstu ára, samkvæmt viðmiði um nafnvöxt útgjalda. Á sama tíma ætti að forðast það í lengstu lög vikka útgjaldaramma eftir að ríkisstjórn hefur ákveðið fjárhæð þeirra. Þetta á bæði við um breytingar eftir að fjárlög hafa verið lögð fram á Alþingi sem og fjárlögmál. Sömu viðmið ættu að vera til staðar hjá sveitarfélögum. Framfylgni fjárlaga með bindandi reglum er sérstaklega mikilvæg fyrir land eins og Ísland þar sem tekjur hins opinbera fylgja hagsveiflum í miklum mæli. Samkvæmt lögum ber forstöðumönnum ríkisstofnana skilyrðislaust að reka stofnanir sínar innan fjárheimilda. Brot á þeim starfsskyldum þýða lögum samkvæmt áminningu eða lausn frá störfum. Stjórnvöld ættu undantekningarlaust að framfylgja þessum lögum.

Ákvarðanir stjórnvalda styðji við hagstjórn

Ofangreind tilmæli miða að því að almenn starfsemi hins opinbera stuðli að sem mestu efnahagslegu jafnvægi. Reynsla síðustu ára sýnir að það er ekki síður mikilvægt að sértækar ákvarðanir taki mið af efnahagsástandi hverju sinni. Þannig ætti hið opinbera að tímasetji skattalækkanir og stærri fjárfestingar alfarið út frá efnahagsaðstæðum hverju sinni. Ef þensla ríkir í hagkerfinu þá ættu stjórnvöld að fresta stórum framkvæmdum þar til jafnvægi hefur verið náð. Besta leiðin til að leysa það verkefni er að koma stærstu fjárfestingarverkefnum úr höndum hins opinbera.

✓ Hið opinbera komi stórum atvinnuverkefnum í hendur einkaaðila

Eitt af því sem forsvarsmenn fyrirtækja hafa kvartað sáran undan er hátt raungengi krónunnar. Raungengi krónunnar endurspeglar hlutfallslega þróun verðlags eða launakostnaðar á milli Íslands og viðskiptalanda þess, mæld í sama gjaldmiðli. Þannig felur hækkun raungengis íslensku krónunnar í sér að verðlag eða kauplag innlendra fyrirtækja hafi hækkað umfram erlenda samkeppnisaðila þeirra að teknu tilliti til gengisbreytinga á gjaldeyrismarkaði. Hátt raungengi krónunnar endurspeglar því versnandi samkeppnishæfi íslenskra fyrirtækja gagnvart erlendum samkeppnisaðilum, þar sem innlend fyrirtæki þurfa að velja á milli þess að hækka verð og eiga á hættu að tapa markaðshlutdeild eða sætta sig við lægri framlegð.

7 Framlag Seðlabankans væri fyrst og fremst fólgið í efnahagslegum ráðleggingum, gagnrýni og tilmælum til opinberra aðila. Gæta þarf þess að slík samvinna skaði ekki trúverðugleika sjálfstæðis Seðlabankans gagnvart stjórnvöldum.

Raungengi þjónar mikilvægum tilgangi í miðlun peningastefnunnar. Þannig er háu raungengi ætlað að beina eftirspurn út úr hagkerfinu og draga úr framleiðsluspennu.⁸ Það er aftur á móti mikið áhyggjuefni hérlandis að hátt raungengi er ekki síst til komið vegna stóriðjuframkvæmda af hálfu hins opinbera. Það er afar óæskilegt að starfsemi ríkisfyrirtækis verði þess valdandi að hindra uppgang og vöxt einkafyrirtækja vegna framleiðsluspennu, hás vaxtastígs, hás raungengis og sveiflna í gjaldmiðli. Starfsemi sem einkaaðilar geta sinnt jafn vel eða betur en ríkið, á heima í höndum einkaaðila. Fjárhagslegt bolmagn ríkisins er slíkt að einkaaðilar mega sín lítils í samanburði og því er það stjórnvalda að stýra aðgerðum sínum með ábyrgum hætti.

Ruðningsáhrif⁹ virkjanaframkvæmda undanfarin ár eru ótvíræð og því eru ríkisfyrirtæki að vaxa á kostnað einkafyrirtækja. Hinsvegar er árangur af einkavæðingar síðustu ára jafnvel enn ljósari og sýnir fram á krafta og hagkvæmni einkaframtaks. Því er eðlilegt næsta skref að huga að tilfærslu verkefna sem eiga betur heima í höndum einkaaðila frá hinu opinbera. Verkefni á sviðum orkugeirans og samöngumannvirkja eru þarna augljós kostur.

✓ Stjórnvöld framkvæmi skattalækkanir með hliðsjón af efnahagsáhrifum

Það er mjög æskilegt að hið opinbera sé tilbúið að færa kaupmátt úr eigin höndum til einstaklinga. Hafa ber tvo þætti í huga við framkvæmd skattalækkana. Annars vegar er nauðsynlegt að tímasetningar skattalækkana taki mið af almennum efnahagsaðstæðum hverju sinni. Í þessu samhengi er vert að hafa í huga að tilkynning um skattalækkanir getur haft kröftug eftirspurnaráhrif, jafnvel þó skattalækkunin komi ekki til framkvæmda fyrr en síðar. Ástæðan er sú að með því að upplýsa um fyrirhugaða skattalækkun er þegar búið að innleiða væntingar um aukinn kaupmátt í neysluhegðun fólks. Það er þó í raun ekkert sem kemur í veg fyrir að skattalækkanir komi til framkvæmda hvenær sem er. Þá þarf hið opinbera aftur á móti að draga úr útgjöldum samhliða skattalækkunum til að vega upp á móti þeim eftirspurnarþrýstingi sem auknum kaupmætti fylgir.

8 Nánar verður vikið að aukaverkunum hás raungengis í íslenska hagkerfinu síðar.

9 Með ruðningsáhrifum er átt við að umsvif hins opinbera ryðji burt fjárfestingum einkaaðila. Þetta gerist óbeint, þar sem aukin ríkisumsvif hækka vaxtastig og leiða þannig til að arðbærum fjárfestingum einkaaðila fækkar.

KAFLI 2

ÞÆTTIR SEM DRAGA ÚR MÆTTI PENINGASTEFNUNNAR

Í grunninn má segja að peningastefna seðlabanka á verðbólguþætti byggi á almennu sambandi vaxta og umsvifa í hagkerfinu. Seðlabanki Íslands reynir því að hafa áhrif á verðbólguþætti gegnum verðbólguþætti og heildareftirspurn. Bankinn framfylgir peningastefnunni einkum með því að stýra vöxtum á peningamarkaði, fyrst og fremst með ákvörðun nafnvaxta veðlana til lánastofnana. Vextir á lengri skuldbindingum ættu einnig að verða fyrir áhrifum, en þau eru almennt mildari og koma fram síðar. Vaxtabreytingar eiga þannig að hafa áhrif á kjör innlána og útlána og þar með á aðgerðir fyrirtækja og almennings.

Hærrir vextir leiða til hærri fórnarkostnaðar fjármagns og er ætlað að draga úr þenslu í hagkerfinu og létta á verðlagsþrýstingi með minnkandi eftirspurn eftir vörum og vinnuafli. Á sama hátt draga vaxtalækkunar úr fórnarkostnaði fjármagns sem ætti almennt að hvetja til aukinna umsvifa í hagkerfinu. Eins og áður hefur verið rætt miðar peningastefnan að því að halda verðlagi stöðugu og ætti ekki að vera beitt til þess að ná öðrum markmiðum, s.s. jöfnuði í viðskiptum við útlönd eða háu atvinnustigi, nema að því marki sem slíkt samrýmist verðbólguþætti bankans.

Þrátt fyrir að Seðlabankinn hafi ekkert opinbert gengismarkmið er ljóst að vextir á peningamarkaði hafa sterk áhrif á gjaldeyrisstrauma. Þannig er peningastefnu bankans að hluta til miðlað í gegnum gengisfarveg íslensku krónunnar. Í almennu samhengi ættu vaxtalækkunar að styðja við gengi gjaldmiðla til skamms tíma og leiða til innstreymis fjármagns. Í ljósi þessa ættu gengissveiflur að veita peningastefnunna stuðning undir eðlilegum kringumstæðum. Hátt gengi leiðir til þess að útlendar vörur verða hlutfallslega ódýrari og samkeppnisstaða innlendra fyrirtækja versnar. Þannig beinist eftirspurn út úr hagkerfinu sem léttir á framleiðsluspennu og verðbólguþrýstingi. Við þessar aðstæður myndast tímabundinn halli á ytri jöfnuði þjóðarbúsins, þ.e. viðskiptahalli, sem leiðir til umframeftirspurnar eftir erlendum gjaldeyri. Það ætti að veikja gengi innlenda gjaldmiðilsins sem aftur örvar útflutning og letur innflutning þar til jafnvægi er náð. Þannig er gert ráð fyrir að gengið stilli jafnvægi í þjóðarþýðskapnum og tryggji sem fyllstu nýtingu framleiðsluþátta. Sama gangverk ætti að leiðrétta ójafnvægi ef viðskiptahalli myndast vegna ytri áfalla, s.s. rýrnum viðskiptakjara.

Hvort sem horft er til vaxtaáhrifa eða gengisáhrifa snýst árangur peningastefnu fyrst og fremst um trúverðuleika hennar. Þar sem verkefni bankans gengur út á að stýra væntingum, verður verk hans auðveldara eftir því sem orð hans eru tekin meira trúanleg. Hafi almenningur trú á getu Seðlabankans til að halda verðbólgu í skefjum, munu skammtíma verðlagsbreytingar ekki breyta væntingum um verðbólgu í framtíðinni. Þetta hefur Seðlabankanum ekki tekist nægjanlega vel.

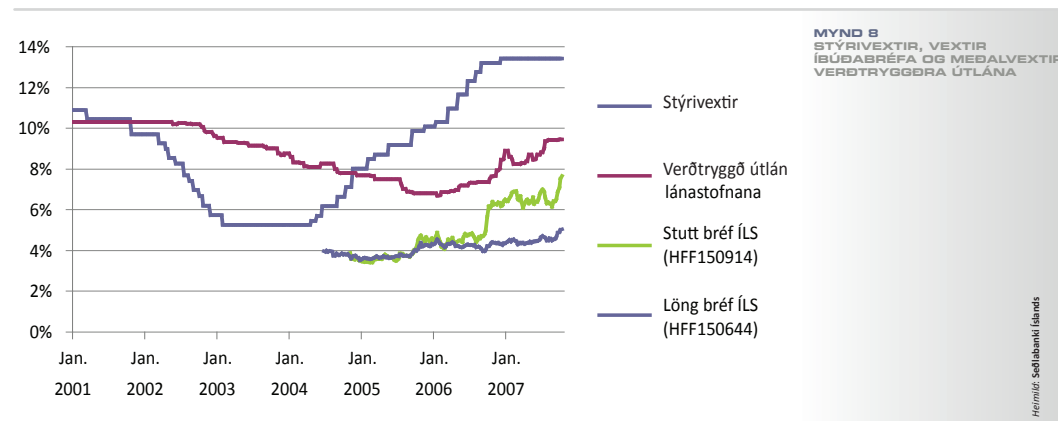
Bitlaus verkfæri Seðlabanka Íslands

Í byrjun árs 2008 standa stýrivextir Seðlabanka Íslands í 13,75% og hafa hækkað úr 5,2% síðan vorið 2004. Þrátt fyrir að stýrivextir hafi hækkað hratt og mikið hefur það ekki dugað til í baráttunni við verðbólguna. Hún hefur verið yfir markmiðinu síðan núverandi vaxtalækkunar hófust og fór verðbólga upp fyrir 8% sumarið 2006 en stendur nú nærri 6%. Gera má ráð fyrir að undirliggjandi verðbólga sé enn hærri þar sem neysluskattar voru lækkaðir vorið 2007.

Hér á undan var gerð grein fyrir ýmsum þáttum sem unnu með beinum hætti gegn peningastefnunni og sýnir sú umfjöllun að viðfangsefni Seðlabankans hefur sannarlega verið erfitt síðustu ár. Það er því ástæða til meta langvarandi frávík frá verðbólgu markmiði bankans með hliðsjón af því. Á móti kemur að flestir eftirspurnarskellirnir voru fyrirséðir og því hefði átt að vera auðveldara að gera viðeigandi ráðstafanir. Að sama skapi má benda á að megintilgangur sjálfstæðrar peningastefnu er að glíma við ósamhverfa skelli, líkt og þá sem hafa átt sér stað á undanförunum árum, og leiða þannig til snarpari aðlögunar í átt til jafnvægis en ella væri.

Af þessu má ráða að annað hvort hafi Seðlabankinn valið rangan vaxtaferil eða að peningastefna bankans hafi einfaldlega ekki þann áhrifamátt sem henni er ætlað. Færa má góð rök fyrir því að um hvoru tveggja sé að ræða. Að því gefnu að til sé ferill vaxta sem nægir til þess að halda verðbólgu nálægt markmiðinu mætti álykta að stýrivextir hefðu átt að vera mun hærri og hækka fyrr. Mikil óvissa um miðlun peningastefunnar leiðir þó til þess að afar erfitt hefði verið að velja réttan feril. Að sama skapi hafa þau haggögn sem Seðlabankinn hefur nýtt við ákvarðanir sínar, t.d. frá Hagstofu Íslands, verið mjög óreiðanlegar og eiga vafalaust sinn þátt í því að ekki hefur tekist betur til (Arnór Sighvatsson, 2007).

Margt virðist standa í vegi fyrir því að peningastefna Seðlabankans hafi, og geti, virkað sem skildi. Fyrir það fyrsta hefur miðlun vaxta verið afar óskilvirk. Í flestum hagkerfum myndu raunvextir í kringum 10% duga til að slá hratt á efnahagsþenslu. Þrátt fyrir að raunstýrivextir hafi nánast verið komnir í hámark í árslok 2006 hækkuðu raunvextir á langtímalánum ekki fyrr en síðla árs 2007. Þar sem vextir á húsnæðislánum (sem eru í flestum tilfellum til langs tíma) hafa mikið að segja um eftirspurn í hagkerfinu er mikilvægt að ná langtímavöxtum niður. Vaxtahækkarnir reyndust því tiltölulega bitlausar lengi framan af.



Þetta hefur breyst undanfarna mánuði og hafa langtímaraunvextir hækkað talsvert. Líklega má rekja stóran hluta hækkana til breyttra aðstæðna á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Einnig hefur breytt aðferðarfræði Seðlabankans talsvert að segja, en frá og með fyrstu Peningamáli ársins 2007 hóf bankinn að birta eigin spá um stýrivaxtaferil. Honum er ætlað að endurspeglar það vaxtastig sem bankinn telur þörf á að viðhalda til að ná verðbólgu inn fyrir þölmörk. Á meðal helstu ástæðna bitleysis stýrivaxta má nefna breytt fyrirkomulag húsnæðislánamarkaðarins, aukna alþjóðavæðingu hagkerfisins og lausafjárgnógt á erlendum fjármálamörkuðum.

Vextir bíta á stuttum lánum en ekki löngum

Þetta leiðir til þess að peningastefnan hefur fyrst og fremst dugað til þess að auka kostnað við veltufjármögnun og þar með stóraukið rekstrarkostnað fyrirtækja og vexti á yfirdráttarlánum, í stað þess að megna að lyfta lengri vöxtum og draga þannig úr fjárfestingum og langtímaáformum um framkvæmdir. Helstu fórnarlömb hárra vaxta eru því skuldsettir einstaklingar og fyrirtæki sem ekki eiga annars kost en að nýta skammtímafjármögnun.

Sambærileg þróun hefur átt sér stað með sparnað landsmanna. Vextir á óbundnum reikningum, svonefndum peningamarkaðssjóðum, liggja nærri stýrivöxtum Seðlabankans. Framboð á slíkum sparnaði hefur verið mikið og farið vaxandi þar sem stýrivextir eru orðnir mjög háir. Það leiðir til þess að erfitt er fyrir fyrirtæki að ná í fjármagn öðruvísi en til skamms tíma og á mjög háum vöxtum. Þetta kemur fram í því að þar til fyrir um tveimur árum var innlend skuldabréfaútgáfa íslenskra fyrirtækja jafnan til 5 til 7 ára og á verðtryggðum kjörum. Eftir því sem stýrivextir hafa hækkað undanfarið og framboð sparifjár á peningamarkaðsreikningum aukist, hafa fyrirtækin neyðst til að gefa út skammtímaskuldabréf á breytilegum nafnvöxtum, þ.e. bréf sem henta sem eign peningamarkaðssjóðanna. Þetta kemur harðast niður á minni og meðalstórum fyrirtækjum sem eiga síður kost á því að fjármagna sig eftir öðrum leiðum, t.d. í erlendri mynt eða langtímalánum.

Vægi gengisfarvegsins hefur aukist

Það tók langan tíma fyrir vexti Seðlabankans að hafa áhrif á langtímaraunvexti. Hvort hefur ráðið meiru í nýlegum hækkunum, aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum eða birting eigin spár bankans um stýrivexti, er erfitt að segja. Skammtímauvextir hafa þó eðlilega hækkað mikið samfara hækkun stýrivaxta. Peningastefnan hefur því hækkað kostnað við skammtímafjármögnun og er því ekki hægt að segja að hún hafi verið algjörlega bitlaus. Þessi mikla hækkun á skammtímauvöxtum hefur þó haft ákveðnar hliðarverkanir.

Aukin alþjóðavæðing íslenska hagkerfisins hefur gert Seðlabankanum erfiðara um vik. Til að koma sér undan háum skammtímauvöxtum hefur erlend lántaka (bæði heimila og fyrirtækja) stóraukist. Ennfremur hafa vaxtamunarviðskipti af öðru tagi blómstrað í skjóli hárra stýrivaxta Seðlabankans. Lágt vaxtastig á alþjóðlegum fjármálamörkuðum undanfarin ár hefur vafalítið stutt þessa þróun. Alþjóðavæðingin hefur almennt orðið til þess að auka vægi gengisfarvegarins á kostnað vaxtafarvegarins í miðlun peningastefnunnar. Gengishreyfingar krónunnar hafa verið tiltölulega tilviljunarkenndar og tengsl þeirra við íslenska hagkerfið verða sífellt óljósari. Það má því segja að eðli og smæð íslenska hagkerfisins hafi leitt til þess að gengissveiflur magna hagsveiflur fremur en að mýkja þær. Þetta hefur skilað sér í mun óskilvirkari peningastefnu.

Hvað felur hugtakið miðlunarferli peningastefnunnar í sér?

Með peningastefnu Seðlabanka Íslands er leitast við að beita vöxtum bankans í viðskiptum við aðrar fjármálastofnanir á peningamarkaði til að hafa áhrif á atferli einstaklinga og fyrirtækja þannig að eftirspurnarstig hagkerfisins samrýmist vaxtargetu þess og að væntingar um verðbólgu falli að markmiði bankans í þeim efnum. Ferlið sem lýsir því hvernig vaxtaákvörðanir seðlabanka hafa áhrif á eftirspurn í hagkerfinu, verðbólguvæntingar og verðbólgu er almennt kallað miðlunarferli peningastefnunnar. Þessu ferli verður ekki lýst með einföldum hætti og geta áhrif vaxtabreytinga seðlabanka verið breytileg frá einum tíma til annars.

Helsta stjórnþæki Seðlabanka Íslands til að hafa áhrif á vaxtamyndun á fjármálamarkaði felst í að breyta vaxtakjörum (stýrivöxtum) í svonefndum endurhverfum viðskiptum við fjármálastofnanir. Hér ræðir um viðskipti þar sem bankinn og aðrar fjármálastofnanir skiptast á verðbréfum og lausu fé með því skilyrði að viðskiptin gangi til baka eftir sjö daga. Ákvarðanir Seðlabankans um vexti í þessum viðskiptum hafa áhrif á skammtíma- og langtímavexti, laust fé í fjármálakerfinu, peningamagn í umferð og bankaútlán, gengi krónunnar, verð annarra peningalegra eigna og síðast en ekki síst væntingar markaðsaðila um framtíðarþróun allra þessara þátta. Allt þetta hefur síðan áhrif á neyslu- og fjárfestingaákvæðanir einstaklinga og fyrirtækja og þar með á heildareftirspurn og á endanum á verðbólgu.

Fyrsti hluti miðlunarferlisins liggur um fjármálakerfið. Þar koma áhrif peningastefnunnar fyrst fram í breytingum á skammtíma- og langtímavöxtum, eignaverði, lausu fé í umferð og gengi krónunnar. Breyting á stýrivöxtum seðlabanka hefur strax áhrif á peningamarkaði þar sem viðskipti með skammtímaverðbréf fara fram (þ.e. verðbréf með líftíma allt að einu ári). Hækkun stýrivaxta veldur því yfirleitt að millibanka- og ríkisvaxlavextir hækka jafnskipt og stýrivextir en ekki er víst að þeir hækki allir jafnmikið. Vextir á skammtíma viðskiptum viðskiptabanka hækka yfirleitt einnig tiltölulega fljótlega enda fjármagna bankarnir þau að meginsteftu til á peningamarkaði. Áhrif breytinga stýrivaxta á langtímanafnvexti eru síður ljós en áhrifin á skammtímavexti. Þannig getur hækkun stýrivaxta hvort sem er orsakað hækkun eða lækkun langtímavaxta. Fara áhrifin á langtímavexti eftir því hvaða áhrif hækkun stýrivaxta hefur á væntingar markaðsaðila um framtíðarþróun skammtímavaxta og þá sérstaklega væntingar þeirra um framtíðarþróun verðbólgu. Vænti markaðsaðilar þess að skammtímavextir í framtíðinni komi til með að lækka töluvert geta langtímavextir jafnvel lækkað í kjölfar hækkunar stýrivaxta. Slíkar væntingar gætu t.d. endurspeglað trú á því að vaxtahækkunin sé nægileg til að verðbólga lækki töluvert í framtíðinni. Telji þeir hins vegar að hækkun stýrivaxta sé einungis hin fyrsta af mörgum hækkunum bankans gætu langtímavextir hækkað meira en sem nemur hækkun stýrivaxta.

22

Breyting á stýrivöxtum Seðlabankans hefur einnig áhrif á gengi krónunnar. Um áhrifin verður að hafa þann fyrirvara að þau ráðast jafnan af væntingum um innlenda og erlenda efnahagsframvindu, þ.m.t. af væntingum um innlenda og erlenda vaxta- og verðbólguþróun. Að gefnum markaðsvæntingum ætti þó ófyrirséð vaxtahækkun, sem yki vaxtamun gagnvart sambærilegum erlendum vöxtum að öðru jöfnu að hafa þau áhrif að krónan styrkist. Spurn eftir innlendum gjaldeyri eykst og leiðir af sér hækkun á verði hans gagnvart erlendum myntum og framkallast þannig hækkun á gengi gjaldmiðilsins. Þessi gengishækkun ætti að vera svo mikil að eftir hana teldu innlendir og erlendir fjárfestar sig jafnsetta óháð því hvort þeir fjárfesta í innlendum eða erlendum verðbréfum enda gæfist annars kostur á tækifærum til hagnaðar. Munurinn milli vaxta á sambærilegum innlendum og erlendum verðbréfa samsvarar því á hverjum tíma þeirri breytingu á gengi innlands gjaldmiðils sem fjárfestar telja sig geta búist við yfir líftíma fjárfestingarinnar, auk áhættuþóknunar (sem hér á landi gæti t.d. endurspeglað reynslu af stöðugleika krónunnar, viðhorf til trúverðugleika Seðlabankans, smæð markaðarins og seljanleika innlendra verðbréfa) (Pétursson, 2001).¹⁰

Stjórnvöld hafa sett boltann í eigið net

Þegar hugað er að þáttum sem draga úr mætti peningastefnunnar verður ekki hjá því komist að minnast á húsnæðislánamarkaðinn. Þeir vextir sem skipta einstaklinga mestu máli eru vextir á húsnæðislánum. Tilgangurinn með hækkun stýrivaxta er því meðal annars að hækka vexti á húsnæðislánum og sporna með þeim hætti gegn þenslu.

Breytt fyrirkomulag íbúðalánasjóðs var á meðal þess sem nefnt var í síðasta kafla. Þannig hafa breytingarnar ekki eingöngu unnið beint gegn verðbólguþröngu Seðlabanka Íslands, heldur hafa þær markvisst dregið úr viðnámsþrótti peningastefnu hans. Stjórnvöld hafa þannig sett Seðlabankanum verðbólguþröngu sem honum er ætlað að ná, en samtímis unnið markvisst gegn eigin markmiði með breytingum á íbúðalánasjóði. Ennfremur er ljóst að Seðlabankinn varaði stjórnvöld við áhrifum fyrirhugaðra breytinga í skýrslu sem unnin var fyrir félagsmálaráðuneytið. Þar kom fram að breytingin væri til þess fallin að auka þenslu í þjóðarþýskapnum sem væri sérlega óheppilegt í ljósi þeirrar efnahagsþenslu sem fyrir ríkti. Þannig væri fyrirséð að Seðlabankinn þyrfti að bregðast við með hærri stýrivöxtum en ella (Seðlabankinn, 2004).

Árið 2004 var gerð veruleg breyting á reglum um fjármögnun íbúðalánasjóðs. Breytingarnar voru liður í að uppfylla ákvæði í stefnumótun ríkisstjórnarinnar frá 23. maí 2003 um að hækka íbúðalán í áföngum í allt að 90% af verðgildi eigna. Talið var nauðsynlegt í tengslum við þessa breytingu að breyta fyrirkomulagi á skuldabréfaútgáfu íbúðalánasjóðs til þess að bæta verðmyndun skuldabréfa sjóðsins á markaði. Markmiðið var að tryggja landsmönnum hagkvæmari íbúðalán í gegnum íbúðalánasjóð. Útgáfu húsbrefa og fasteignaveðbréfa var hætt en í stað þess gefin út íbúðabréf og ÍLS- verðbréf. Í kjölfarið voru hámarkslán hækkuð og veðmörk rýmkuð í nokkrum skrefum í 90% af verðgildi eigna (Jóhannes Sigurðsson, 2005).

TAFLA 3: BREYTINGAR Á FYRIRKOMULAGI ÍBÚÐALÁNASJÓÐS

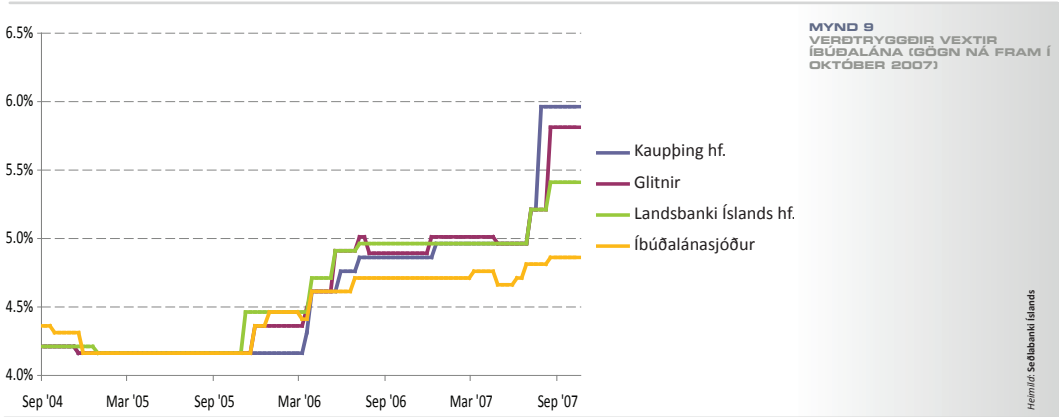
Janúar 2004	Hámarkslán á nýju húsnæði hækkað úr 9,0 m.kr. í 9,7 m.kr. Hámarkslán á notuðu húsnæði hækkað úr 8,0 m.kr. í 9,2 m.kr.
Sumar 2004	Vextir á húsnæðislánum lækka um 1% vegna breytinga á fyrirkomulagi fjármögnunar íbúðalánasjóðs.
Október 2004	Hámarkslán á nýju og notuðu húsnæði hækkað í 11,5 m.kr. Veðhlutfall hækkað úr 85% af brunabótamati í 100%.
Desember 2004	Hámarkslán á nýju og notuðu húsnæði hækkað í 14,9 m.kr. Almennt veðhlutfall (þ.m.t. á jörðum) hækkað í 90%.
April 2006	Hámarkslán á nýju og notuðu húsnæði hækkað í 18 m.kr.
Júlí 2006	Almennt veðhlutfall tímabundið lækkað í 80%. Hámarkslán tímabundið lækkuð í 17 m.kr.
Mars 2007	Almennt veðhlutfall hækkað aftur í 90% Hámarkslán hækkuð aftur í 18 m.kr.

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn

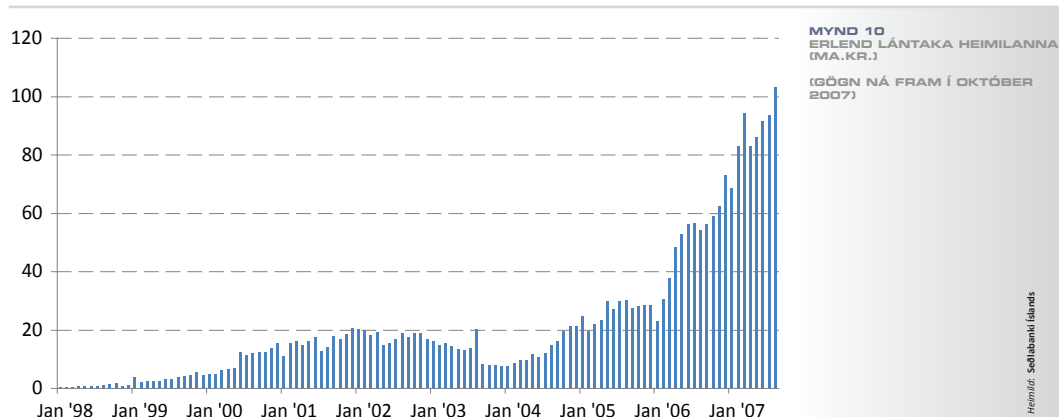
Árangurinn, ef svo má að orði komast, lét ekki á sér standa. Vextir á íbúðalánum lækkuðu umtalsvert og aðgengi að lánsfjármagni fyrir heimilin jókst til muna. Þar sem bankarnir höfðu veitt húsnæðiseignum viðbótarlán fyrir breytinguna sáu bankarnir sig knúna til að mæta samkeppninni og buðu íbúðalán á sambærilegum eða betri kjörum og íbúðalánasjóður, þrátt fyrir að sjóðurinn nyti fyrirgreiðslu í formi ríkisábyrgðar. Hluti af breytingunum var að einstaklingum bauðst íbúðalán án kvaða um undirliggjandi fasteignaviðskipti sem skapaði möguleika á endurfjármögnun óhagstæðra útistandandi húsnæðisskulda. Í flestum tilfellum fól endurfjármögnun í sér verulega lengingu lánstíma og fyrir vikið lækkaði hlutfallsleg greiðslubyrði lána, þrátt fyrir mikla aukningu á skuldum heimilanna.

Það er ljóst að þessi þróun vann harkalega gegn áhrifamætti vaxtahækkana Seðlabankans sem hófust um þetta leyti. Þannig lækkuðu langtíma vextir hratt á meðan stýrivextir hækkuðu. Þetta hefur vafalítið hvatt fólk enn frekar til að bæta lausafjárstöðu sína þar sem skammtímalán urðu dýrari. Þannig endurfjármögnuðu margir húsnæðislán sín og notuðu ónýtt veðrymi til að losa um fjármagn.

Neikvæð áhrif á miðlun peningastefnunnar eru sérstaklega óheppileg í ljósi þess að upphaflega var breytingunum ætlað að stuðla að aukinni skilvirkni hennar. Þar sem yfirgnæfandi meirihluti útlána sjóðsins eru löng, verðtryggð húsnæðislán á föstum vöxtum og verðbætur dreifast jafnt yfir lánstímann verður að teljast mjög ólíklegt að stýrivextir geti haft sambærileg áhrif og í löndum þar sem húsnæðislán eru gefin út með nafnvöxtum og til mun styttri tíma.



Íbúðalánasjóður fjármagnar útlán sín með langtíma verðtryggðum bréfum sem njóta fyrirgreiðslu í formi ríkisábyrgðar. Þetta hefur gert sjóðnum kleift að halda vöxtum afar lágum og virðist ávöxtunarkrafa á bréf sjóðsins að mestu hafa ráðist af skilyrðum alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Bankarnir fjármagna útlán sín aftur á móti að mestu með styttri lánum, m.a. svokölluðum jöklabréfum, þar sem vaxtastigið ræðst mun frekar af stýrivöxtum Seðlabankans. Það er því augljóst að bankarnir standa halloka í samkeppni sinni við Íbúðalánasjóð. Húsnæðislánavextir bankanna fóru lægst í 4,15% haustið 2004 og héldust í lágmarki fram á síðari hluta ársins 2005. Árið 2006 fóru vextir þeirra hækkandi en tóku svo stökk upp á við sumarið 2007 og voru í árslok á bilinu 6,3%-6,5%. Á sama tíma hafa vextir Íbúðalánasjóðs lítið hækkað og eru enn lægri en fyrir breytingarnar, þrátt fyrir að stýrivextir hafi hækkað um ríflega 8%. Í dag eru vextir á fasteignalánum Íbúðalánasjóðs 5,5% sem er talsvert lægra en hjá bönkunum.



Til að verja markaðshlutdeild sína á íbúðalánamarkaði hafa bankarnir í auknum mæli boðið upp á lán í erlendri mynt í stað verðtryggðra lána í íslenskum krónum. Þetta dregur enn frekar úr áhrifum peningastefnu Seðlabankans og getur í raun unnið á móti henni. Að sama skapi er mjög sérkennilegt að lánasjóður í eigu ríkisins skuli óbeint þvinga viðskiptabankana til að bjóða heimilum í auknum mæli upp á lán í erlendri mynt. Auk þess að draga úr bitkrafti vaxtahækkana getur slík þróun beinlínis ógnað fjármálastöðugleika í landinu nái hún mikilli fótfestu. Betur verður fjallað um þetta síðar í skýrslunni.

Frá því breytingar hófust á fyrirkomulagi sjóðsins árið 2004 hefur húsnæðisverð hækkað árlega um nærri 20%. Rannsóknir staðfesta að þessar verðhækkanir megi rekja með beinum hætti til þeirra breytinga sem áttu sér stað á húsnæðislánamarkaði (Lúðvík Elíasson og Þórarinn G. Pétursson, 2008). Þrátt fyrir að verðhækkanir hafi dregist talsvert saman síðustu árin vegur húsnæðisliðurinn enn þungt þegar litið er til verðbólgunnar. Eins og áður hefur komið fram eru bein áhrif hækkana á húsnæðisverði tvíþætt. Annars vegar hefur húsnæðisverðbólgan bein áhrif á mælda verðbólgu í gegnum húsnæðislið neysluverðsvísitölunnar og hins vegar hvetur hún til aukinnar eftirspurnar vegna auðsáhrifa. Eftirspurn eftir húsnæði hefur dregist afar hægt saman þrátt fyrir verðhækkanir og mikið framboð af nýju húsnæði.

Af þessu er ljóst að íbúðalánasjóður hefur unnið gegn verðbólgu markmiði Seðlabankans á mörgum sviðum og samtímis rekið fleyg í miðlunarferli stýrivaxta hans. Skammtíma vextir eru því mun hærri en þeir hefðu ella þurft að vera.

Verðtrygging dregur úr virkni peningastefnunnar

Það eru fleiri þættir en barátta ríkisins fyrir markaðsstöðu á íbúðalánamarkaði sem spilla fyrir virkni peningastefnunnar á mikilvægustu markaðsvextina. Til að mynda er óvenjulegt hve mikill hluti lánasamninga og skuldabréfa í krónum er verðtryggður. Í öðrum myntum er það jafnan minnihlutinn sem er tengdur þróun verðlags en hér er mun ríkari hefð fyrir verðtryggingu en gengur og gerist víðast erlendis.

25

Verðtrygging var upphaflega kynnt til sögunnar á Íslandi til að draga úr neikvæðum afleiðingum verðbólgu á sparnað og aðrar fjármálaafurðir.¹¹ Arfleifð mikillar og breytilegrar verðbólgu veldur því að lán í innlendum gjaldmiðli eru nánast ófáanleg til langs tíma án verðlags- eða gengistryggingar, jafnvel ekki með breytilegum vöxtum. Þar spilar íbúðalánasjóður óneitanlega stórt hlutverk enda eru öll útlán sjóðsins verðtryggð.

Verðtryggð lán eru í flestum tilfellum með föstum vöxtum og til mjög langs tíma. Þar sem verðtrygging ýtir undir fasta vexti má því segja að hún stuðli að því að draga úr áhrifamætti stýrivaxta. Í stað þess að hafa áhrif á greiðslubyrði af stórum hluta skuldastofnsins, eins og í löndum þar sem (óverðtryggð) lán með breytilegum nafnvöxtum eru ríkjandi, hafa þeir aðeins áhrif á greiðslubyrði af nýjum lánum. Vegna þess að verðtryggð lán eru jafnan veitt til mjög langs tíma og spanna því væntanlega nokkrar hagsveiflur, má því reikna með að stýrivaxtabreytingar hafi minni áhrif á þessa vexti.

Hvar eru skuldabréf ríkissjóðs?

Til að bæta gráu ofan á svart hefur innlendur skuldabréfamarkaður verið mjög grunnur sökum takmarkaðrar skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs. Þetta hefur gert Seðlabankanum enn erfiðara um vik að

11 Í raun hefði ekki þurft á verðtryggingu ef vextir hefðu í stað þess verið gefnir frjálsir. Þá hefðu nafnvextir einfaldlega ákvarðast þannig að raunvextir yrðu í samræmi við undirliggjandi efnahagsaðstæður og við þá hefði bæst verðbólguálag.

hafa áhrif á verðtrygðða vaxtaferilinn. Til þess að markaðsvextir þróist með eðlilegum hætti þarf að vera virkur og djúpur markaður með ríkisskuldabréf þannig að áhættulausir vextir liggi fyrir.¹²

Skuldabréfaútgáfa ríkisins hefur því tvíþætt hlutverk. Annars vegar að afla lánsfjár fyrir ríkið og hins vegar að styrkja skuldabréfamarkað með því að leggja til áhættulausan vaxtaferil. Góð staða íslenska ríkisins um þessar mundir hefur komið í veg fyrir að ríkið hafi þurft að stofna til skulda og síðustu ár hefur það fremur einbett sér að því að greiða niður skuldir. Þrátt fyrir að vissulega sé gott að vel gangi við að grynna á skuldum ríkissjóðs eru hliðarverkanir þess slæmar. Skortur á útgáfu ríkisskuldabréfa leiðir til þess að skuldabréfamarkaðir eru grunnir og óskilvirkir.

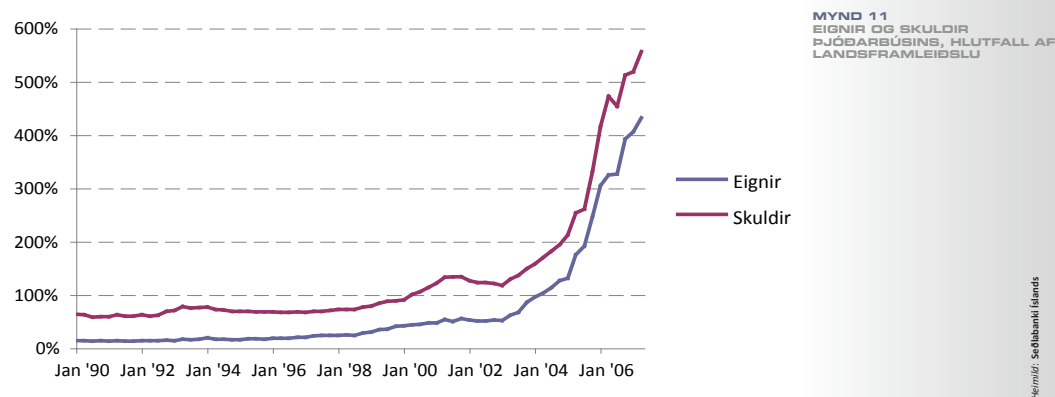
Þessi góða staða íslenska ríkisins er ekkert einsdæmi. Ríkisstjórnir margra landa hafa haldið úti reglulegum og nægjanlega stórum flokkum skuldabréfa til þess að gegna því hlutverki að auka skilvirkni skuldabréfamarkaðarins þrátt fyrir að þurfa ekki á lánsfé að halda. Má þar nefna bæði lönd með verðbólguþröskulmið, líkt og Noregur, og lönd þar sem genginu er stýrt, eins og Singapur.

Seðlabankinn birtir nú eigin vaxtasþá

Einn af þeim þáttum sem hefur vafalaust skapað hindrun í miðlunarferlinu er ógagnsæi eigin mats bankans á horfum í verðlags- og vaxtamálum. Þannig var framsetning bankans ekki nægjanlega skýr þar til hann hóf að birta þann stýrivaxtaferil sem bankinn metur að nægi til að verðbólga náist inn fyrir þölmörk innan ásættanlegs tíma. Eftir að bankinn tók að setja fram eigin vaxtasþá með þessum hætti, í mars 2007, hafa skýr merki um áhrifamátt peningastefnunnar komið fram. Hafa þer þann fyrirvara á að áhættuálag á erlendum skuldabréfamarkaði hækkaði mjög hratt á sama tíma og gæti því erfitt að meta hvort vegur þyngra. Gera má ráð fyrir að báðir þættir hafi stutt við þróunina en erfitt verður að dæma með nákvæmni um slíkt fyrr en lengri reynsla verður komin á nýtt fyrirkomulag Seðlabankans.

Alþjóðavæðing og vaxtamunarviðskipti

Síðastliðin ár hafa verið ár alþjóðavæðingar á Íslandi. Á nánast öllum sviðum hefur samþætting hagkerfisins við erlenda markaði aukist til muna. Sókn íslensku bankanna út fyrir landsteinana hefur tengt fjármálakerfið sterkum böndum við alþjóðlega fjármagnsmarkaði. Samhliða bönkunum hafa íslensk fyrirtæki fært hratt út kvíarnar og erlendar fjárfestingar hafa vaxið með ógnarhraða. Á sama tíma hefur erlent lánsfé streymt inn til landsins. Útgáfa erlendra skuldabréfa í íslenskum krónum, svokallaðra jöklabréfa, hófst síðla árs 2005. Gríðarleg eftirspurn eftir lánsfé sökum viðvarandi



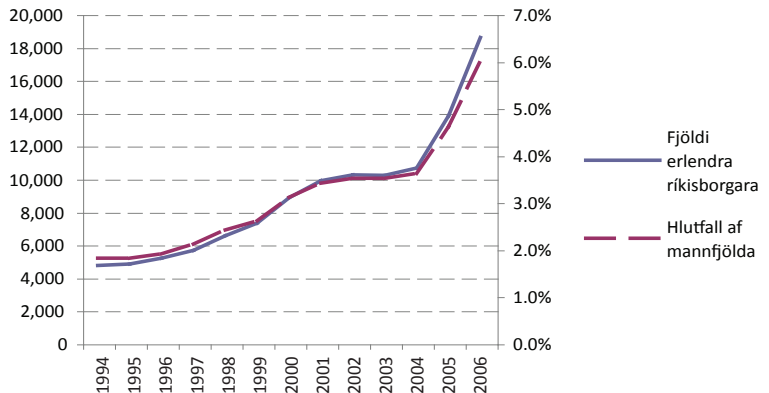
12 Á stærri markaðssvæðum hafa skiptavextir tekið við hlutverki grunnvaxta í kerfinu og eru nýttir til verðlagningar annarra skuldbindinga. Í jafnsmau kerfi og hér er vantar töluvert upp á að skiptivaxtamarkaður sé nægjanlega djúpur til þess að gegna þessu hlutverki.

viðskiptahalla og stórfelldrar útlánaaukningar síðustu ár hefur stutt við þá útgáfu. Eins og sjá má á mynd 11 hafa erlendar eignir þjóðarþúsins hafa því vaxið hratt og erlendar skuldir enn hraðar.

Það eru ekki bara fjármagnshreyfingar sem hafa aukist heldur hefur orðið mikil aukning á erlendu vinnuafli á Íslandi. Þannig hefur fjöldi erlendra ríkisborgara tvöfaldast á örfáum árum. Viðskipti við útlönd fara einnig vaxandi. Síðustu ár hefur innflutningur aukist hratt sem hlutfall af landsframleiðslu en útflutningur heldur dregist saman. Þá má gera ráð fyrir að sú þróun snúist að einhverju leyti við á komandi árum með auknum álútfletningi. Það má því segja að alþjóðavæðing hafi aukist á öllum sviðum og landið sé opnara en nokkru sinni áður fyrir utanríkisviðskiptum, alþjóðlegum fjármagnsstraumum og erlendu vinnuafli (Arnór Sighvatsson, 2007).

MYND 12
FJÖLGUN ERLENDRA
RÍKISBORGARA

Heimil / Hagstofa Íslands



Fylgiskur aukinnar sambættingar fjármálamarkaða er að þeir verða háðari hver öðrum. Þannig er ljóst að þróun á erlendum fjármálamörkuðum hefur haft mikið að segja um miðlun peningastefnu Seðlabanka Íslands í seinni tíð. Óhjákvæmileg afleiðing mikils peningalegs aðhalds á sama tíma og vextir í heiminum voru í sögulegu lágmarki er mikill vaxtamunur á milli Íslands og viðskiptalandanna. Afleiðingar þessa ósamræmis í peningastefnu innan og utan landssteinanna samfara stórauðinni alþjóðavæðingu hafa verið margvíslegar.

Hvað eru vaxtamunarviðskipti?

Vaxtamunarviðskipti fela í grunninn í sér að fjárfesting í hávaxtagjaldmiðli (sem kölluð er gnógtstaða/meðstaða), í t.d. íslensku krónunni eða nýsjálenska dollaranum, er fjármögnuð með lántöku í lágvaxtamynt (sem er kölluð skortstaða/neikvæð staða), t.a.m. japanska jeninu eða svissneska frankanum. Þannig vonast fjárfestar til að njóta hærri ávöxtunar viðkomandi hagkerfis án þess að til komi samsvarandi veikingar á gjaldmiðlinum. Hagnaður fjárfestanna er því fólgin í mismuninn á lágum fjármögnunarkostnaði og hárrí ávöxtun fjárfestingarinnar að teknu tilliti til þeirra gengisbreytinga sem verða á tímabilinu. Svo framarlega að gengi hávaxtagjaldmiðilsins veikist ekki meira en sem nemur vaxtamuni hagkerfanna tveggja myndast umframhagnaður af viðskiptunum.

Vaxtamunarviðskipti geta tekið ýmis form. Algengast er að teknar séu stöður í gegnum svokallaða framvirka gjaldeyrissamninga eða afleiður. Þetta felur óbeint í sér að lán er tekið í lágvaxtamynt, gjaldeyrinum skipt í hávaxtamyntina og upphæðin lögð inn til ávöxtunar yfir ákveðið tímabil. Þessi gjörningur skapar framvirkt sölugengi á erlenda gjaldmiðlinum sem er hærra en núgengi. Eins og áður hefur komið fram myndast hagnaður ef gengi krónunnar helst sterkt. Gjalddeyrifaðleiður eru í raun flóknara form sambærilegra samninga.

Annað algengt afbrigði vaxtamunarviðskipta, sem hefur verið talsvert til umfjöllunar í fjölmiðlum, er útgáfa erlendra skuldabréfa í innlendri mynt. Þessi bréf hafa almennt verið kölluð jöklabréf (þjóðverjar hafa reyndar kosið að kalla þau þorskabréf). Skuldabréfin eru í flestum tilfellum gefin út af erlendum aðila með gott láns hæfismat. Þessir aðilar eru undantekningarlítið milliliðir í viðskiptunum enda selja þeir í raun gjaldeyrisáhættuna áfram til endafjárfesta sem eru þá þeir sem bera áhættu og ávöxt af vaxtamunarviðskiptunum.

Vaxtamunarviðskipti eru einnig stunduð óbeint. Má þar helst nefna óvarðar erlendar lántökur heimila og fyrirtækja. Hár fjármögnunarkostnaður innanlands hefur leitt til þess að fyrirtæki og einstaklingar sækja í auknum mæli í erlent lánsfé. Þannig námu erlend lán íslenskra heimila í lok síðasta árs um 138 milljörðum króna, sem nemur um 16% af heildarskuldum heimila við bankakerfið og er það sögulegt hámark. Ein helsta ástæða þessa mikla vaxtar er veik samkeppnistaða bankanna á húsnæðislánamarkaði. Þeir hafa ekki tök á því að keppa við Íbúðalánasjóð um kjör á innlendu lánsfjármagni og eru því tilneyddir til að bjóða frekar fram erlent lánsfjármagn sem Íslendingar hafa tekið við fegins hendi. Ofan á þetta bætist að bílafloði landsins hefur meira og minna verið fjármagnaður með erlendum lánum á undanförnum árum, í það minnsta þegar kaupin eru fjármögnuð með lánsfé.

Vaxtamunarviðskipti geta því tekið á sig margar myndir. Þannig hefur umfang vaxtamunarviðskipta farið hratt vaxandi. Eins og nefnt var hér að ofan þá standa erlend lán heimilanna í um 138 milljörðum. Fjárhæð útistandandi jöklabréfa nemur um 400 milljörðum. Því til viðbótar endurspeglar framvirk gjaldeyrisstaða að einhverju leyti umfang vaxtamunarviðskipta, en hún var ríflega 900 milljarðar í lok nóvember. Það er því ljóst að hvernig sem á málin er litið er umfang þessara viðskipta gríðarlegt, enda má í grófum dráttum áætla að heildarstaða vaxtamunarviðskipta nemi vergri landsframleiðslu síðasta árs. Það er því ekki að undra að vaxtamunarviðskipti skuli vera orðinn ráðandi þáttur í gengisþróun íslensku krónunnar.

Gengi krónunnar hefur verið skrykkjótt

Gengi krónunnar hækkaði jafnt og þétt frá síðari hluta ársins 2001 þar til í nóvember 2005. Þegar það stóð hæst var raungengi hið hæsta frá árinu 1988 og hafði þá hækkað um nærri 50% frá því að gengi krónunnar náði lágmarki fjórum árum fyrr. Gengisþróunin studdi við verðbólguþröng Seðlabankans á þessu tímabili og leiddi til þess að vöruverð lækkaði. Verðbólga varð því minni en ella, en jókst eigi að síður umtalsvert, einkum vegna hækkandi íbúðaverðs og mikils launaþrýstings.

Hátt gengi krónunnar ásamt ört vaxandi eftirspurn, bæði fjárfestingu og einkaneyslu, stuðlaði að miklum viðskiptahalla. Áframhaldandi styrkur krónunnar hefur því orðið sífellt háðari vilja erlendra fjárfesta til þess að fjármagna viðskiptahallann, m.a. í formi vaxtamunarviðskipta. Snemma árs 2006 bárust fyrst skilaboð um að þessi vilji væri ekki ótakmarkaður. Í kjölfar þess að erlend láns hæfismatsfyrirtæki lýstu yfir áhyggjum af íslensku efnahagslífi og fjármálafyrirtækjum lækkaði gengi krónunnar hratt og stóð lágt fram eftir sumri. Á fáum vikum lækkaði krónan um nærri 30% frá hæsta gildi sínu. Með auknu upplýsingastreymi um stöðu fjármálakerfisins hérlandis dró úr áhyggjum erlendra fjárfesta og krónan sótti fljótlega í sig veðrið.

MYND 13
GENGI ÍSLENSKU KRÓNUNNAR

Hermild: Seðlabanki Íslands



Frá þessum tíma hefur krónan tvívegis veikt tiltölulega hratt í kjölfar óróa á erlendum fjármálamörkuðum. Fyrst í júlí árið 2007 þegar áhyggjur af bandaríska undirmáslánamarkaðnum (e. sub-prime loans) leiddu til mikillar aukningar á áhættufælni á öllum fjármálamörkuðum. Þá veiktist krónan um tæplega 15% á þremur vikum. Næstu mánuði á eftir styrktist krónan svo aftur. Samhliða miklum lækkunum á hlutabréfamörkuðum hefur krónan síðan gefið eftir á síðustu mánuðum ársins og í upphafi árs 2008 og hefur veikt um rúmlega 13% á tæplega þremur mánuðum. Þessi gengishegðun er í takt við það mynstur sem hávaxtamyntir fylgja gjarnan, þar sem talað er um að gengið fari “upp stigann en niður með lyftunni”. Þrátt fyrir þessar ófyrirsjáanlegu sveiflur hefur flökt í íslensku krónunni ekki verið umfram flökt í öðrum hávaxtamyntum, s.s. ástralska dollaranum. Þessi þróun gefur mjög sterkar vísbendingar um að vaxtamunarviðskipti séu orðin mun sterkari áhrifavaldur gengisþróunar en innlendir þættir. Sterk jákvæð fylgni íslensku krónunnar við aðrar hávaxtamyntir, s.s. nýsjálenska dollarann og tyrknesku líruna, rennir frekari stoðum undir þann grun. Á sama tíma hefur neikvæð fylgni á milli íslensku krónunnar og þeirra mynta sem helst hafa verið nýttar til að fjármagna vaxtamunarviðskipti aukist.

MYND 14
FYLGNI ÍSLENSKU
KRÓNUNNAR VIÐ
HÁVAXTAMYNTIR OG
LÁGVAXTAMYNTIR

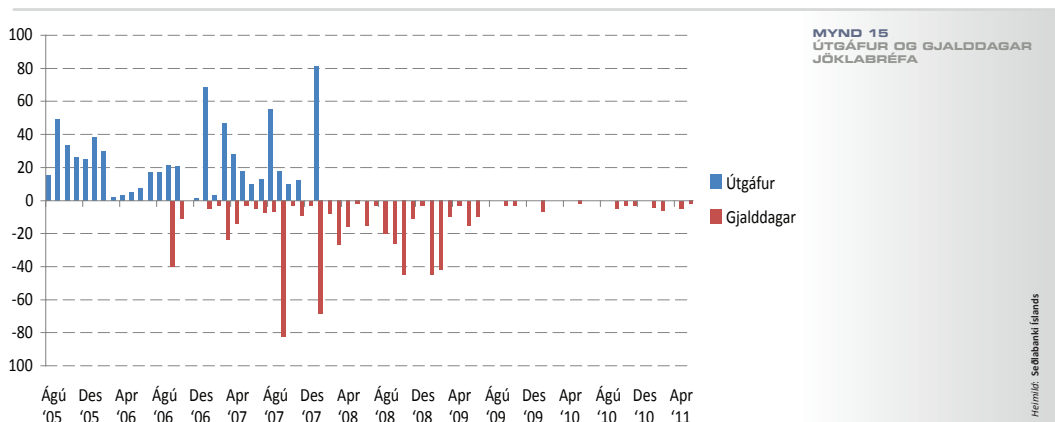
Hermild: Seðlabanki Íslands



Með þessu er ekki átt við að gengi krónunnar sé fullkomlega ónæmt fyrir innlendum þáttum. Vextir Seðlabanka Íslands og væntingar um framtíðarþróun þeirra hafa vissulega mikið að segja um gengisþróunina enda meiri ávinningur í boði eftir því sem vaxtamunurinn eykst. Aftur á móti virðist innlend hagþróun hafa sífellt minna með gengið að gera sem sýndi sig ágætlega þegar þorsk kvóti var skorinn niður um þriðjung án þess að það hefði veruleg áhrif á gengi krónunnar.

Háir vextir laða að fjármagn

Umfang vaxtamunarviðskipta hefur einnig haft sterk áhrif á innlenda vaxtaþróun á tímabilinu. Eitt form þeirra er útgáfa áður nefndra jöklabréfa. Tilkoma bréfanna hefur vafalaust unnið gegn virkni peningastefnunnar undanfarin ár. Þar sem útgáfan skapaði nýja eftirspurn eftir innlendum skuldabréfum (sem voru notuð til að verjast vaxtaáhættu í skiptasamningum) lækkuðu markaðsvextir fyrst um sinn eftir að útgáfa jöklabréfanna hófst. Það má einnig leiða að því líkum að útgáfa jöklabréfanna hafi fullnægt fjármögnunarþörf íslenskra fjármálafyrirtækja. Að öðrum kosti hefði þessi þörf verið leyst með útgáfu innlendra skuldabréfa sem að öðru óbreyttu hefði ýtt vöxtum upp á við. Fjármögnun bankakerfisins erlendis og skiptasamningar við útgefendur jöklabréfanna leiddu þannig til lægri fjármögnunarkostnaðar en ella og hafa því unnið gegn áhrifum vaxtahækkana Seðlabankans á skuldabréfamarkaði. Þessi áhrif eru þó einungis tímabundin þar sem um einskonar kerfisbreytingu er að ræða. Þegar nýtt jafnvægi kemst á, þ.e. jöklabréfin eru orðin hluti af almennum markaði, ættu áhrifin ekki að vera eins sterk. Til lengri tíma litið ættu jöklabréfin því að leiða til lægri vaxtakostnaðar með því að dýpka markað með skuldabréf í krónum.



Mikil spurn eftir skuldabréfum í hávaxtagjaldmiðlum hélt því niðri áhættuálagi, sem jafnan skilur á milli innlendar og alþjóðlegrar vaxtaþróunar og veitir sjálfstæðri peningastefnu nauðsynlegt svigrúm. Á sama tíma hefur innlendum skuldabréfamarkaður verið afar grunnur vegna lítillar skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs. Hefur þetta vafalaust leitt til þess að stýrivaxtabreytingar Seðlabankans hafa skilað sér verr og seinna en ella út í óverðtryggða vaxtarófið. Áður hefur verið minnst á hvernig breytingar á húsnæðislánamarkaði og lausafjárgnógt á erlendum lánsfjármörkuðum hafa dregið úr áhrifum bankans á verðtryggða vaxtaferilinn og leitt til vaxandi erlendar lántöku fyrirtækja og heimila.

Þróun á erlendum mörkuðum orðin ráðandi þáttur

Að lokum má sjá að ákvörðun stýrivaxta hérlandis, ekki eingöngu miðlun þeirra, ræðst í vaxandi mæli af þróun erlendis. Almennt fylgir aukinni áhættufælni erlendra fjárfesta hækkun á vöxtum erlendra ríkisskuldabréfa. Þeir snúa sér þá frá áhættusömum eignum, s.s. skuldabréfum í hávaxtagjaldmiðlum, og gengi viðkomandi gjaldmiðla lækkar. Þessi gengislækkun leiðir í mörgum tilfellum til stýrivaxtahækkunar, sér í lagi þar sem gengi hefur mikil áhrif á verðlag og verðbólguvæntingar. Þannig mætti segja að peningastefnan sé bundin í báðar færur.

Þegar horft er til þess hversu miklu breytingar á erlendum fjármálaskilyrðum ráða um innlenda vaxta- og gengisþróun (og þar með miðlun peningastefnunnar) er eðlilegt að spyrja hvort sjálfstæð peningastefna þjóni tilgangi sínum lengur. Því meiri sem áhrifin eru á vaxta- og gengisþróun, þeim mun erfiðara er að reka sjálfstæða peningastefnu sem hentar innlendum aðstæðum.

Hvort aukið næmi innlendra vaxta fyrir alþjóðlegri vaxtaþróun sé varanleg afleiðing alþjóðavæðingar eða tímabundið einkenni þeirra sérstöku aðstæðna sem hafa skapast á síðustu árum er erfitt að segja. Líklega má telja að alþjóðavæðingin hafi almennt leitt til aukins vægis gengisfarvegarins á kostnað vaxtafarvegarins og áður nefndar aðstæðar í heimsbúskapnum undanfarin ár hafi magnað þessi áhrif. Þannig hafa lágir vextir og mikið framboð lánsfjármagns og umbylting fjármálakerfisins leitt til þessarar þróunar.

Þetta er að vissu leyti áhyggjuefni enda er almennt viðurkennt að því sem næst ógerlegt er að spá fyrir um gengisbreytingar af einhverri vissu, a.m.k. til skamms tíma. Það má því gera ráð fyrir að miklar og ófyrirséðar gengisbreytingar leiði til þess að almenn efnahagsframvinda og sérstaklega miðlun peningastefnunnar verði illfyrirsjáanleg. Það eru því ýmsar ástæður fyrir því að aukið vægi gengisfarvegarins í stað vaxta í miðlun peningastefnunnar er ekki æskilegt.

Grunnur gjaldeyrismarkaður

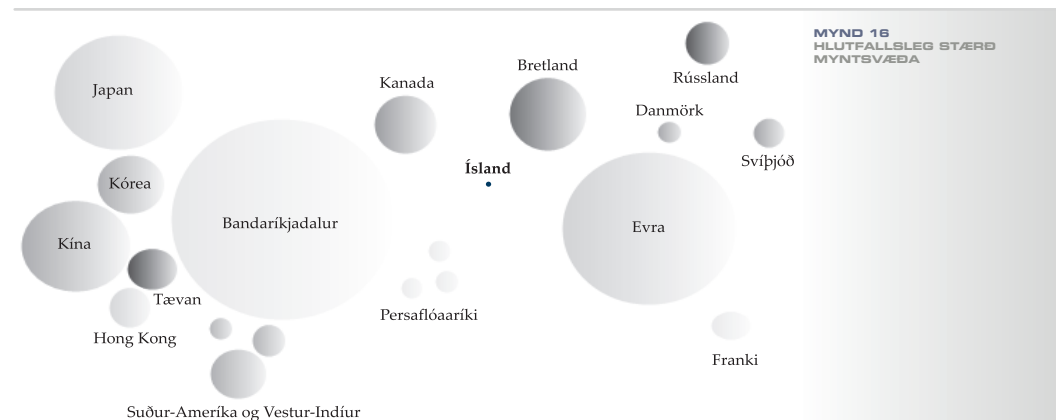
Íslenska krónan er líklega minnsti sjálfstæði fljótandi gjaldmiðill heims. Þróun íslensks gjaldeyrismarkaðar hefur verið sú sama og á flestum öðrum mörkuðum, þar sem sífellt minna hlutfall gjaldeyrisviðskipta tengist utanríkisviðskiptum. Þess í stað tengjast viðskiptin í vaxandi mæli gengisvörnum annars vegar og spákaupmennsku hins vegar. Gera má ráð fyrir því að spákaupmennska hafi aukið flókt á gjaldeyrismörkuðum en á sama tíma hefur sú mikla velta sem þeim fylgir dýpkað markaði til muna. Þrátt fyrir aukna þátttöku spákaupmanna er markaður með íslenskar krónur enn mjög grunnur. Þannig eru t.a.m. einungis þrír virkir þáttakendur á millibankamarkaði sem hlýtur að teljast algjört lágmark til að slíkur markaður virki sem skildi.

Til að setja stærð krónunnar í hlutfallslegt samhengi er samanburður gagnlegur. Velta á innlendum gjaldeyrismarkaði nam um 4.500 ma.kr. árið 2006 og fyrri hluta ársins 2007 nam veltan um 2.500 ma.kr. Til samanburðar nam áætluð heildarvelta á gjaldeyrismörkuðum heimsins árið 2007 um 64.240.000 ma.kr. Það má því gera ráð fyrir að viðskipti með íslensku krónuna séu innan við 0,01% af heildarveltu á gjaldeyrismörkuðum heimsins.

31

Grunnur gjaldeyrismarkaður eykur líkur á óskilvirkri verðmyndun og óæskilega miklum áhrifum fárra aðila. Umhverfi óvissu er frjósamur jarðvegur fyrir spákaupmennsku og því líklegt að áhrif hennar geti orðið meiri á gengi gjaldmiðla. Almennt gildir að því smærra sem gjaldmiðlasvæði er, því berskjaldaðari er gjaldmiðillinn fyrir áhlaupum spákaupmanna. Í ljósi þess ætti ekki að koma á óvart að fjöldi myntsvæða í heiminum er ekki meiri en raunin er. Fastgengisstefna gerir gjaldmiðla vissulega berskjaldaðri en ella fyrir atilögum spákaupmanna, en lönd með fljótandi gengi geta einnig þurft að glíma við óæskilega miklar og snöggar gengishreyfingar.

Hér á landi skipta stóru bankarnir þrír á milli sín gjaldeyrismarkaðinum. Við fákeppni sem þessa getur komið upp sú staða að þörf eins aðila fyrir erlendan gjaldeyri eigi sér ekki mótsvörin í þörf annars fyrir krónur. Ef væntingar þessara aðila um gengisþróunina tengjast nýlegri gengisþróun geta þessar aðstæður leitt til mikilla gengissveiflna. Fákeppni á gjaldeyrismarkaði getur þó allt eins dregið úr sveiflum á gengi. Eftir því sem bankarnir eru stærri og fjölbreyttari verður millibankamarkaður með gjaldeyri þynnri og viðskiptin síður líkleg til að endurspeglar framboð og eftirspurn viðskiptavinanna. Þannig geta bankarnir í rauninni tekið á sig hluta af sveiflum í gjaldeyrisflæðinu og dregið úr sveiflum á genginu. Þar sem hagsmunir bankans gætu verið umtalsverðir, t.a.m. vegna eigin stöðu eða gjaldmiðlaáhrættu í útlánasafni bankans, kynnu þeir af þeim sökum að forðast að setja stór viðskipti út á markaðinn. Það er þó takmörkunum háð hversu langt bankarnir geta gengið í þessum eignum og á endanum gæti ekki verið hjá því komist að losa um stöðu á markaðnum. Þannig gæti myndast tímabundinn þrýstingur á gengið sem væri þeim mun meiri eftir því sem bankarnir hafa

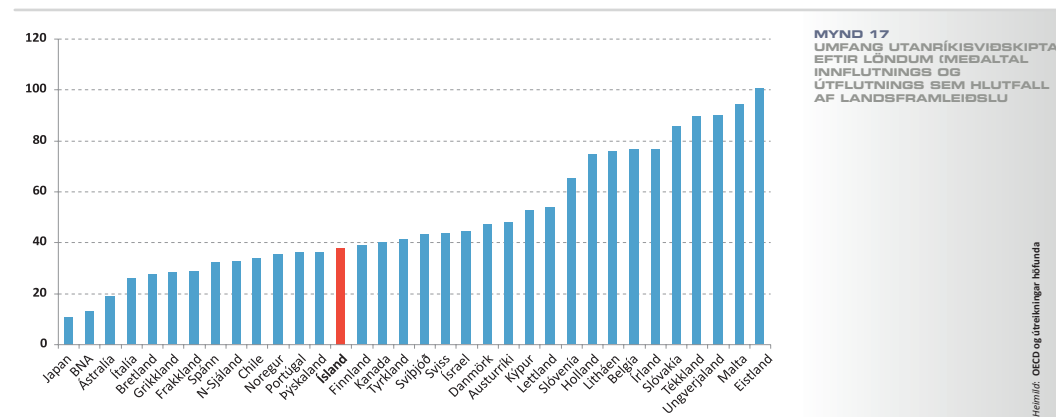


tekið á sig stærri umframstöðu. Þannig er líkleg afleiðing fákeppninnar að meiri ókyrrð ríki en ella þegar bankarnir þurfa að losa um stöður en þess á milli ríki meiri kyrrð á gjaldeyrismörkuðum (Arnór Sighvatsson, 2007).

Í öllu falli ætti gengisþróun að hafa minna með almenn umsvif í hagkerfinu að gera eftir því sem markaðir eru grynri og verðmyndun óskilvirkari. Fyrir vikið má gera ráð fyrir því að miðlun peningastefnunnar í gegnum gengisfarveginn verði síður fyrirsjáanleg og árangursrík.

Gengisbreytingar leiða hratt út í verðlag

Eitt af þeim vandamálum sem fylgir sjálfstæðum gjaldmiðli í litlu og opnu hagkerfi er sú staðreynd að innlent verðlag hefur tilhneigingu til að aðlagast mun hraðar að breytingum í gengi gjaldmiðla en ella. Þrátt fyrir smæð Íslands, er umfang utanríkisviðskipta ekki jafn mikið og ætla mætti.



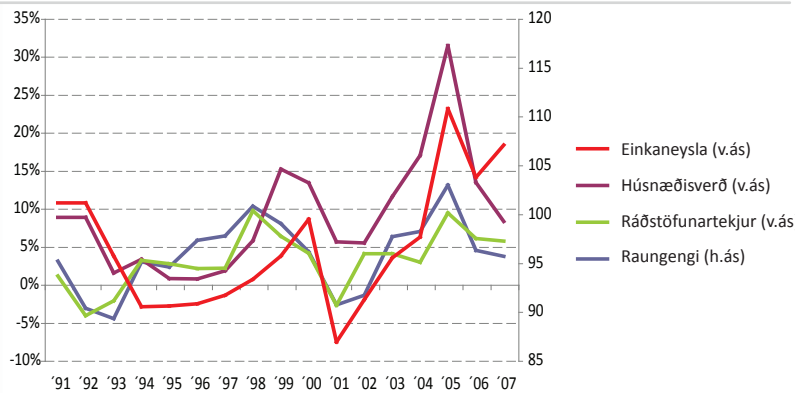
Í ljósi þess mætti draga þá ályktun að gengisáhrif á innlent verðlag ættu að vera minni. Það sem vegur hins vegar upp á móti þessari staðreynd er hversu lítil samkeppni er til staðar í stórum hluta innflutningsgeirans. Það ætti því að reynast fyrirtækjum auðveldara að velta gengisveikingu áfram út í verðlag. Að sama skapi virðast Íslendingar af sögulegum ástæðum mjög meðvitaðir um að gengi krónunnar stýri hluta verðlags og kippa sér því ekki mikið upp við verðhækkanir. Afleiðingin er sú að sveiflujafnandi hlutverk gengisins, sem lýst var í inngangskafli, virkar ekki sem skildi.

Þegar gengi krónunnar styrkist verða innfluttar vörur hlutfallslega ódýrari en ella. Þetta er hluti af aðlögunarhlutverki gengisins þar sem hlutfallsleg verðlækkun innfluttrar vöru stýrir eftirspurninni út úr hagkerfinu. Þetta ætti að létta á framleiðsluspennu og draga úr verðbólguþrýstingi, bæði

með beinum og óbeinum hætti. Það er aftur á móti hætt við því í hagkerfum þar sem varanlegar neysluvörur eru að mestu leyti innfluttar, líkt og á Íslandi, að eftirspurn eftir þessum vörum aukist mikið. Sé gengishækkunin talin tímabundin sjá einstaklingar sér hag í að nýta tækifærið meðan krónan er sterk og fjárfesta í þessum vörum. Þannig hafa rannsóknir sýnt að það er jákvæð fylgni milli breytinga í einkaneyslu og gengis á Íslandi (Þórarinn G. Pétursson, 2007)

Miklar sveiflur í einkaneyslu benda til þess að neysluhegðun Íslendinga ráðist meira af gengissveiflum en almennt er á meðal annarra þjóða. Að Kóreu undanskilinni hefur einkaneysla sveiflast meira á Íslandi en í nokkru öðru OECD-ríki undanfarin ár. Á sama tíma sker Ísland sig ekki úr hópnum þegar horft er til sveiflna í landsframleiðslu eða í vexti útflutnings. Líklegasta skýringin er sú að sveiflur í gengi krónunnar hafi ýtt undir sveiflur í kaupmætti og þar með aukið sveiflur í einkaneyslu (Arnór Sighvatsson, 2004). Sveigjanleiki í gengi virðist því síst til þess fallinn að draga úr sveiflum í einkaneyslu og verður ekki betur séð en að áhrif séu þveröfug. Hér ræður miklu hversu þungt gengisþróun vegur í verðlagningu varanlegra neysluvara.

MYND 18
SAMANBURÐUR Á
ÞRÓUN EINKANEYSLU,
HÚSNÆÐISVERÐS,
RÁÐSTÖFUNARTEKNA OG
RAUNGENGIS



Sömu rök eiga við þegar kemur til gengislækkunar, t.a.m. ef þjóðarbúskapurinn verður fyrir ytri áföllum. Ef gengislækkun leiðir hratt út í verðlag verður ávinningur hennar í besta falli skammvinnur. Veikari krónu er ætlað að styðja við útflutningsgreinar í formi lægra raungengis. Í þessu er fólgið að útflutningsfyrirtækin fá herra verð fyrir vörur sínar þar sem erlendar tekjur þeirra hækka í krónum talið. Grundvallarforsenda fyrir því að þetta styrki samkeppnishæfni þeirra er að verðlag haldist óbreytt. Ef verðbólga fylgir strax í kjölfar veikingar krónunnar kemur það í veg fyrir að raungengið lækki samhliða lækkun á nafngengi krónunnar. Samkeppnisstaða útflutningsgreinanna styrkist því minna en ella og jafnvægi í utanríkisviðskiptum kemst síður á. Að auki má gera ráð fyrir að Seðlabankinn þyrfti að mæta auknum verðbólguþrýstingi með vaxtahækkun og gengisviðbrögðin myndu því snúa þvert á það sem hagkerfið þyrfti á að halda.

Á endanum velta verðlagsáhrif gengisbreytinga að miklu leyti á trúverðugleika peningastefnunnar. Takist Seðlabankanum að skapa trausta kjölfestu fyrir verðbólguvæntingar má gera ráð fyrir því að verulega dragi úr áhrifunum. Rannsóknir benda þó til þess að verðlagsáhrifin verði alltaf meiri í litlum opnum hagkerfum eins og á Íslandi.

Að lokum er vert að minnast á hvernig einhæfni og ósveigjanleiki í útflutningssamsetningu Íslands dregur enn frekar úr skilvirkni gengisins sem jafnvægisstilli. Eins og áður hefur komið fram ætti veikari króna að öðru jöfnu að auka útflutning vegna sterkari samkeppnisstöðu á alþjóðamörkuðum. Umfang útflutnings á Íslandi er hins vegar tiltölulega stöðugt þar sem útflutningsvörur samanstanda að megninu til af áli og sjávarafurðum. Útflutningur sjávarútvegs takmarkast af aflaheimildum hvers

árs og framleiðslugeta álvera er tiltölulega fastskorðuð. Ef næmni útflutnings fyrir gengisbreytingum er jafn lítil og raun ber vitni þarf meiri aðlögun innlendrar eftirspurningar og innflutnings til að hægt sé að ná jafnvægi (Arnór Sighvatsson, 2007).

Erlend lán og auðsáhrif

Sú staðreynd að umtalsverður hluti skuldastofns heimila og fyrirtækja er í erlendum gjaldmiðli (eða verðtryggður og því næmur fyrir sveiflum í gengi krónunnar) setur miðlun peningastefnunnar enn frekari skorður. Erlend lán til fasteignakaupa hafa aukist hratt og námu í lok árs 2007 um 138 milljörðum króna, sem er um 16% af heildarskuldum heimila við bankakerfið. Þar sem íbúðalánasjóður er með ríflega 50% markaðshlutdeild á fasteignalánamarkaði má gera ráð fyrir að hlutfall erlendra fasteignalána til einstaklinga sé um 7-8% af heildarlánnum. Að auki er vert að nefna að erlend lán til bílakaupa hafa færest hratt í vöxt á undanförunum árum.

Um 60% af skuldum fyrirtækja eru gengisbundnar. Í mörgum tilfellum eru fyrirtækin með erlendar tekjur á móti skuldunum og því í raun varin fyrir gengisáhættunni. Það er engu að síður ljóst að vænn skerfur af þessari lántöku er óvarin lánastaða sem byggir á því að nálgast fjármagn á hagstæðari kjörum en býðst innanlands.

Með þetta í huga er ljóst að gengissveiflur hafa mikil áhrif á efnahagsreikninga íslenskra heimila og fyrirtækja, sem eru á meðal þeirra skuldsettustu í heiminum. Þegar lán eru tekin í erlendri mynt, án þess að erlendar tekjur séu til staðar til að mæta greiðslum af láninu, er um óvarða gengisáhættu að ræða. Það er ljóst að innlendar vaxtahækkunarir hafa ekki bein áhrif á fjármagnskostnað þessara lána þar sem þau bera erlenda vexti. Áhrif á hagkvæmni slíkra lána geta hins vegar verið óbein í formi gengisbreytinga.

Aukin aðhaldssemi í peningamálastefnu með tilheyrandi vaxtahækkunum leiðir í flestum tilfellum til gengisstyrkingar. Ef einstaklingar og fyrirtæki eru með óvarðar stöður í erlendum lánnum lækkar því höfuðstóll lánanna. Þannig styrkist eignastaða og aukið eigið fé skapar í raun veðrými fyrir vaxandi lántöku. Í kjölfarið gæti spurn eftir lánsfé því aukist og aðhaldssöm peningastefna snýst að því leytnu upp í andhverfu sína. Að sama skapi gæti aukið eigið fé einstaklinga leitt til vaxandi eftirspurnar vegna svokallaðra auðsáhrifa. Jákvæð áhrif gengisstyrkingar á efnahagsreikning einstaklinga og fyrirtækja vinna því gegn miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn.

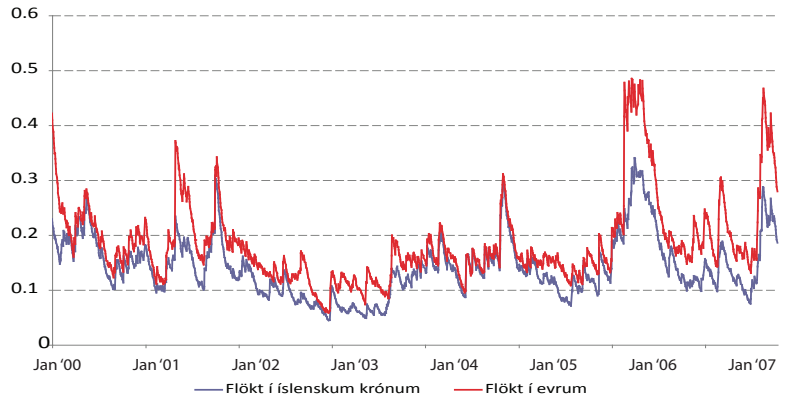
Með sama hætti getur gengisveiking haft samdráttaráhrif vegna rýrnandi eignastöðu fyrirtækja og einstaklinga. Þannig getur samdráttur í hagkerfinu orðið meira en annars. Hrein skuldastaða íslenska þjóðarbúsins er einnig hærri en nokkru sinni fyrr, sem gerir það að verkum að líkur á því að mikil gengislækkun hafi samdráttaráhrif eru þeim mun meiri. Þessi mikla skuldastaða landsins er því enn einn þátturinn sem dregur verulega úr ábata sjálfstæðs gjaldmiðils.

Fylgni í gengi krónunnar og innlands hlutabréfaverðs

Fylgni milli gengis íslensku krónunnar og innlands hlutabréfaverðs hafi farið vaxandi að undanförunum. Þannig lækkar gengi krónu samhliða lækkunum á innlendum hlutabréfamarkaði og hækkun á gengi krónu helst í hendur við hækkunarir á hlutabréfamarkaði. Á þetta var bent í skýrslu Viðskiptaráðs, *Internationalisation of Iceland's Financial Sector* (2007), og hefur verið sannreynt með rannsóknum (Bryndís Ásbjarnardóttir, 2007). Mjög sennileg ástæða fyrir þessum tengslum er að innlend hlutabréfakaup séu fjármögnuð að miklu leyti með erlendu lánsfé. Hávaxtamyntir og hlutabréf eiga það sameiginlegt að áhættusækni á mörkuðum er stór áhrifaþáttur í verðþróun þeirra. Þannig má einnig leiða að því líkur að þessi sameiginlegi eiginleiki leiði til aukinnar fylgni á milli innlendra hlutabréfa og íslensku krónunnar.

MYND 19
FLÓKT Í ÍSLENSKUM
HLUTABRÉFUM, MÆLT Í
ÍSLENSKUM KRÓNUM ANNARS
VEGAR OG EVRUM HINS
VEGAR

Hermil: ÖNN kauphöll Íslands og útreikningar höfunda



Þetta er mjög áhugavert, sérstaklega í ljósi þess að færi þróunin eftir undirliggjandi verðmæti fyrirtækjanna ætti sambandið að vera öfugt. Þar sem bróðurhluti eigna og skulda stærstu íslensku fyrirtækjanna er í erlendri mynt leiðir veiking krónunnar til þess að að heildarverðmæti fyrirtækjanna, mælt í krónum talið, eykst. Bréfin ættu að hækka hlutfallslega minna en lækkun krónunnar, en meira eftir því sem hlutfall erlendra eigna og skulda er hærra.

Sú staðreynd að fylgni krónunnar og hlutabréfamarkaðar sé með þessum hætti vinnur gegn miðlun peningastefnunnar. Í stað þess að hlutabréfaverð lækki við vaxtahækkanir, líkt og algengast er annars staðar, má gera ráð fyrir að bréfin hækki í verði. Hækkun á hlutabréfamarkaði leiðir til þess að auður vex sem ætti að ýta undir einkaneyslu og fjárfestingu einstaklinga. Þetta eru sambærileg áhrif og þau sem fylgja lækkun á höfuðstól erlendra lána. Að sama skapi getur lækkun á hlutabréfaverði og gengi krónunnar haft veruleg áhrif til lækkunar á eignum. Ef fylgnina má rekja til þess að hlutabréfakaup séu fjármögnuð með erlendu lánsfé getur slík þróun leitt til víxlverkandi áhrifa og eignarýrnunin því þeim mun skarpari.

35

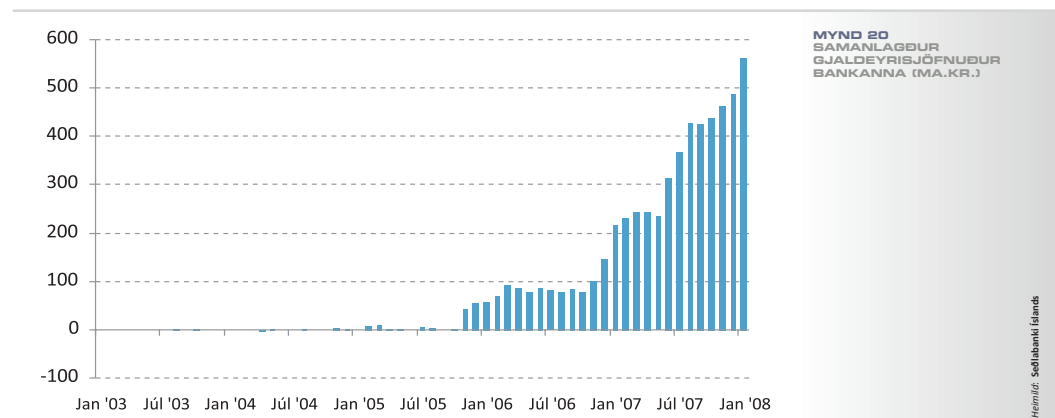
Áhrif alþjóðavæðingar fjármálafyrirtækja á peningamálastefnuna

Undanfarin ár hefur efnahagsreikningur bankakerfisins stækkað ört og þá sérstaklega erlendis. Líklegt má telja að alþjóðavæðingin hafi gert þeim kleift að sniðganga aðhald frá peningastefnunni að einhverju leyti á undanföllum árum. Í ljósi þess að bankakerfið gegnir stærsta hlutverkinu í miðlun peningastefnunnar, í gegnun miðlun lánsfjár til heimila og fyrirtækja á Íslandi, gerir slík þróun Seðlabankanum erfiðara um vik.

Stærsti áhrifavaldurinn í því samhengi hefur verið samband eiginfjárlutfalls bankanna og gengis krónunnar. Bönkum er skylt að halda lágmarkseiginfjárlutfalli sem takmarkar þannig útlánapol þeirra. Þar sem meirihluti eigna og skulda íslenska bankakerfisins eru í erlendri mynt og eigið fé í íslenskum krónum hafa gengishreyfingar í krónunni bein áhrif á eiginfjárlutföll bankanna. Þetta má þó koma í veg fyrir með jákvæðum gjaldeyrisjöfnuði. Gengisstyrking dregur þannig úr virði erlendra eigna og skulda í efnahagsreikningi og örvar eiginfjárlutfallið sem er reiknað út í íslenskum krónum. Þetta leiðir til þess að útlánasvigrúm bankanna eykst ef eiginfjárstaða þeirra er ekki varin með erlendum gjaldeyri. Veiking krónunnar hefur svo öflug áhrif. Þar sem sterkari króna er fylgifiskur aðhaldssamrar peningamálastefnu má leiða að því líkur að stýrivaxtahækkanir síðustu ára hafi aukið umsvif bankakerfisins í stað þess að draga úr þeim (Jón Danielsson og Ásgeir Jónsson, 2006).

Það er nokkuð ljóst að íslensku bankarnir hafa verið með tiltölulega óvarða eiginfjárstöðu mikinn hluta undanfarinna ára. Fyrir þessu eru einkum tvær ástæður. Annars vegar má gjaldeyrisstaða bankanna ekki fara yfir 30% af eigin fé nema að fenginni undanþágu frá Seðlabanka Íslands. Þar sem eignir og skuldir í erlendri mynt voru mun hærra hlutfall var í raun ekki leyfilegt fyrir þá að verja eiginfjárlutföll sín fullkomlega fyrir gengishreyfingum. Hin ástæðan er sú að bankarnir höfðu í raun engan hvata til að verja eiginfjárstöðu sína fyrir veikingu krónunnar fyrr en tiltölulega nýlega. Krónan var í styrkingarfasa frá því að einkavæðingu bankanna lauk þar til í byrjun árs 2006. Þannig jók gengishækkun krónunnar 2004-2005 eiginfjárlutfall íslenskra banka og gerði innlend útlán ódýrari. Það var því lítil ástæða fyrir bankana að sporna gegn þeirri þróun með einhverjum hætti.

Eftir hraða veikingu krónunnar og mikla gagnrýni á íslenskt bankakerfi á vormánuðum 2006 má segja að viðhorfin hafi breyst. Þar sem lítið er á gjaldeyrisáhættu í eiginfjárlutföllum sem almennan veikleika í rekstri banka hafa stærstu bankarnir reynt að verja þessa áhættu. Þannig hafa þeir byggt upp mjög stóran jákvæðan gjaldeyrisjöfnuð sem að öðru óbreyttu ætti að duga til þess að áhrif gengis á eiginfjárlutföll þeirra séu hverfandi. Það má því gera ráð fyrir að draga muni úr andhverfum áhrifum vegna gengisáhrifa á eiginfjárlutföll, en ólíklegt er að þau hverfi með öllu. Þessar varnir koma þó ekki að kostnaðarlausu, enda þurfa bankarnir að greiða skammtíma vaxtamun við Ísland af gjaldeyrisstöðunni og hann er mjög hár um þessar mundir.



Seðlabankinn fangi eigin vaxta

Framangreind atriði endurspeglar að einhverju leyti vandann sem fylgir því að gengið ræður jafn miklu í miðlun peningastefnunnar og raun ber vitni. Til að halda verðbólgu niðri þarf Seðlabankinn að halda vöxtum háum og krónunni sterkri.¹³ Sterk króna ýtir undir fjárfestingu í varanlegri neysluvöru þar sem neytendur gera ráð fyrir verðhækkunum um leið og krónan veikist. Þannig má segja að sterk króna leiði til tímabundinnar kaupmáttaraukningu. Hún skapar einnig auðsáhrif þar sem höfuðstóll erlendra lána lækkar og óbein eignamyndun á sér stað. Einnig bendir sterk fylgni milli innlendra hlutbréfa og íslensku krónunnar til þess að auðsáhrif myndist einnig á hlutabréfamarkaði. Á sama tíma hefur styrking krónu aukið útlánasvigrúm bankanna vegna óbeinnar rýmkunar á eiginfjárlutföllum.

Auðsáhrifin og aukinn kaupmáttur drífur þannig eftirspurn áfram og eykur viðskiptahalla. Þrátt fyrir að viðskiptahallinn gefi til kynna mikla eftirspurn eftir erlendri mynt og ætti að öðru óbreyttu að leiða til gengisveikingar hefur hátt vaxtastig leitt til þess að auðvelt hefur reynst að fjármagna viðskiptahallann með lánsfé, t.d. útgáfu jöklabréfa. Seðlabankinn hefur af áður nefndum ástæðum

13 Þetta er í raun ekki vandamál, enda hluti af eðlilegu miðlunarferli seðlabanka. Aftur á móti skapa óvenjuleg viðbrögð við sterkri krónu vandamál.

þurft að hækka vexti mun meira en þörf væri á ef miðlun vaxta væri skilvirkari og þar af leiðandi ýtt undir vaxtamunarviðskipti. Vaxtamunarviðskiptin hafa stutt við krónuna og eru í raun óbeint að fresta veikingu hennar. Þegar framleiðsluslaki myndast í hagkerfinu og tímabært verður að lækka vexti mun það reynast erfitt án þess að gengisveiking fylgi. Ef gengi gjaldmiðilsins veikist meira en efni standa til vegna fjármagnsflóttu, hefur slíkt samdráttaráhrif. Þar sem snörp gengisveiking kemur skjótt fram í innlendu verðlagi gætu nauðsynleg viðbrögð falist í hækkun vaxta á sama tíma og lækkun gengis ýtir undir samdrátt í þjóðarbúskapnum. Þannig má segja að Seðlabankinn sé búinn að vera á milli steins og sleggju á tímum lágs erlends vaxtastigs og lausafjárgróttar. Útgönguleiðin er fólgin í því að gengislækkunin komi það seint að slaki verði kominn á í þjóðarbúskapnum. Svo gæti farið að núverandi lausafjárþurrð á erlendum mörkuðum skapi það svigrúm sem bankinn þarf á að halda.

Hversu sjálfstæður er Seðlabanki Íslands?

Eins og áður hefur komið fram snýst árangur peningastefnunnar fyrst og fremst um trúverðugleika hennar. Takist Seðlabankanum að stýra væntingum verður verkefni hans mun auðveldara, enda ólíklegt að há verðbólga þrífist til lengri tíma hafi almenningur trú á getu bankans til að halda henni í skefjum. Til þess að Seðlabankinn geti byggt upp trúverðugleika er afar brýnt að umboð bankans til að vinna verk sitt án nokkurra afskipta stjórnvalda sé mjög skýrt.

Seðlabanki Íslands er sjálfstæð stofnun í eigu ríkisins. Samkvæmt lögum er meginmarkmið hans að stuðla að stöðugu verðlagi eins og áður hefur verið minnst á. Að því gefnu að bankinn telji það ekki vinna gegn verðbólgu markmiði sínu á hann að stuðla að framgangi stefnu ríkisstjórnarinnar í efnahagsmálum. Yfirstjórn bankans er í höndum forsætisráðherra og bankaráðs en stjórn bankans er að öðru leyti í höndum bankastjórnar. Það er þó ljóst að stjórn bankans er ekki óháð vilja stjórnvalda. Forsætisráðherra skipar formann bankastjórnar sem og aðra bankastjóra. Ekki er skylt að auglýsa þessi embætti laus til umsóknar og engin hæfnisskilyrði eru bundin í lög.

37

Af þessu er ljóst að stjórnvöld hafa mikið um stjórn Seðlabanka Íslands að segja. Reynslan hefur sýnt að algengt er að fyrrverandi stjórnmalamenn séu ráðnir í bankastjórn Seðlabanka Íslands. Í ljósi þess að Seðlabankanum hefur gengið erfiðlega að byggja upp trúverðugleika í peningastefnu sinni undanfarin ár, er full ástæða til að kanna hvort þörf sé á frekara sjálfstæði bankans frá stjórnvöldum með breyttu fyrirkomulagi í stjórnskipan hans.

Breytinga er þörf

Árangur peningastefnu sem er byggð á verðbólgu markmiði hvílir á framsýni hennar. Ef gengisþróun er ekki fyrirsjáanleg og gengisbreytingar hafa sterk áhrif á innlent verðlag setur það peningastefnunni strangar skorður. Verðbólgu markmiði verður erfiðara að ná en ella. Það gerir peningastefnunni enn erfiðara um vik ef viðbrögð markaðarins við gengisþróun eru öfug við það sem almennt má búast við, þ.e. ef sterk króna eykur þenslu í stað þess að draga úr henni. Þá er ljóst að jafnvægis hlutverk gengissveiflna er fallið um sjálft sig.

Einn stærsti vandi lítilla ríkja með fljótandi gjaldmiðil er fólgin í þeirri staðreynd að áhrif af gengissveiflum er mun meiri en hjá stærri ríkjum. Ef gengi gjaldmiðils er sveiflugarnt og ófyrirsjáanlegt leiðir af sjálfu sér að miðlun peningastefnunnar verður einnig breytileg og ófyrirsjáanleg og verðbólgan einnig. Árangur framkvæmdar verðbólgu markmiðs í litlu opnu hagkerfi með fljótandi gengi veltur því að töluverðu leyti á því að breytingar á gengi gjaldmiðilsins séu hóflegar og ráðist af undirliggjandi innlendra efnahagsþróun fremur en breytilegum skilyrðum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum (Arnór Sighvatsson, 2007).

Ef marka má sögu fljótandi gengis er erfitt að sjá fyrir gengi gjaldmiðla út frá undirliggjandi efnahagsþróun. Enn síður er það mögulegt við aðstæður eins og þær sem komnar eru upp á Íslandi þar sem vaxtamunarviðskipti eru orðin ráðandi þáttur í gengisþróun. Auk þess að vera illa fyrir sjáanlegar má gera ráð fyrir enn öfgakenndari sveiflum en ella. Skilyrði á erlendum fjármálamörkuðum ráða því miklu um gengisþróun og þar með miðlun peningastefnunnar.

Það er ekki hægt að ganga út frá því að sjálfstæð peningastefna með fljótandi gengi dragi úr sveiflum í einkaneyslu, atvinnu, ráðstöfunartekjum eða þjóðarbúskapnum í heild. Það eru þó margar leiðir til að styrkja mátt peningastefnu Seðlabanka Íslands og árangur bankans í glímunni við verðbólguna. Seðlabankinn hefur þegar gripið til aðgerða sem vonandi styrkja miðlun um vaxtafarveginn með því að setja fram eigin vaxtaspá. Hversu áhrifarík sú breyting kemur til með verða leiðir framtíðin í ljós. Það er engu að síður ljóst að betur má ef duga skal og breytinga er þörf ef Íslendingar ætla að halda krónunni og sjálfstæði í peningamálum.

HVAÐ ÞARF AÐ GERA TIL AÐ HALDA KRÓNUNNI?

Margt hefur stuðlað að því að áhrifamáttur peningastefnunnar hefur ekki verið mikill frá því að verðbólguþröskukmið var tekið upp. Þar sem verkefnið var ærið og meginþungi hagstjórnar settur á herðar Seðlabankans hefði styrkur bankans þurft að vera mun meiri til að sporna gegn þenslu og verðbólgu í íslenska hagkerfinu. Verkefni síðustu ára hefur verið góð prófraun fyrir styrk sjálfstæðrar peningastefnu á Íslandi. Það myndu fáir halda því fram að bankinn hafi staðist prófraunina, enda hafa fjölmargir veikleikar í miðlunarferli bankans komið í ljós. Kosturinn er sá, að reynslu síðustu ára er hægt að nýta til að styrkja Seðlabankann og gera hann betur í stakk búinn til að mæta slíkum verkefnum í framtíðinni. Eftirfarandi tillögur miða að þessu.

✓ Hlutverk, stefna og fyrirkomulag Íbúðalánasjóðs verði endurskoðuð

Mikið hefur vantað upp á að almenn umræða um Íbúðalánasjóð sé byggð á rökstuddum grunni. Þannig virðast flestir telja innkomu bankanna á fasteignalánamarkaðinn hafa verið helstu orsök þeirrar þróunar sem átt hefur sér stað á húsnæðismarkaði undanfarin fjögur ár. Að sjálfsögðu olli samkeppni bankanna við Íbúðalánasjóð skarpari útlánavexti og líklega meiri verðhækkunum en ella hefðu orðið. Það ber þó að hafa í huga að breytingar á fyrirkomulagi Íbúðalánasjóð fólu í sér aukna hlutdeild hins opinbera á fasteignalánamarkaði.

Þátttaka viðskiptabankanna á fasteignaveðlánamarkaðnum er jákvæð ef tekið er tillit til langtíma fjármálastöðugleika. Aukin markaðshlutdeild í fasteignalánnum á fyrsta veðrétti stuðlar að aukinni fjölbreytni í eignasafni þeirra og eykur stöðugleika í tekjustreymi. Þetta byggir þó á þeirri forsendu að þessi starfsemi skili viðvarandi arði. Eins og staðan er í dag er samkeppnisstaða bankanna gagnvart Íbúðalánasjóði verulega bjöguð vegna ríkisábyrgðar hans. Það er mjög líklegt að bankarnir hafi undanfarin ár hreinlega tapað á íbúðalánnum sínum.

Stærstan hluta almennrar eftirspurnar má rekja til neyslu almennings og þeir vextir sem skipta einstaklinga mestu eru húsnæðislánvextir. Hækkun stýrivaxta miðar því m.a. að því að hækka vexti á húsnæðislánnum og sporna þannig gegn þenslu í eftirspurn. Það skýtur því skökku við að hið opinbera skuli beinlínis vinna að því að halda aftur af þessari hækkun húsnæðisvaxta með því að niðurgreiða almenn íbúðalán í gengum Íbúðalánasjóð. Ljóst er að þetta hefur átt stóran þátt í því að spilla fyrir virkni peningastefnunnar og leitt til þess að stýrivextir hafa orðið mun hærri en ella. Afleiðingin er að skammtíma vextir eru orðnir mun hærri en þeir hefðu þurft að vera.

Þetta kemur verulega illa niður á þeim hópum samfélagsins sem geta síður varið sig gagnvart háum skammtíma vöxtum. Yfirdráttarlán og veltufjármögnun eru dæmi um lán sem bera mun hærri vexti en þörf væri á ef Íbúðalánasjóður hefði ekki unnið markvisst gegn bitkrafti peningastefnunnar. Það er því nauðsynlegt að umbreyta Íbúðalánasjóði hið fyrsta. Starfsemi sjóðsins undanfarin ár hefur grafið undan áhrifamátti peningastefnunnar, aukið ójafnvægi í hagkerfi verulega að nauðsynjalausu og ógnað fjármálastöðugleika.

Stjórnvöld verða auk þess að taka virkan þátt í að upplýsa Íslendinga um þessar neikvæðu afleiðingar Íbúðalánasjóðs til þess að koma í veg fyrir að almenningur lifi í þeirri blekkingu að sjóðurinn myndi einhvers konar viðnám við háum vöxtum bankanna. Þetta er umræða sem nú hlýtur hljómgrunn víða í samfélaginu, ekki síst af hálfu forstöðumanna sjóðsins, og er mikilvægt að leiðrétta.

Í hagkerfi þar sem fjármálamarkaður er jafn þróaður og á Íslandi er engin þörf fyrir viðamikla þátttöku hins opinbera á húsnæðislánamarkaði. Breyting Íbúðalánasjóðs í einkarekna heildsölufjármálastofnun myndi varðveita mikilvæga stærðarhagkvæmni í fjármögnun á húsnæðislánum og tryggja að innlendur skuldabréfamarkaður myndi haldast virkur. Það gæfi viðskiptabönkunum enn fremur færi á því að halda fasteignalánum á efnahagsreikningi sínum, þróa mismunandi húsnæðislánaafurðir og sjá um greiðslumat á skuldunautum.

Það er ekki nauðsynlegt að hverfa frá félagslegum markmiðum Íbúðalánasjóðs. Reynolds erlendis sýnir að vel er mögulegt er að tryggja verr settum einstaklingum aðgang að húsnæði með skilvirkari og sértækari opinberum aðgerðum en nú tíðkast. Þannig ætti ríkið að hverfa frá samkeppnisrekstri á almennum húsnæðislánamarkaði og einbeita sér að virkum félagslegum úrræðum fyrir þá sem þurfa aðstoð við að koma þaki yfir höfuðið.

✓ **Skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs verði aukin**

Þeir flokkar skuldabréfa sem að íslenska ríkið heldur nú úti eru bæði fáir og smáir. Það eykur enn á vandann að ríkið hefur einkum gefið út óverðtryggð bréf á meðan að íbúðalánin eru verðtryggð. Ríkisbréfaflokkarnir hafa einnig of stuttan líftíma. Í dag er aðeins einn flokkur með líftíma yfir tveimur árum en sá flokkur er þó aðeins til ríflega fjögurra ára. Víðast erlendis, þar sem skuldabréfaútgáfa ríkisins er talinn grunnur að eðlilegri verðmyndun á markaði, eru gefnir út fimm ára, tíu ára og oftast enn lengri skuldabréfaflokkar. Verðtryggðu markflokkanir hér á landi eru gefnir út af Íbúðalánasjóði og er sá stysti þeirra með rúmlega þriggja ára líftíma. Það er því aðeins einn punktur á verðtryggða og óverðtryggða vaxtarófinu sem skarast, en það er ekki nóg til þess að flytja vaxtabreytingar og verðbólguálag á skilvirkan hátt yfir á verðtryggða skuldabréfamarkaðinn. Nýleg ákvörðun um að gefa út 10 ára ríkisskuldabréf bætir að nokkru úr þessu en stefnt er að því að gefa þann flokk út í ár og byggja hann upp í um 35 milljarða króna.

Í nágrennalöndum okkur hafa ríkisstjórnir í auknum mæli gefið út verðtryggð skuldabréf undanfarin ár og sífellt bætast ný ríki í hóp þeirra sem sækja hluta lánsfjár síns á verðtryggða markaðinn. Eftirspurnin er mikil, sérstaklega frá lífeyrissjóðum og öðrum langtímafjárfestum sem leggja áherslu á að draga sem mest úr áhættu. Stjórnvöld líta þá á það sem hlutverk sitt að búa til bæði óverðtryggðan og verðtryggðan vaxtaferil sem mynda grunn til verðlagningar verðtryggðrar og óverðtryggðrar útgáfu fyrirtækjabréfa. Að auki fæst þannig mikilvæg vísbending um verðbólguvæntingar á markaði.

Þótt ríkið skuldi ekki mikið skuldar það samt. Það væri til dæmis hægt að gefa út nokkra myndarlega markflokka á næstu árum og ráðstafa þeim fjármunum til þess að greiða niður skuldbindingar ríkisins við Lífeyrissjóð starfsmanna ríkisins. Einnig mætti búa til sveiflujafnandi reglu sem virkaði þannig að ákveðið hlutfall fjárfestinga ríkisins væri ávallt fjármagnað á skuldabréfamarkaði. Þannig myndast hvati fyrir stjórnvöld að leggjast frekar í framkvæmdir þegar vaxtastig er lágt og ruðningsáhrif myndast síður.

Til þess að halda í kosti sjálfstæðrar peningastefnu og sveigjanlegs gengis er nauðsynlegt að bæta virkni peningastefnunnar. Einn af mikilvægustu þáttunum að því markmiði er að styrkja hlutverk ríkisins við útgáfu markflokka á skuldabréfamarkaði. Það mætti gera með því að gefa út tveggja, fimm og tíu ára (og hugsanlega enn lengri) óverðtryggða og verðtryggða flokka skuldabréfa, þar sem því fé sem þannig fengist væri ráðstafað á þann hátt sem nefnt er hér að ofan.

✓ Seðlabankinn endurskoði óbeint gengismarkmið sitt

Áður en verðbólgu­markmið var tekið upp árið 2001 leit Seðlabankinn á gengi íslensku krónunnar sem millimarkmið peningastefnunnar. Þannig lagði bankinn ríkari áherslu á gengisfarveginn í miðlun peningastefnu sinnar. Sveigjanleg fastgengisstefna þess tíma miðaði við að halda gengi krónunnar innan ákveðinna vikmarka, sem hækkuðu eftir því sem erfiðara reyndist að verja gengið og voru loks afnumin þegar gengið var sett á flot.

Eftir að tekin var upp flotgengisstefna starfar Seðlabankinn, samkvæmt eigin lýsingu, eingöngu eftir verðbólgu­markmiði og hefur því ekkert opinbert gengismarkmið. Hugmyndafræðin á bak við það er sú að bankinn hefur aðeins eitt stjórn­teki og því geti hann aðeins haft eitt meginmarkmið. Peningastefnunni á því eingöngu að vera beitt til þess að halda verðlagi stöðugu og á ekki að nýta til að ná öðrum efnahagslegum markmiðum. Inngripum á gjaldeyrismarkaði er því einungis beitt telji Seðlabankinn það nauðsynlegt til þess að stuðla að verðbólgu­markmiði sínu eða ef hann telur að gengissveiflur geti ógnað stöðugleika fjármálakerfisins. Bankinn er engu að síður meðvitaður um áhrif stýrivaxta á gjaldeyrisstrauma og þar með gengi krónunnar.

Á umfjölluninni hér á undan má glögglega sjá að gengissveiflur hafa áhrif á miðlun peningastefnunnar í litlu opnu hagkerfi líkt og því íslenska. Seðlabankinn hefur kosið að fara þá leið að vera opinskár í umfjöllun sinni um möguleg gengisáhrif og í raun búið sér til millimarkmið, eða einskonar vikmörk gengis, í orðræðu sinni og með aðgerðum. Þannig hefur bankinn ítrekað lýst því yfir að verði gengisþróun óhagstæðari en spár bankans geri ráð fyrir muni verðbólga verða meiri og hærri stýrivexti þurfi til að mæta þeim aðstæðum.¹⁴ Þar sem Seðlabanki Íslands birtir gengisferil 30 mánuði fram í tímann er ekki erfitt að meta í hverju “óhagstæð” gengisþróun felst.

Þegar gengisferill Seðlabankans er skoðaður þarf ekki mikla útreikninga til að sjá að væntur hagnaður af vaxtamunarviðskiptum er umtalsverður ef gengisspá bankans stenst. Þar sem bankinn hefur gefið sterklega til kynna að veikingu krónunnar verði mætt með vaxtahækkunum er ekki óskynsamlegt af markaðsaðilum að túlka það sem einskonar tryggingu fyrir fjárfestingu sinni. Þetta ætti því tvímælalaust að styðja við og ýta undir vaxtamunarviðskipti, sem hafa gert Seðlabankanum verulega erfitt fyrir á margan máta. Erlend lántaka heimilanna gerir eftirspurn þeirra ónæmari fyrir vaxtabreytingum á innlendum markaði. Ennfremur er líklegt að innlendir fjárfestar nýti tækifærið og fjármagni hlutabréfakaup sín með erlendu lánsfé. Þannig er Seðlabankinn í raun að opna ákveðna útgönguleið frá háum vöxtum bankans og grafa undan vaxtamiðlun sinni. Að lokum er líklegt að spákaupmenn byggi upp þeim mun stærri stöður með íslensku krónunni enda er mun ólíklegra að skörp gengisleiðrétting eigi sér stað, með tilheyrandi tapi fyrir fjárfestana.

Því stærri sem vaxtamunarstaðan verður, þeim mun erfiðara mun reynast að vinda ofan af henni. Vegna umtalsvert meiri hættu á yfirskotum gæti reynst erfitt fyrir Seðlabankann að skipuleggja undanhald úr núverandi stöðu. Ef gengi gjaldmiðilsins veikist meira en efni standa til vegna fjármagnsflóttu, hefur slíkt samdráttaráhrif. Þar sem slík framvinda kemur skjótt fram í innlendu verðlagi gætu nauðsynleg viðbrögð falist í hækkun vaxta á sama tíma og lækkun gengis ýtir undir samdrátt í þjóðarþúskaðum. Þetta grefur því undan trúverðugleika peningastefnunnar og verðbólgu­markmiðsins.

Hér gæti reynst erfitt að leggja fram tillögu sem leysir vanda Seðlabankans. Það er þó afar mikilvægt að bankinn dragi ekki úr mögulegum afleiðingum þess að taka óvarða gengisáhættu. Meti fjárfestar, einstaklingar og fyrirtæki stöðuna þannig að Seðlabankinn tryggji það að gengi yfirsjóti¹⁵ ekki,

14 Ástæða er til að benda á að bankinn undanskilur gengislækkunarir sem fara saman við aukinn slaka í hagkerfinu (sem vinnur þá á móti verðbólguþrýstingi vegna herra verðs innfluttra vara).

15 Með yfirsjóti er átt við algengt fyrirbrigði á gjaldeyrismörkuðum, þar sem markaðsaðilar bregðast við breyttum forsendum eða aðstæðum með öfgafyllri hætti en langtímajafnvægi gefur tilefni til

mælir fátt gegn því að forðast hátt vaxtastig íslensku krónunnar og leita annað. Mun meiri varfærni er þörf í orðræðu bankans og í raun væri eðlilegt að bankinn legði ríkari áherslu á upplýsingamiðlun um áhættu vaxtamunarviðskipta fyrir einstaklinga og fjárfesta. Langtímalausn á þessu vandamáli er að sjálfsögðu fólgin í því að tryggja efnahagslegan stöðugleika og styrkja vaxtafarveg Seðlabankans til að ekki þurfi að hækka skammtímaþexti með þessum hætti.

✓ Öllum fyrirtækjum verði gert kleift að gera upp í erlendri mynt

Að meginstefnu gera íslensk lög ráð fyrir því að öllum innlendum fyrirtækjum sé heimilt, að fengnu samþykki ársreikningaskrár, að færa bókhald sitt og semja ársreikninga í erlendum gjaldmiðli. Af einhverjum ástæðum hefur lögum verið breytt á þann máta að fjármálafyrirtæki lúta sérstökum lögmaðlum hvað þetta varðar og hafa verið settar frekari skorður á þau en aðra. Þannig ber ársreikningaskrá að leita umsagnar Seðlabanka Íslands áður en fjármálafyrirtækjum er veitt leyfi til að gera upp í erlendri mynt. Rökstuðningur fyrir þessum ráðstöfunum virðist byggður á veikum grunni.

Afstaða Seðlabankans, eins og hún birtist í nýlegri umsögn um umsókn Kaupþings til að gera upp í evrum, virðist fremur byggja á andstöðu gagnvart frekari alþjóðavæðingu og afnámi hafta á íslensku viðskiptalífi heldur en neikvæðum áhrifum af uppgjöri fjármálafyrirtækja á peningastefnu bankans. Þetta er undarlegt í ljósi þess mikla ábata sem framrás íslenskra fyrirtækja á erlenda markaði hefur skilað innlendu hagkerfi á undanförunum árum. Í umsögninni, sem fjallar að mestu um ástæður þess af hverju Kaupþing uppfylli ekki skilyrði alþjóðlegra reikningsskilastaðla um evru sem uppgjörsmýnt (sem ætla mátti að væri í verkahring ársreikningaskrár að meta)¹⁶, er lítið sem ekkert minnst á neikvæðar afleiðingar uppgjors fjármálafyrirtækja í erlendri mynt. Það kemur ekki á óvart, enda líklegt að uppgjör fjármálafyrirtækja í erlendri mynt væri fremur til þess fallið að styrkja peningastefnuna en veikja.

Það er sérkennilegt að viðmót Seðlabanka Íslands gagnvart skráningu í erlendri mynt skuli vera jafn neikvætt og raun ber vitni. Þannig var birtur viðauki um hugsanleg áhrif þess að fjármálafyrirtæki geri upp reikninga sína í erlendri mynt á peningastefnu bankans í fyrstu útgáfu Peningamála árið 2007. Niðurstaðan er á þá leið að ekki virðist líklegt að ákvörðun fjármálafyrirtækja um að færa bókhald sitt í erlendum gjaldmiðli ein og sér dragi úr virkni peningastefnunnar. Þannig velti miðlunin mun frekar á því hvort krónan verði áfram fýsilegur kostur í lánaviðskiptum. Bankinn tekur enn fremur undir þá röksemdafærslu að vegna samspils eiginfjárreglna og peningamálastefnunnar gæti uppgjör í erlendri mynt styrkt miðlun peningastefnunnar um útlánafarveg miðlunarferilsins. Best er að vitna að lokum í eigin orð bankans sem birtust í sama viðauka og lýsa skynsamlegri afstöðu en þeirri sem er að finna í nýlegri umsögn hans:

Aukna notkun erlendra gjaldmiðla í íslensku efnahagslífi má líta á sem eðlilega afleiðingu alþjóðavæðingar og afnáms hafta á íslensku athafnalífi og fjármálakerfi. Hún er hins vegar ekki síður afleiðing openslu og óstöðugleika sem ríkt hefur undanfarin ár og endurspeglast í mikilli verðbólgu, háum vöxtum og sveiflum í gengi krónunnar.

Að hindra þessa þróun með boðum og bönnum er ekki líklegt til að skila árangri. Efnahagslegur kostnaður hafta á fjármagnshreyfingum er að líkindum meiri en ábatinn. Skynsamlegasta leiðin til að stuðla að því að krónan verði áfram nothæfur

16 Röksemd Seðlabankans byggir á því að evra sé ekki starfrækslummynt Kaupþings skv. alþjóðlegum reikningsskilastöðlum. Það er þó undarlegt að leita þurfi álits Seðlabanka Íslands við slíkom álitaefnum enda mátti þá færa rök fyrir því að bankinn ætti að gefa umsögn um öll fyrirtæki, ekki eingöngu fjármálafyrirtæki. Í ljósi þess væri eðlilegra að umsögn Seðlabankans afmarkaðist við áhrif slíkra á breytinga þætti er snúa að starfsemi Seðlabankans.

gjaldmiðill á íslenskum fjármálamarkaði er að haga innlendra hagstjórn þannig að dragi úr hvata til að nota erlenda gjaldmiðla. Það verður best gert með því að tryggja efnahagslegan stöðugleika. Takist stjórnvöldum að tryggja að umsvif í þjóðarþúskapnum séu í samræmi við framleiðslugetu verður verðlag stöðugra og krónan betri miðill í viðskiptum, og sem reikningseining og viðmiðun í samningum (Seðlabanki Íslands, 2007, bls. 63).

Með þetta að leiðarljósi ættu stjórnvöld að greiða götu þeirra fyrirtækja sem telja hag sínum betur borgið með því að gera upp í annarri mynt en íslensku krónunni.

✓ Öllum fyrirtækjum verði gert kleift skrá hlutabréf sín í erlendra mynt

Skráning hlutabréfa í erlendra mynt ætti einnig að geta styrkt miðlun peningastefnunnar. Fylgni milli gengis íslensku krónunar og innlends hlutabréfaverðs hefur farið vaxandi á undanförunum misserum. Þetta hefur leitt til þess að styrking krónunnar hefur ýtt undir verðhækkanir á hlutabréfamarkaði og því skapað auðsáhrif sem vinna gegn aðhaldssamri peningamálastefnu.

Með því að hlutabréf væru skráð í erlenda mynt yrði þessum áhrifum snúið við. Styrking krónunnar myndi þannig leiða til verðlækkunar á hlutabréfi skráðu í erlendra mynt. Við þetta myndu áhrif stýrivaxtabreytinga Seðlabankans á hlutabréfamarkað vera líkari því sem gerist á stærri mörkuðum, þar sem miðlun vaxta er skilvirkari. Munurinn væri sá að verðbreytingar á íslenskum hlutabréfamarkaði færu í raun fram í gegnum gengisbreytingar. Þannig myndi vaxtahækkun mjög líklega fylgja gengisstyrking og þar af leiðandi myndi verð hlutabréfa lækka í krónum talið. Við lækkun vaxta og veikingu krónunnar væri þessu svo öfugt farið. Það væri tvímælalaust peningastefnunni til tekna ef hægt væri að miðla henna með sterkari hætti inn á eignamarkaði en hingað til hefur tekist. Neikvæð auðsáhrif á hlutabréfamarkaði myndu veita jákvæðum auðsáhrifum af erlendra lántöku heimilanna gott viðnám og áhrifin gætu þannig að hluta til jafnast út.

✓ Framkvæmd verði óháð úttekt á peningastefnu Seðlabanka Íslands

Senn eru sjö ár liðin frá því Seðlabanki Íslands tók formlega upp verðbólguþætti og íslenska krónan var sett á flot. Eins og þessi skýrsla gefur til kynna hefur verkefnið verið ærið og árangurinn óljós. Bankinn hefur mátt sæta tíðri gagnrýni fyrir framkvæmd peningamálastefnunnar, reyndar misjafnlega málefnalegri. Trúverðugleiki er verðmætasta eign hvers seðlabanka, sérstaklega þegar hann vinnur eftir verðbólguþætti. Það er því mikilvægt að bankinn njóti stuðnings í aðgerðum sínum og ekki sé grafið undan trúverðugleika hans með ómálefnalegri gagnrýni. Ein besta leiðin að því marki er að fá erlenda, óháða sérfræðinga til að meta árangur og gæði peningamálastefnu bankans.

Þetta er aðferð sem þegar hefur verið nýtt víða erlendis af seðlabönkum sem starfa eftir verðbólguþætti líkt og sá íslenski. Sem dæmi má nefna úttekt á gæðum peningamálastefnu Seðlabanka Nýja Sjálands (Svensson, 2001), Noregs (Svensson, Houg, Solheim og Steigum, 2002) og Svíþjóðar (Giavazzi og Mishkin, 2006). Meðal þess sem kannað var má nefna hvort markmið bankanna væru rétt mótuð, hvort verðbólguþætti væri skynsamlegt, hversu árangursrík peningastefnan hefði verið, hvort spágerð og ákvarðanatöku út frá henni væri rökrétt, hvort gagnsæi og upplýsingamiðlun væri eins og best gerist, hversu skilvirk stýritæki bankanna væri, hversu vel þeir hefðu staðið sig í alþjóðlegum samanburði og fleira.

Fjöldi spurninga um málefni og störf Seðlabanka Ísland er ósvarað og skýrsla af þessu tagi væri þarft innlegg í umræðuna. Það er ólíklegt að allar stefnumarkandi ákvarðanir sem teknar voru í

tengslum við upptöku verðbólgu markmiðs bankans og framkvæmd peningastefnu hans hafi verið þær réttu. Ennfremur má gera ráð fyrir því að slík úttekt gæti svarað til um helstu orsakir þess að bankinn hafi ekki náð að byggja upp trúverðugleika sinn betur en raun ber vitni. Uppbyggileg gagnrýni er því gagnleg, bæði fyrir Seðlabankann og íslenskt hagkerfi. Stjórnvöld ættu sem allra fyrst að leita faglegs álits utanaðkomandi fræðimanns, í formi úttektar á fyrirkomulagi og framkvæmd peningastefnu Seðlabanka Íslands.

✓ **Mælingar á hagtölum verði bætтар til að auðvelda spágerð**

Þar sem verðbólgu markmið er grundvöllur peningastefnunnar gegnir mat seðlabanka á verðbólguhorfum lykilhlutverki við ákvarðanir í peningamálum. Spáskekkjur, sakir ófullkominna gagna, eru því til þess fallnar að draga úr skilvirkni peningastefnunnar.

Til að gefa dæmu um hversu mikið hefur vantað upp á í þeim efnum er ágætt að taka árið 2004 sem dæmi. Fyrstu spár Seðlabanka Íslands gerðu ráð fyrir um 3,5% hagvöxt á árinu. Í mars 2005 birti Hagstofa Íslands bráðabirgðaáætlun sem sýndi 5,2% hagvöxt. Tæplega hálfu ári síðar birti Hagstofan endurskoðun sem hljóðaði upp á 6,2% hagvöxt og í mars 2006 var talið að hagvöxturinn hefði verið 8,2%, sem síðan hefur verið endurskoðað lítillega til lækkunar. Endurskoðanir á þjóðhagsreikningum fyrir árið 2005 þróuðust með svipuðum hætti. Vanmat þetta má að mestu leiti rekja til fjármunamyndunar, sem er reyndar sá þáttur eftirspurnar sem er hvað erfiðast að spá fyrir um.

Þar sem Seðlabankinn tekur vaxtaákvarðanir sínar með hliðsjón af þjóðhagsreikningum er ljóst að kerfisbundið vanmat af þessu tagi leiðir til þess að ákvarðanir um peningastefnunni er byggðar á afar gölluðum forsendum. Þetta getur leitt til þess að framleiðsluspenna er talin minni en ella og þar með verðbólguþrýsingur. Það er því mikilvægt að bæta mælingar á hagtölum, bæði hvað varðar nákvæmni og tímamark. Efling Hagstofu Íslands er forgangsmál í því samhengi.

Þetta á ekki eingöngu við um þjóðhagsreikninga þar sem fjölmargir hagvísar geta nýst við mótun peningastefnunnar. Sem dæmi um aðra þætti í hagkerfinu sem hafa afgerandi áhrif eru vinnumarkaður, verðlag og fasteignamarkaður. Það er því brýnt að mælingar og aðgengi gagna í þessum flokkum verði á við það sem best gerist erlendis. Þar sem íslenska hagkerfið er tiltölulega smátt ætti gagnasöfnun að reynast auðveldari, en að sama skapi geta skekkjur vegið þyngra og því enn frekari áhersla á gæði þörf.

KAFLI 3

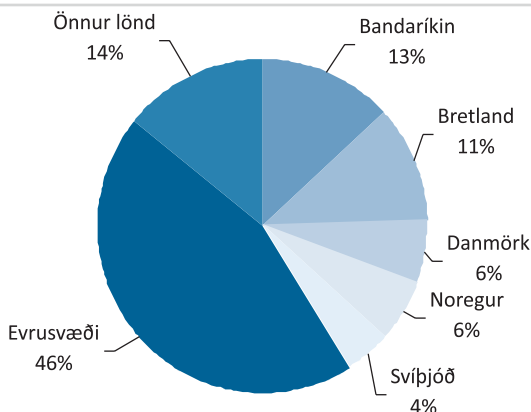
ALMENNUR KOSTNAÐUR SJÁLFSTÆÐIS Í PENINGAMÁLUM

Ljóst er að ýmislegt hefur staðið í vegi þess að sjálfstæð peningastefna hafi skilað þeim ábata sem henni hefur verið ætlað á undanförunum árum. Margt hefur unnið gegn henni með beinum hætti en auk þess hafa kerfislægir áhrifavaldar sem tengjast eðli og smæð íslenska hagkerfisins dregið verulega úr áhrifamætti hennar.

Þrátt fyrir að ráðið verði fram úr þessum vandamálum, t.a.m. með þeim tillögum sem hér eru lagðar fram, verður ekki komist hjá ákveðnum fórnarkostnaði við að halda úti eigin gjaldmiðli og sjálfstæðri peningamálastefnu. Íslenska krónan er viðskiptahindrun, hvernig sem á það er litið, og því fylgja tvímælalaust ókostir.

Í skoðanakönnun Viðskiptaráðs kemur fram að meirihluti aðspurðra telur fyrirtæki sitt hafa orðið fyrir viðbótarkostnaði umfram það sem væri með annarri mynt. Þar eru ófyrirsjáanlegar gengissveiflur nefndar sem akkilesarhæll íslensku krónunnar. Kostnaður vegna þessara gengissveiflna getur verið fólgin í ýmsum rekstrarerfiðleikum, s.s. dýrum gengisvörnum og sveiflum í afkomu.

Um 46% af utanríkisviðskiptum Íslendinga eru við lönd innan EMU og 52% ef Danmörk er talin með (danska krónan er tengd evrunni). Ennfremur sýna niðurstöður skoðanakönnunarinnar að ríflega 85% aðildarfélaga telja að upptaka evru, með einum eða öðrum hætti, myndi hugnast þeim best ef stjórnvöld ákveða að taka upp annan opinberan gjaldmiðil en krónuna. Þegar fórnarkostnaður sjálfstæðs gjaldmiðils er metinn er því eðlilegt að nota evruna til viðmiðunar.



MYND 21
SKIPTING UTANRÍKISVIÐSKIPTA
SAMKVÆMT GENGISVÖG
SEÐLABANKA ÍSLANDS

Hinnú: Seðlabanki Íslands

Óvissa um þróun gengis hefur víðtæk áhrif í viðskiptum á milli landa, hvort sem litið er til vöru, þjónustu eða fjármagns. Með föstu gengi minnkar viðskiptakostnaður af tveimur ástæðum. Annars vegar hverfa gengissveiflur og þar með óvissa af þeim völdum en auk þess hverfur umsýslukostnaður vegna gjaldeyrisviðskipta.

Sjálfstæður gjaldmiðill dregur úr utanríkisviðskiptum

Almennt er talið að fórnarkostnaður sjálfstæðs gjaldmiðils sé meiri því opnara sem hagkerfið er. Utanríkisviðskipti, sem hlutfall af landsframleiðslu, eru tiltölulega lítil á Íslandi miðað við smæð hagkerfisins. Þetta hefur verið nefnt sem ein af röksemdum fyrir því að landið gæti, þrátt fyrir smæðina, verið hagkvæmt gjaldmiðlasvæði. Með það í huga ætti ávinningur Íslands af því að ganga í EMU að vera minni en ella. Þessi röksemd ætti þó síður við ef aðild að EMU myndi leiða til þess að utanríkisviðskipti myndu aukast.

Lægri viðskiptakostnaður og aukið gagnsæi í verðlagningu myndi vafalítið ýta undir meiri viðskipti við evrulöndin, bæði hvað varðar innflutning og útflutning. Þannig hafa verið settar fram kenningar um að viðskipti milli landa aukist verulega, allt að þrefaldast, við sameiginlegan gjaldmiðil (Frankel, 2007). Rannsóknir hafa gefið til kynna að viðskipti Íslands við evrulönd myndu aukast um nálægt 30% við upptöku evru og um 60% ef aðild að Evrópusambandinu fylgdi (Breedon og Þórarinn G. Pétursson, 2006). Aukin utanríkisviðskipti ættu eðli málsins samkvæmt að örva hagvöxt í viðkomandi hagkerfi. Það er þó engan veginn fyrirséð hver nákvæmur ábati er og dæmi eru um rannsóknir sem sýna fram á að áhrif sjálfstæðra mynta á utanríkisviðskipti séu hverfandi (Baldwin, 2006). Það hljóta engu að síður að teljast yfirgnæfandi líkur á því að við upptöku evru á Íslandi myndu utanríkisviðskipti aukast.

Þar sem sameiginlegur gjaldmiðill myndi auka gagnsæi í verðlagi og greiða fyrir innflutningi má gera ráð fyrir að verð á vörum sem hægt er að flytja á milli landa myndi lækka. Erfiðara er að segja til um verðþróun á vörum sem ekki er hægt að flytja á milli landa, s.s. þjónustu og húsnæði, enda ræðst verðlagning þeirra frekar af vaxtastigi og kaupmætti.

Útflutningur felur í sér minni umsvif og áhættu með sameiginlegri mynt, ekki síst fyrir minni fyrirtæki sem eiga erfiðara með að verja sig gegn gengisáhættu. Af þeim sökum mætti ætla að upptaka evru auðveldaði nýjum fyrirtækum að hefja útflutning enda byrja slík fyrirtæki oftast smátt og geta verið mjög viðkvæm fyrir gengissveiflum. Í ferðaþjónustu yrði sameiginleg mynt til hagsbóta þar sem fyrirtæki í þeim geira þurfa að selja þjónustu sína langt fram í tímann.

Erlend fjárfesting og áhættudreifing hagkerfisins minni en ella

Íslenska krónan er einnig hindrun fyrir erlendar fjárfestingar. Fyrir alþjóðleg fyrirtæki með höfuðstöðvar á Íslandi getur þetta skapað veruleg vandamál. Erlendir fjárfestar hafa lítinn áhuga á að bæta gjaldeyrisáhættu við fjárfestingar í hlutabréfum og því síður í jafn lítilli mynt og íslensku krónunni. Eins og fram hefur komið hafa hlutabréf haft aukna tilhneigingu til að fylgja íslensku krónunni í verði sem gerir þau að enn síðri fjárfestingarkosti fyrir erlenda aðila. Þegar fyrirtæki eru í örum vexti á alþjóðlegum mörkuðum er mikilvægt að geta sótt fjármagn á sem breiðustum grunni. Einnig má gera ráð fyrir að þekking og viðskiptasambönd erlendra fjárfesta geti komið íslensku atvinnulífi vel. Það væri því til mikils að vinna ef hægt væri að liðka fyrir aukinni erlendri eignaraðild í íslenskum fyrirtækjum.

Það er ekki eingöngu fjárfesting í íslenskum hlutafélögum sem er líkleg til að vaxa heldur myndi bein erlend fjárfesting einnig aukast í kjölfar upptöku evru. Lítið hefur verið um að erlend fyrirtæki hafi opnað útibú hérlandis, t.a.m. bankar og tryggingarfélag. Með sameiginlegri mynt væri verðsamanburður mun auðveldari auk þess sem gengisáhætta væri horfin. Þegar nýtt fyrirtæki ryður sér rúms á markaði fellur til umtalsverður óafturkræfur kostnaður, t.d. við kynningu og uppbyggingu starfseminnar. Í því samhengi skiptir miklu máli að gengissveiflur leiði ekki til þess

að arðsemi fjárfestingarinnar gjörbreytist. Það er því líklegt að fleiri erlend fyrirtæki myndu horfa hingað til lands og samkeppni þannig aukast, neytendum til hagsbóta. Smæð landsins kæmi þó alltaf til með að vera þrándur í götu hvað þetta varðar.

Hið sama á við um beina erlenda fjárfestingu Íslendinga í útlöndum. Þegar gengisáhætta af erlendri fjárfestingu er nægjanleg til að eyða upp arðsemi viðkomandi verkefnis, er líklegra að fyrirtæki takmarki starfsemi sína við innlendan markaði. Í sumum tilvikum kann full stærðarhagkvæmni ekki að nást nema með erlendri markaðssókn. Velferðartapið af völdum sveiflukennds gjaldmiðils kann því að vera þeim mun meira sem landið er minna (Arnór Sighvatsson, 2004).

Samhliða aukinni erlendri fjárfestingu myndi áhætta íslenska hagkerfisins dreifast betur. Samtvinnun íslensks hagkerfis við erlenda markaði myndi leiða til þess að útlendingar myndu bera hluta skaðans ef í harðbakkann slær innanlands og að sama skapi myndu Íslendingar njóta hluta ágóðans ef vel árar utanlands. Þetta er að sjálfsögðu tvíhliða og útlendingar myndu því njóta hluta hagnaðarins og Íslendingar bera hluta skaðans ef þessu væri öfugt farið.

Vaxtaálag krónunnar

Auk almenns kostnaðar af völdum viðskiptahindrana leiðir sjálfstæður gjaldmiðill til vaxtaálags ef hagkerfi þarf að afla sér lánsfjármagns erlendis frá. Ísland er þar engin undantekning. Skuldsetning hagkerfisins hefur aukist hratt á undanförunum árum og því má leiða að því líkur að það væri þjóðhagslega hagkvæmt að ná raunvaxtastigi niður. Vissulega fela vaxtagreiðslur í flestum tilfellum í sér eignatilfærslu innan hagkerfis og í þeim tilfellum skiptir vaxtastig ekki öllu fyrir velferð hagkerfisins. Háir raunvextir eru þó í flestum tilfellum fylgifyskur mikillar framleiðni fjármagns eða lágs sparnarstigs, en hvort tveggja kallar á sókn í erlent lánsfjármagn. Þetta styður enn frekar þá kenningu að lægra vaxtastig myndi leiða til aukins þjóðfélagslegs ábata.

Þeir sem afla sér fjármagns í erlendum gjaldmiðli taka á sig gjaldmiðlaáhættu, nema tekjur þeirra séu í sama gjaldmiðli eða að hægt sé að koma við áhættuvörnum af öðru tagi. Sé lánsfjár aflað með útboði skuldabréfa í innlendum gjaldmiðli taka erlendir kaupendur útgefinna skuldabréfa jafnan gjaldmiðlaáhættu. Fyrir þá áhættu krefst lánveitandinn eða kaupandi skuldabréfa þóknunar eða álags á sambærilega erlenda vexti. Land sem er hreinn lántakandi á erlendum markaði þarf því jafnan að sætta sig við álag á vexti í innlendum gjaldmiðli, sem er því hærra sem landið býr við sveiflukenndari og þynnri gjaldeyris- og fjármagnsmarkað. Ef fjárfestingartækifæri eru rík en innlendum sparnaður lítill getur sjálfstæður gjaldmiðill því dregið úr fjárfestingu og hagvexti. Þetta er sérlega mikilvægt fyrir smáríki þar sem fjárfestingartækifæri eru líkleg til að koma í bylgjum (Arnór Sighvatsson, 2004).

Vextir eru mjög svipaðir innan aðildarlanda EMU og talsvert lægri en á Íslandi. Það má því gera ráð fyrir að vextir hérlendis myndu lækka umtalsvert við upptöku evru. Nánar er rætt um áhrif vaxtalækkunar og hversu mikið megi búast við því að vextir lækki síðar.

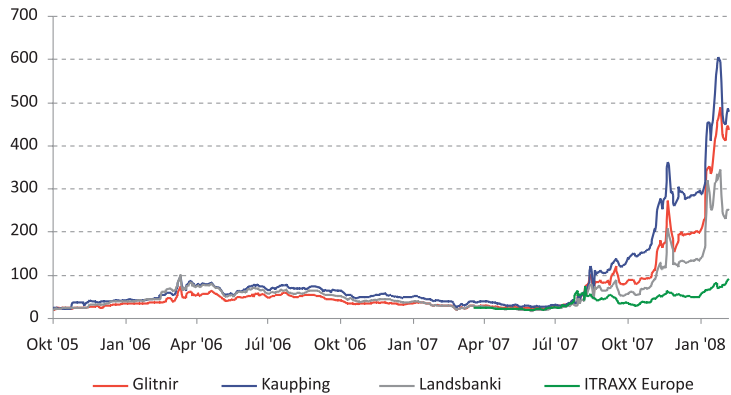
Þörf á sterkari lánveitanda til þrautarvara

Að lokum er vert að minnast á þá staðreynd að gengissveiflur geta valdið fjármálalegum óstöðugleika. Þetta á sérstaklega við í íslenska hagkerfinu þar sem mikill viðskiptahalli undanfarin ár hefur verið fjármagnaður með vaxtamunaviðskiptum á sama tíma og bankakerfið hefur vaxið gríðarlega hratt. Afleiðing þessa hefur verið mikill vöxtur í erlendum skuldum sem gerir hagkerfið berskjaldaðara en ella fyrir fjármála- og gjaldeyrisóróa.

Undanfarin ár hefur aðgangur að erlendu lánsfé verið greiður en að sama skapi hefur það sýnt sig að fljótt skipast veður í lofti. Vorið 2006 drógu erlendir fjárfestar snögglega að sér hendur með tilheyrandi veikingu krónunnar. Reynsla síðustu mánuða sýnir einnig að ekki er á vísan að róa um á greiðan aðgang að alþjóðlegum fjármálamörkuðum á tímum óróa. Skuldtryggingaálag hefur hækkað ört, bæði á skuldbindingum íslenska ríkisins en þó sérstaklega hjá íslensku bönkunum. Komi til viðvarandi lausafjárkreppu á alþjóðlegum fjármálamörkuðum gætu innlendir bankar komist í þá stöðu að þurfa að leita á náðir Seðlabanka Íslands vegna lausafjárskorts.

MYND 22
SKULDTRYGGINGAÁLAG
ÍSLENSKU BANKANNA
SAMANBORIÐ VIÐ
ITRAXX VÍSITÖLU
SKULDTRYGGINGAÁLAGS

Heimild: Seðlabanki Íslands



Þrátt fyrir að lausafjárstaða bankanna sé sterk og undirliggjandi rekstur ábatasamur er ljóst að óbreyttar aðstæður til lengri tíma myndu gera þeim verulega erfitt fyrir. Bankarnir bera mun hærra skuldtryggingaálag en lánshæfi og lausafjárstaða þeirra segir til og má því segja að þeir beri Íslandsálag í fjármögnun sinni. Þetta virðist gefa til kynna sterkar efasemdir um styrkleika Seðlabanka Íslands og íslenska ríkisins sem lánveitandi til þrautarvara. Nánar verður fjallað um þennan þátt í kaflanum um kosti og galla inngöngu í EMU.

49

Komi til lausafjárkreppu hjá íslensku bönkunum á sama tíma og skammtí mavaxtamunur er jafnmikill og nú gæti það haft alvarlegar afleiðingar. Þannig myndu fjárhagsleg skilyrði heimila og fyrirtækja snarversna á sama tíma og gengi krónunnar myndi veikjast þar sem fjármögnun viðskiptahalla verður dýrari. Í raun nægir að erlendir markaðsaðilar myndu telja þessa þróun framundan (jafnvel að ástæðulausu), þar sem ósamhverfar upplýsingar gætu leitt til hjarðhegðunar á markaði og fjármagnsflóttu. Þannig myndi hegðun markaðarins hugsanlega leiða til þess að spádómar um lausafjárþurrð myndu rætast. Í versta falli myndi slíkt leiða til gjaldeyris- og fjármálakreppu.

Gjaldeyris- og fjármálakreppur eru samtvinnuð fyrirbæri. Gjaldmiðlakreppur hafa ýmist orðið í kjölfar fjármálakreppna eða verið meginástæða þeirra. Eitt er víst að fjármálakreppur eru afar kostnaðarsamar þegar þær verða. Meðalkostnaður þeirra er sennilega á bilinu 15-20% af landsframleiðslu og dæmi eru um kostnað umfram helming landsframleiðslu (Arnór Sighvatsson, 2004). Að sjálfsögðu er hér verið að lýsa verstu hugsanlega niðurstöðunni en ekki líklegustu framvindunni. Engu að síður er þetta hættu sem fylgir því að reka sjálfstæða peningastefnu í hagkerfi með hlutfallslega stóran fjármálageira.

Í grunninn fela framangreind atriði í sér fórnarkostnað þess að halda uppi sjálfstæðri peningastefnu. Óvissa um gengi gjaldmiðils hefur margvísleg áhrif á flæði fjármagns, vöru og þjónustu á milli myntsvalda. Þannig er sjálfstæður gjaldmiðill líklegur til þess að draga úr utanríkisviðskiptum, hindra skilvirkni fjármagnsstrauma og ýta undir fjármálaóstöðugleika.

Eins og þegar hefur komið fram er peningastefnu ætlað að draga úr sveiflum hagkerfis vegna ytri áfalla og stuðla að því að framleiðslugeta þess sé nýtt eins vel og mögulegt er. Íslenska hagkerfið er sérstakt fyrir margra hluta sakir og því hægt að færa rök fyrir því að hagsveiflur hér krefjist annars vaxtastigs en hentar fyrir nálæg myntsvæði, t.a.m. evrusvæðið. Tenging við annað myntsvæði hefði þannig engan veginn verið til þess fallin að koma í veg fyrir hliðarverkanir þenslu síðustu ára. Afleiðingarnar hefðu aftur á móti brotist fram á annan máta sem verður gerð grein fyrir síðar.

HVAÐ ÞARF AÐ GERA TIL AÐ HALDA KRÓNUNNI?

Þrátt fyrir að gengisóvissa skapi margvíslegan kostnað sem ekki verður komist hjá má ýmislegt gera til að draga úr honum. Það er vel mögulegt að gera ýmsar breytingar sem ýta undir frekari utanríkisviðskipti og bæta aðgengi erlendra fjárfesta að íslenskum markaði. Ennfremur dregur sterkt og virkt upplýsingaflæði úr líkum þess að ómálefnaleg umfjöllun um íslenskt viðskiptalíf hafi afdrifarík áhrif. Þessar tillögur eru sérstaklega mikilvægar ef ekki er gert ráð fyrir að skipt verði um gjaldmiðil í náninni framtíð.

✓ Sveigjanleiki stjórnvalda gagnvart alþjóðlegum fyrirtækjum verði aukinn

Það er ljóst að á meðan íslenska krónan er til staðar mun hún alltaf skapa ákveðna hindrun gagnvart alþjóðlegri starfsemi íslenskra fyrirtækja. Til þess að lágmarka kostnaðinn er lykilatriði að auka sveigjanleika gagnvart þessum fyrirtækjum.

Uppgjör í erlendri mynt

Meðal þeirra þátta sem einfalda og styrkja starfsemi alþjóðlegra fyrirtækja eru uppgjör og skráning hlutabréfa í erlendri mynt. Þróun í þessa átt er eðlilegur fylgifiskur aukinnar alþjóðavæðingar íslenskra fyrirtækja. Það væri því óskynsamlegt af stjórnvöldum að reyna að sporna gegn henni og stuðla þannig að því að íslensk fyrirtæki standi höllum fæti í alþjóðlegri samkeppni.

Það eru margar ástæður fyrir því að alþjóðleg fyrirtæki með höfuðstöðvar á Íslandi kjósa að gera upp í erlendri mynt. Sveiflur í afkomu fyrirtækja vegna gengisbreytinga verða minni, fjárhagslegur samanburður við erlenda samkeppnisaðila verður einfaldari, erlendir fjárfestar og lánastofnanir eiga aðgang að skilvirkari upplýsingum og auðveldara verður að stofna og reka dótturfélög erlendis. Upptalning þessi sýnir svart á hvítu þann ávinning sem mörg íslensk fyrirtæki myndu hafa af færslu eigin fjár í erlenda mynt. Það er því mikilvægt að regluverk á þessu sviði einkennist ekki af boðum og bönnum heldur sé opið, almennt og skilvirkt.

51

Ekki verður betur séð en að íslenskum fyrirtækjum, sérstaklega þeim sem skráð eru á skipulögðum verðbréfamarkaði, sé skylt að framfylgja ákvæðum alþjóðlegra reikningsskilastaðla (IFRS) um starfrækslumynt (e. functional currency). Það skýtur því skökku við að íslensk fyrirtæki þurfi að sækja um heimild fyrir því að færa uppgjör í erlendri mynt til ársreikningaskrár, jafnvel þó þau uppfylli skilyrði IFRS. Sérstaklega virðist sem að búið sé að koma upp hindrunum fyrir fjármálafyrirtæki. Þetta er afar óæskileg þróun og eingöngu til þess fallin að draga úr trúverðugleika og samkeppnishæfni íslensks rekstrarumhverfis.

Skráning hlutabréfa í erlendri mynt

Með tilliti til smæðar íslensks markaðar er það íslenskum fyrirtækjum sérstaklega mikilvægt að geta sótt langtímafjármagn á erlenda markaði. Til að þetta fjármagn takmarkist ekki við lánsfjármagn er grundvallaratriði fyrir íslensk fyrirtæki að geta skráð hlutafé í erlendri mynt. Slík skráning myndi auðvelda fyrirtækjum að fá erlenda fjárfesta í eigendahóp sinn og breikka þannig fjármögnunargrunn sinn, leiða til meiri dreifingar í eignaraðild, og bæta verðmyndum hlutabréfa á markaði. Ennfremur myndi það gera erlendum aðilum auðveldara fyrir við mat á verðmæti íslenskra félaga og fjárfestingar íslenskra fyrirtækja erlendis yrði greiðari.

Framangreind atriði eru öll til þess fallin að auka alþjóðlega samkeppnishæfni íslenskra fyrirtækja og gera þeim kleift að keppa á jafnréttisgrundvelli um fjármagn við sambærileg erlend fyrirtæki. Tafir

á eignaskráningu og greiðsluuppgjöri vegna skráningar hlutafjár í erlenda mynt eru ámælisverðar. Það eru miklir hagsmunir í húfi og því þarft að finna ásættanlega og varanlega lausn sem allra fyrst.

Rekstrarumhverfi á Íslandi þarf að vera jafngott eða betra en víða annars staðar í ljósi þess óhagræðis sem fylgir samvistum við krónuna. Nútíma samgöngur og upplýsingatækni ásamt lagalegu svigrúmi gera fyrirtækjum auðveldara með að kjósa með fótunum en áður. Flutningur höfuðstöðva alþjóðlegra fyrirtækja er orðin jafn eðlilegur hluti alþjóðavæðingarinnar eins og stofnun dótturfyrirtækja og útibúa á erlendri grundu. Mörg stærstu fyrirtæki Íslands starfa í opnu og alþjóðlegu hagkerfi og því lítið annað en staðsetning höfuðstöðva þeirra sem gerir þau íslenskari en önnur. Það væri því mikill skaði að þurfa að sjá á eftir þeim leita á hagstæðari mið.

✓ **Allar innflutningshindranir verði felldar niður**

Afnám allra innflutningshindrana myndi fleyta íslensku viðskiptaumhverfi í fremstu röð hvað varðar gagnsæi og skilvirkni. Rétt eins og gengisóvissa, skapa tollar og vörugjöld hindrun í utanríkisviðskiptum og leiða til minni viðskipta en ella. Í stað þess að bíða seinvirkra alþjóðlegra samningaviðræðna er heillavænlegra að taka frumkvæði í tollamálum og afnema allar núverandi hindranir. Tollar miða í mörgum tilfellum að því að vernda innlenda framleiðendur gagnvart erlendum samkeppnisaðilum. Þetta er gert á kostnað neytenda enda myndu þeir njóta frekari samkeppni með lægra vöruverði og betra úrvali.

Vöruverð á Íslandi er með því hæsta í heiminum. Með því að fella niður innflutningshindranir væri stuðlað að því að verðlag myndi færast nær því sem gerist í öðrum Evrópuríkjum. Að sjálfsögðu skapar landfræðileg einangrun Íslands og smæð markaðarins alltaf einhvern mun á verðlagi en aukin samkeppni og gagnsæi í verðlagi myndi tvímælalaust bæta stöðu neytenda.

Afnám tolla, vörugjalda, kvóta og annarra sértækra aðgerða myndi tvímælalaust auka þjóðfélagslegan ábata. Í stað þess að haldið sé uppi vörnum fyrir einstakar atvinnugreinar með tollum og höftum myndu framleiðsluþættir nýtast á þeim sviðum þar sem Ísland getur skapað sér alþjóðlegt samkeppnisforskot. Þetta myndi lágmarka þann fórnarkostnað sem sjálfstæður gjaldmiðill skapar vegna minni utanríkisviðskipta.

✓ **Öll höft á erlendri fjárfestingu verði afnumin**

Stjórnvöld ættu að beita sér fyrir afnámi allra hafta á erlendar fjárfestingar hérlandis. Þar sem sú gengisóvissa sem fylgir sjálfstæðum gjaldmiðli leiðir til minni erlendar fjárfestingar er enn mikilvægara að ekki sé bætt við þær hömlur.

Erlendum fjárfestingum fylgja ýmsir kostir. Þannig er það ekki einungis fjármagnið sem er eftirsóknarvert heldur einnig sú þekking, tengsl og áhættudreifing sem fjárfestingarnar skapa. Ljóst er að erlendir fjárfestar hafa í mörgum tilfellum gríðarlega þekkingu á ólíkum fjárfestingakostum og búa yfir upplýsingum og reynslu sem nýst getur nýsköpunarfyrirtækjum sem öðrum fyrirtækjum hérlandis. Með erlendri fjárfestingu í fyrirtækjum hérlandis gefst þeim frekar kostur á því að tengjast alþjóðlegu viðskiptaumhverfi. Þau íslensku fyrirtæki, sem nú eru að hluta í eigu útlanda, hafa bent á að með tengingu við erlenda fjárfesta hafi þau öðlast þekkingu á kröfum þeirra og væntingum og skapað sér erlend tengsl sem síðar hafa reynst þeim dýrmæt.

Höft á erlendri fjárfestingu draga einnig úr samkeppni og um leið skilvirkni viðkomandi markaðar. Afnám hafta er því ein af meginforsendum þess að íslenskt atvinnulíf geti nýtt tækifæri vaxandi alþjóðavæðingar og þannig bætt samkeppnisstöðu sína.

Að sama skapi er mikilvægt að koma í veg fyrir tæknilegar hindranir á fjárfestingum erlendra aðila á Íslandi, sér í lagi vegna misbresta og slakrar samkeppnishæfni í skattalöggjöf. Mikilvægt framfaraskref í þeim efnum væri afnám afdráttarskatta og þar með skattlagningu á tilteknar greiðslur sem fara milli landa. Ísland stendur verulega halloka hvað varðar samkeppnishæfi í afdráttarskattlagningu á vöxtum, þóknunum og arðgreiðslum til erlendra aðila. Afdráttarskattar á fjármagnstekjur eru umtalsverð hindrun í alþjóðlegum viðskiptum. Afnám þeirra, með einum eða öðrum hætti, er því ein af lykilforsendum þess að auka megi erlenda fjárfestingu á Íslandi.

✓ **Haldið verði uppi sterku og virku upplýsingaflæði um íslenskt viðskiptalíf**

Aukinni samþættingu íslenska hagkerfisins við erlenda markaði fylgja fjölmargir kostir og tækifæri eins og umfjöllunin hér á undan hefur gefið til kynna. Vaxandi sýnileika á erlendum mörkuðum fylgir ábyrgð og skyldur sem ekki hafa þekkt á Íslandi áður. Þessar kvaðir felast fyrst og fremst í auknu upplýsingastreymi og ábyrgð á sviði almannatengsla. Þar sem markaðir stjórna að miklu leyti af skynbragði og tilfinningum er forgangsmál að koma vönduðum upplýsingum og gögnum til erlendra hagsmunaaðila. Þetta er verkefni sem bæði atvinnulíf og stjórnvöld ættu að koma að.

Gæði upplýsinga og gagna skiptir einnig sköpum. Þannig hefur t.a.m. verið bent á að sú aðferðafræði sem Seðlabanki Íslands beitir við mat á þáttatekjum og erlendum skuldum þjóðarbúsins gefi óþarflega svarta mynd af stöðu mála. Af ýmsum tæknilegum ástæðum (sem nánar er vikið að í skýrslu Viðskiptaráðs *The Internationalisation of Iceland's Financial Sector*) leiðir aðferðafræðin til ofmats á viðskiptahalla og skuldastöðu þjóðarinnar. Þar sem ójafnvægi í þjóðarþúinu er verulegt fyrir er óheppilegt að ýtt sé enn frekar undir áhyggjur erlendra markaðsaðila með villandi upplýsingum. Í þessu tilfelli væri heppilegt að Seðlabankinn birti leiðréttar tölur samhliða þeim sem reiknast út frá stöðlunum.

Það aðhald sem erlendir hagsmunaaðilar veita íslensku viðskiptalífi getur oft verið til hagsbóta. Sem dæmi má nefna að sú gagnrýni sem íslensk fjármálafyrirtæki mættu á vormánuðum 2006 leiddi til þess að þau standa nú mun styrkari fótum en ella. Þrátt fyrir að væst hafi um íslenskt viðskiptalíf leiddi gagnrýnin á endanum til þess að íslensku bankarnir réðust í mikilvægar úrbætur og bættu upplýsingagjöf og gagnsæi til muna.

Ástæða þess að upplýsingaflæði er hér sett í samhengi við fórnarkostnað íslensku krónunnar er að upplýsingakreppa líkt og sú sem átti sér stað vorið 2006 getur haft mikil áhrif á gjaldeyrismarkaði. Þannig getur dugað að erlendir markaðsaðilar telji aðstæður hérlandis stefna í ófni til að úr því rætist. Aðstæður sem þessar geta reynst veruleg ógn við fjármálastöðugleika.

Lykilorðið er jafnvægi

Þær tillögur sem lagðar hafa verið fram sýna að margt má gera til að koma í veg fyrir að unnið sé gegn peningastefnu Seðlabanka Íslands eða dregið úr mætti hennar. Að sama skapi er hægt að lágmarka þann óumflýjanlega kostnað sem hlýst af sjálfstæðri peningamálastefnu með ýmsum hætti.

Á endanum er þó farsælasta leiðin til að stuðla að því að krónan verði áfram nothæfur gjaldmiðill að haga innlendri hagstjórn skynsamlega og draga þannig úr hvata til að nota erlenda gjaldmiðla. Það verður best gert með því að tryggja efnahagslegan stöðugleika. Takist stjórnvöldum að tryggja að umsvif í þjóðarþúskapnum séu í samræmi við framleiðslugetu verður verðlag stöðugra og krónan traustari gjaldmiðill á öllum sviðum.

2. HLUTI

KAFLI 1

ÆTTI ÍSLAND AÐ AFSALA SÉR SJÁLFSTÆÐI Í PENINGAMÁLUM?

Svo virðist sem meirihluti íslenskra fyrirtækja sé því hlynntur að Íslendingar afsali sér sjálfstæði í peningamálum og taki upp annan lögeyrir en krónuna. Í skoðanakönnun Viðskiptaráðs voru 63% fyrirtækja fylgjandi upptöku annars lögeyris en 23% voru andvíg slíkum breytingum.

Ljóst er að því fylgir margvíslegur kostnaður að halda uppi sjálfstæðri peningamálastefnu. Hægt er að draga úr honum með ýmsum hætti, en eins og fram hefur komið eru ákveðnir kostnaðarliðir óhjákvæmilegir. Það er því grundvallaratriði fyrir sjálfstæði í peningamálum að þjóðhagslegur ábati þess sé meiri en sem nemur kostnaði þess að halda eigin mynt. Þegar hefur verið farið yfir þá þætti sem hafa með beinum og óbeinum hætti unnið gegn peningastefnu Seðlabankans og dregið úr mætti hennar. Ef horft er framhjá þessum áhrifaþáttum, sem að sjálfsgöðu vega þungt í mati á hagkvæmni sjálfstæðrar peningamálastefnu síðustu ára, þá byggir ábatinn á því að peningastefna annars myntsvaldis falli illa að íslensku hagkerfi og leiði því aukinna sveiflna í framleiðslu.

Í umræðunni um hvort taka eigi upp aðra mynt, t.d. evru, er gjarnan vitnað til skrafa kanadíska hagfræðingsins Robert Mundell (1961) um hagkvæmni myntsvalda. Eins og þegar hefur komið fram myndi afsal á eigin mynt og samruni við stærra myntsvaldi leiða til ákveðins hagræðis enda minnkar bæði gengisáhætta og viðskiptakostnaður. Í grein Mundell er því haldið fram að þrátt fyrir þetta borgi sig einungis við sérstök skilyrði fyrir ríki að taka upp mynt stærra valdis. Til að svo sé nægir að uppfylla eitt af eftirfarandi þremur skilyrðum:

1. Samhverf hagsveifla: Ef hagsveiflur slá í takt á meðal landa myntsvaldis verður sjálfstæð peningamálastefna óþörf.
2. Sveigjanleg laun: Laun verða að vera nægjanlega sveigjanleg til að geta lækkað þegar neikvæður skellur á sér stað en hækkað við búhnykk. Þannig getur vinnumarkaðurinn aðlagð sig þrátt fyrir ósamhverfa hagsveiflu milli landa myntsvaldisins án þess að sjálfstæðri peningamálastjórn sé beitt á einstökum svæðum.
3. Hreyfanleiki vinnuafls: Ef vinnuafli er nægjanlega hreyfanlegt innan myntsvaldisins, þ.e. að fólk flytji jafnan af svæði þar sem skortur er á atvinnu þangað sem vinnu er að fá, til að atvinnuleysi verði ekki viðvarandi.

Í myntbandalagi er ekki sjálfgefið að hagsveifla sé alltaf samhverf milli landa þótt rannsóknir hafi gefið til kynna að hún verði samhverfari með þátttöku í slíku bandalagi (Frankel og Rose, 2002). Gerð hagkerfa getur verið mjög ólík og orsakað hnykki eða skelli í einu kerfi sem ekki á sér stað á öðrum svæðum. Einstök ríki innan bandalagsins geta ekki beitt peningamálaaðgerðum við þær kringumstæður og því er viðbúið að þensla fari af stað í kjölfar jákvæðra skella, en um samdrátt og raunaðlögun verði að ræða þegar neikvæðir skellir dynja á efnahagslífinu. Svo dæmi sé tekið þá myndi aflabrestur á Íslandsmiðum að öðru óbreyttu hafa í för með sér neikvæðan raunskell á íslenskt efnahagslíf. Þau áhrif eru hins vegar staðbundin við Ísland en hafa hverfandi áhrif á önnur Evrópuríki. Ef ekki á að koma til aukningar í atvinnuleysi myndi þetta kalla á annað tveggja, sveigjanleg laun eða hreyfanleika vinnuafls.

Ef lítið er á hvernig þessi skilyrði eiga við um Ísland benda rannsóknir til þess að hagsveiflur hér á landi fylgi hagsveiflum evrusvæðisins ekki mjög vel. Þó má leiða að því líkur að sameiginleg mynt kynni að breyta því (Frankel og Rose, 1999). Einnig ber að hafa í huga að þær rannsóknir sem hafa verið gerðar á samræmi hagsveiflna Íslands við önnur myntsvæði eru komnar nokkuð til ára sinna (Már Guðmundsson, Þórarinn G. Pétursson og Arnór Sighvatsson, 2000). Minnkandi vægi sjávarútvegs og vöxtur greina sem eru frekar háðar alþjóðlegu efnahagsástandi, sér í lagi hagþróun í Evrópu, kunna að hafa tengt hagsveiflur hér betur við evrusvæðið. Mikill vöxtur banka og annarra fjármálafyrirtækja á undanförunum árum er sérstaklega mikilvægur í þessu sambandi. Það er til dæmis ljóst að núverandi kreppa á alþjóðlegum fjármálamörkuðum segir til sín á Íslandi og kann að hafa veruleg samdráttaráhrif á efnahagskerfið hér.

Reynslan hefur sýnt að nafnlaun eru ekki sveigjanleg hér á landi, í það minnsta ekki til lækkunar, frekar en í öðrum Evrópuríkjum. Í samdrætti kemur frekar til uppsagna og atvinnuleysis en launalækkunar enda þótt raunlaun á Íslandi hafi margoft lækkað í kjölfar gengisfellinga. Skemmst er að minnast verðbólguáranna á áttunda og níunda áratug síðustu aldar í því samhengi. Við lækkun nafnlauna með gengisveikingu er verið að beita peningastjórnstækjum sem yrðu ekki lengur tiltæk einstökum ríkjum sem gerast aðilar að myntbandalagi.

Vinnuafli hefur reynst hreyfanlegur hér en víðast hvar í Vestur Evrópu. Það er þó ekki eins hreyfanlegt og í Bandaríkjunum þar sem sterk hefð er fyrir flutningi fólks frá atvinnuleysisvæðum þangað sem atvinna er næg. Reynslan hefur sýnt að nokkur fjöldi fólks hefur flutt frá Íslandi á samdráttarskeiðum og snúið aftur í betra árferði. Íslenskur vinnumarkaður hefur einnig þótt mjög sveigjanlegur varðandi uppsagnir og vinnutíma. Hér er vinnutími mjög breytilegur og yfirvinna gjarnan skorin niður þegar að kreppir. Ákveðnir hópar, t.d. ungt fólk og nemar, koma og fara af vinnumarkaði eftir árferði. Síðustu ár hefur erlent vinnuafli, sem nú nemur um 10% af mannafla, aukið enn frekar þennan sveigjanleika. Þannig má gera ráð fyrir að ákveðinn hluti þess myndi hverfa af landi brott ef atvinnuleysi færi vaxandi. Ísland kemst líklega næst því að uppfylla skilyrðið um hreyfanleika vinnuafils.

57

Engu að síður verður ekki séð að hagkerfið hér fullnægi algerlega einu þeirra skilyrða sem Mundell setur. Af því mætti draga þá ályktun (sem einhverjir hafa þegar gert) að Íslendingar ættu umfram allt að halda í eigin gjaldmiðil. Í því sambandi hefur Mundell bent á að gjaldmiðlasvæði geti ekki orðið óendanlega mörg eða smá. Gjalddeyrismarkaðir mega ekki vera það grunnir að einn aðili, að seðlabönkum undanskildum, geti haft afgerandi áhrif á verðlagningu því þá munu möguleikar á spákaupmennskuáhrifum vega þungt gegn fljóttandi gengi. Í raun geta gjalddeyrismarkaðir orðið uppspretta ójafnvægis í stað þessa að stuðla að jafnvægi í hagkerfinu, vegna áhrifa af spákaupmennsku, og undir slíkum kringumstæðum er gjaldmiðlabandalag betri kostur en eigin gjaldmiðill (Mundell, 1973).

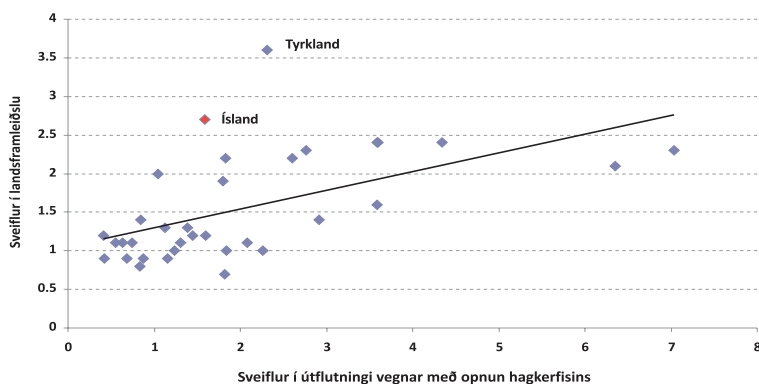
Þessi rök hafa öðlast meira vægi á Íslandi eftir að fjármagnsflutningar urðu frjálsir fyrir um áratugi síðan. Staðreyndin er sú að einn aðili, t.d. vogunarsjóður af sæmilegri stærð, getur hæglega hreyft gengi íslensku krónunnar með viðskiptum sínum. Þetta leiðir til þeirrar spurningar hvort krónan sé of smár gjaldmiðill til að geta staðið óstudd til lengdar. Slíkt gildir vissulega um fleiri gjaldmiðla. Á síðustu fimmtán árum hefur heimurinn gerbreyst með frjálsum fjármagnsflutningum og hnattvæðingu fjármálamarkaða. Lönd sem ekki teljast opin á mælikvarða utanríkisviðskipta eru galopin þegar fjármagnsflutningar eru annars vegar og er Ísland á meðal þeirra. Þessi opnun gerir ríkin það viðkvæm fyrir árásum spákaupmanna að þau teljast ekki lengur hagkvæm gjaldmiðilssvæði. Á þessum rökum hafa verið leiddar að því líkur að Pólland og jafnvel Bretland séu of lítil svæði til að geta haft sérstakan gjaldmiðil (Buiter og Sibert, 2006; Buiter, 2000). Ef þetta á við rök að styðjast er afar ólíklegt að Ísland teljist hagkvæmt gjaldmiðilssvæði.

Vöxtur bankakerfisins á undanförunum árum gerir spurninguna um smæð krónunnar sérstaklega áleitna. Sagan hefur sýnt að yfirleitt fara gjaldeyriskreppur og fjármálakreppur saman og magna hvor aðra. Árás vogunarsjóðs á íslensku krónuna eða þrengsli á lausafjárstöðu bankakerfisins geta komið slíkri óheillabróun af stað með mjög alvarlegum afleiðingum fyrir íslenskt efnahagslíf eins og áður hefur komið fram. Slíkir atburðir eru ekki líklegir en hugsanlegir. Aðild Íslands að EMU myndi útrýma líkum á gjaldeyriskreppu og draga verulega úr líkum á bankakreppu. Mikilvægi þessara sjónarmiða hefur aukist stórlega á síðustu fimm árum og kann að vera orðið yfirgnæfandi þegar litið er til efnahagslegra raka fyrir vali á gjaldmiðli Íslands.

Að lokum er vert að kanna hver þróunin hefur verið í löndum EMU sem ekki geta lengur notað sveiflujafnandi tæki peningastefnunnar. Breytileiki í framleiðsluspennu landanna var nýlega metinn og niðurstöðurnar benda til að sveiflur í efnahagslífi allra landanna, að Þýskalandi undanskildu, hafi minnkað eftir inngöngu í EMU (Mafi-Kreft og Sobel, 2006). Þessi þróun er sérstaklega áberandi í löndum sem fyrir inngöngu í bandalagið bjuggu við virka peningamálastefnu, t.d. í Frakklandi, Spáni og Ítalíu. Í þessum löndum hefur flókt framleiðsluspennu minnkað um 66-86% en minna í löndum sem ekki ráku eins sjálfstæða peningastefnu. Þróun á flókti hagsveiflna varð hinsvegar ekki sú sama í löndum sem kusu að standa utan EMU eins og Bretland og Svíþjóð. Eigi þessar niðurstöður við rök að styðjast stangast það á við fullyrðingar um að peningaleg stjórnþæki séu æskileg og nauðsynleg til að draga úr hagsveiflum.

Í grunninn benda ofangreindar niðurstöður til þess að hlutlaus peningastefna sé betur fallin til að draga úr hagsveiflum en mjög virk stefna. Hluta af orsökinni fyrir minnkandi hagsveiflum má því vafalaust rekja til þeirrar staðreyndar að Seðlabanki Evrópu hefur einmitt fylgt fremur hlutlausri stefnu.

Með hliðsjón af ofangreindu má huga að því hvaða áhrif innganga Íslands í EMU hefði á hagsveiflur. Hagsveiflur á Íslandi hafa í gegnum tíðina oft verið sértækar, t.d. vegna aflabrests eða annarra ytri aðstæðna sem hafa mikil áhrif hér en takmörkuð í öðrum Evrópulöndum. Margt bendir reyndar til þess að verulegur hluti þessara sveiflna séu heimatilbúnar. Til að mynda eru sveiflur í einkaneyslu og landsframleiðslu meðal iðn- og nýmarkaðsríkja þær mestu á Íslandi og í Tyrklandi. Þetta skýrist ekki nema að hluta af sveiflum í útflutningstekjum. Þær eru í hærra lagi á Íslandi en engu að síður er breytileiki útflutnings meiri í mörgum öðrum ríkjum sem hafa jafnari framleiðslu. Sveiflur í eftirspurn hljóta því að stafa að verulegu leyti af því hvernig hagstjórn er háttað. Framangreind umfjöllun um þætti sem hafa dregið úr mætti peningastefnunnar renna stoðum undir þennan grun. Því má draga í efa að hagsveiflur á Íslandi yrðu meiri en nú er ef Ísland afsalaði sér stjórn peninga- og gengismála og tæki upp evru.



MYND 23
SVEIFLUR Í
LANDSFRAMLEIÐSLU OG
ÚTFLUTNINGI AÐ TEKNU TILLITI
TIL OPNUNAR HAGKERFISINS

Á undanförunum árum hafa fjölmargir þættir stuðlað að þenslu og ójafnvægi í hagkerfinu. Þar má nefna einkavæðingu bankanna, stóriðjuframkvæmdir, breytingar á fyrirkomulagi Íbúðalánasjóðs, skattalækkunar og útgjaldaaukningu hins opinbera. Það er ómögulegt að meta hver áhrif sambærilegrar atburðarrásar hefðu verið ef evra hefði verið til staðar í stað krónunnar. Þetta á sérstaklega við um breytt fyrirkomulag Íbúðalánasjóðs þar sem sambærilegar breytingar hefðu í raun átt sér stað, með öðrum hætti þó, við upptöku evrunnar.

Það má engu að síður gera því skóna að ef Íslendingar hefðu afsalað sér stjórn peningamála hefði þörf á miklum mótvægisáðgerðum í ríkisfjármálum verið enn meiri í kjölfar margra þensluhvetjandi áðgerða. Ef ekki kæmi til slíkra mótaðgerða myndi aukin verðbólga lækka raunvexti í hagkerfinu sem ýtir undir frekari þenslu og hækkun verðbólgu og þannig koll af kolli. Það væri því hættu á vítahring sem myndi hækka raungengi í hagkerfinu svo um munar. Samkeppnisstaða útflutningsgreina myndi versna verulega og þar sem eigin gjaldmiðill væri ekki lengur til staðar væri ekki hægt að treysta á gengisveikingu til að leysa þennan vanda. Þar sem nauðsynlegt væri að vinda ofan af launahækkunum væri fyrirséð að efnahagslægd fylgdi í kjölfarið. Þannig má segja að afleiðingar slakrar fjármálastjórnar yrðu mun gagnsærri við afsal sjálfstæðrar peningastefnu sem er ótvíræður kostur. Aukið gagnsæi gæti orðið til þess að aga efnahagsstefnu stjórnvalda og jafna sveiflur fremur en auka þær.

KAFLI 2

AFLEIÐINGAR UPPTÖKU ANNARRAR MYNTAR

Niðurstöður skoðanakönnunar Viðskiptaráðs sýnir að ríflega 85% aðildarfélaga telja upptöku evru, með einum eða öðrum hætti, myndi hugnast þeim best ef stjórnvöld ákveða að taka upp annan opinberan gjaldmiðil en krónuna.

Ennfremur hníga sterk hagræn rök að því að evran væri heppilegasti kosturinn ef taka ætti upp annan gjaldmiðil. Meirihluti utanríkisviðskipta Íslendinga eru við lönd innan EMU. Ef Danmörk er talin með nær þetta hlutfall 52%.¹⁷ Þar á eftir eru Bandaríkin með 13% utanríkisviðskipta Íslendinga, Bretland með tæp 11% og Noregur með um 6%.

Að sama skapi væri eðlilegt að Íslendingar myndu velja sér stóra og stöðuga mynt, þar sem vaxtastigið hefur verið lágt, verðbólga hófleg og trúverðugleiki viðkomandi Seðlabanka til staðar. Það er kostur að evran er ekki mynt eins ríkis, heldur myntbandalag, og þar sem sjálfstæðissjónarmið hafa minni áhrif en ella.

Hver yrðu áhrif þess að taka upp evru?

Þegar hefur verið gerð grein fyrir helstu áhrifum þess að taka upp evru í kaflanum um almennan kostnað af sjálfstæðri peningastefnu. Engu að síður er gagnlegt að að taka þessa þróun saman. Skipa má áhrifunum í þrennt út frá mismunandi sjónhorni í tíma: skamms, meðallangs og langs.

Áhrif af upptöku evru til skamms tíma:

- Gengissveiflur hverfa
- Viðskiptakostnaður lækkar
- Ýmiss einskíptiskostnaður fylgir umskiptunum
 - » Verðlagsbreytingar
 - » Samningar og viðskiptakerfi
 - » Aðlögun raungengis (sér í lagi ef það gengi sem valið er í upphafi stendur fjarri jafnvægi)¹⁸

60

Áhrif af upptöku evru til meðallangs tíma:

- Aukin utanríkisviðskipti
- Meiri erlend fjárfesting, bæði inn á við og út á við
- Vaxtastig lækkar (því fylgja ýmis áhrif sem rædd eru í sérstökum kafla)

Áhrif af upptöku evru til lengri tíma:

- Aðlögun atvinnuvega
 - » Samkeppnishæfir atvinnuvegir vaxa en aðrir detta út
 - » Aukin sérhæfing og samþjöppun
- Áhættudreifing hagkerfisins eykst

Þetta er að sjálfsögðu ekki tæmandi listi en gefur ágætis mynd af helstu afleiðingum þess að taka upp evru í stað íslensku krónunnar (Herbertsson og Zoega, 2005).

17 Þetta hlutfall mun hækka þegar fleiri af nýjum aðildarlöndum ESB gerast aðilar að EMU.

18 Ef upphaflegt gengi væri of hátt myndi samkeppnisstaða útflutningsfyrirtækja vera verri. Til að standast samkeppni þyrfti kostnaðarhagræðing að eiga sér stað, t.d. í formi uppsagna eða launalækkana. Ef upphaflegt gengi væri of lágt myndi leiðrétting eiga sér stað í gegnum launa- og verðhækkunar.

Þróun vaxta við upptöku evru og helstu afleiðingar lægra vaxtastigs?

Það er vel þekkt að vextir á Íslandi eru og hafa í gegnum tíðina verið hærri en í þeim viðskiptalöndum okkar sem við viljum helst bera okkur við. Á mælikvarða raunvaxta á ríkisskuldabréfum til lengri tíma hafa vextir hér verið að jafnaði 2,5% hærri en í Evrópu og Bandaríkjunum.¹⁹ Er þá samdráttarskeiðið á miðjum tíunda áratug síðustu aldar talið með, en þá náði raunvaxtamunur á milli Íslands og viðskiptalandanna lágmarki í 1-1,5%.

Þegar lítið er til skammtíma vaxta er svipað uppi á teningnum. Þó eru sveiflurnar ýktari þar því skammtíma vextir eru næmari fyrir hagsveiflunni en vextir til lengri tíma. Á síðustu árum hefur verið keyrt um þverbak því Seðlabanki Íslands hefur hækkað stýrivexti nánast óslitið frá miðbiki ársins 2004 í viðleitni sinni við að slá á aukna verðbólgu. Munurinn á stýrivöxtum Seðlabanka Íslands og Seðlabanka Evrópu er nú tæp 10%. Verðbólga á Íslandi og á Evrusvæðinu er svipuð, þ.e. 3-3,5% ef miðað er við samræmda vísitölu neysluverðs svo á þann mælikvarða er einnig um 10% munur á raunstýrivöxtum. Ef miðað er við vísitölu neysluverðs á Íslandi þá minnkar munurinn í um 7%, en er engu að síður mikill. Munur á nafnvöxtum á óverðtryggðum skuldabréfum gefur svipaða mynd þótt munurinn sé minni (á bréfum til um 10 ára er munur nafnávöxtunarkröfu nú um 5,5%). Hver raunvaxtamunurinn er fer eftir verðbólguvæntingum til lengri tíma, en það er nokkuð ljóst að raunvextir hér eru meira en tvöfalt hærri en á Evrusvæðinu. Mikinn hluta þessa mikla raunvaxtamunar undanfarið má rekja til mun hraðari vaxtar íslenska hagkerfisins en þess evrópska. Það er því eðlilegt að vaxtastigið hafi heldur teygst í sundur.

MYND 24
VAXTAMUNUR VIÐ ÚTLÖND



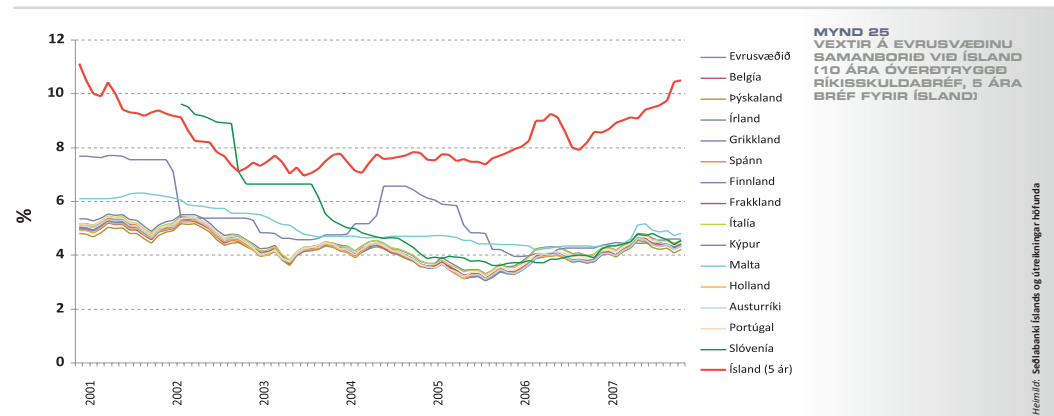
Gjarnan er gert ráð fyrir að við upptöku evru á Íslandi myndu vextir á lánum til einstaklinga og fyrirtækja lækka verulega og verða svipaðir og gerist í viðskiptalöndum okkar á Evrusvæðinu. Þetta hefur þó verið dregið í efa. Rannsóknir Ragnars Árnasonar (2003) benda til þess að munur á raunvöxtum á lánum gæti lækkað um 0,2-1% eða úr um 2,5% að jafnaði í 1,5-2,3%. Hins vegar geti vaxtaálagið jafnt hækkað sem lækkað sé lítið til lengri tíma. Ragnar bendir á að margt annað en gengis- og verðbólguáhætta valdi vaxtaálaginu. Þar má nefna seljanleikaálag²⁰ og áhættuþætti sem tengjast viðkomandi lántakanda eða uppruna hans.

Vextir á Íslandi nú eru mjög háir í alþjóðlegum samanburði. Vextir myndu því örugglega lækka verulega frá því sem þeir eru nú ef evran yrði tekin upp sem lögeyrir. Ef evran væri tekin upp einhliða, sem þýðir óhjákvæmilega minni trúverðugleika vegna þess að þá hefðum við ekki bakhjarl í stofnunum á borð við Seðlabanka Evrópu (og raunar í Evrópusambandinu sjálfu) þá verður

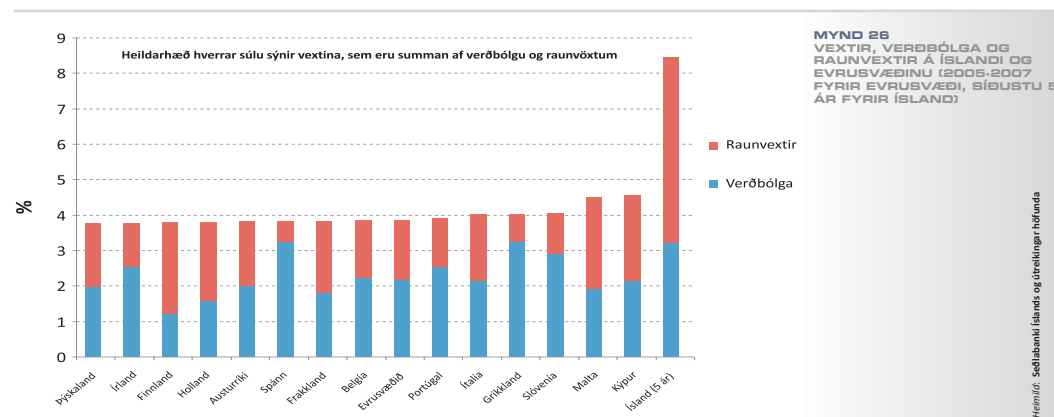
19 Erlendu vextirnir í þessum samanburði eru á óverðtryggðum skuldabréfum.

20 Með því er átt við vaxtaálag sem legst á bréf sem eru síður seljanleg þar sem markaður með þau er þunnur.

vætanlega alltaf álag á nafnvexti á Íslandi. Taka má Panama sem dæmi, en þar eru vextir um 2% hærri en í Bandaríkjunum þrátt fyrir að landið hafi lengi notað dollarann sem mynt. Hins vegar má reikna með að lækkunin yrði mun meiri ef Ísland gerist aðili að EMU. Þannig eru vextir í ríkjum innan evrópska myntsæðisins mjög svipaðir (sjá mynd 25). Þetta er eðlilegt, þegar sama mynt er notuð í tveimur löndum og stofnanaumgjörðin sú sama því þá verða nafnvextirnir þeir sömu að teknu tilliti til áhættuálags vegna lántakanda. Verðbólga (og þar með raunvextir) getur hins vegar verið misjöfn milli landa yfir skemmra eða lengra tímabil. Það má gera ráð fyrir að lækkunin myndi verða tiltölulega hröð eftir að stefnan hefur verið sett á aðild. Í þessu sambandi má benda á þróunina í Slóveníu, sem tók upp evruna 1. janúar 2007, og á Möltu og Kýpur þar sem Evran var tekin upp 1. janúar 2008.



En það er vart raunhæft að taka mið af núverandi ástandi við mat á því hve mikið vextir á íslenskum skuldabréfum gætu lækkað í prósentum. Mikil vaxtamunur núna gerir það að verkum að upptaka evru myndi valda miklu ójafnvægi í efnahagsmálum hérlendis. Til að upptaka evrunnar sé raunhæf verður þessi munur að minnka og jafnvægi að ríkja í hagkerfinu. Eftir stendur að þegar litið er yfir lengra tímabil eru raunvextir á lánum til öruggra lántakanda á borð við ríki og seðlabanka meira en tvöfalt hærri hér en á Evrusvæðinu. Ætla má að þetta bil myndi minnka verulega ef evran yrði tekin upp sem lögeyrir á Íslandi. Hve mikil breyting á lánum til einstaklinga og fyrirtækja yrði fer að verulegu leyti eftir mati hins alþjóðlega markaðar á Íslandi og efnahagshorfum hér. Til skamms tíma var þetta mat mjög jákvætt, en hefur snúist við að undanförunu. Að einhverju leyti stafar það af þrengingum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum, en það er einnig vegna þess ójafnvægis sem er hér í efnahagsmálum. Allt ber því að sama brunni. Áður en hægt er að taka evruna upp og njóta ávaxta þess verður efnahagslífið að ná jafnvægi.



Skammtímaáhrif lægra vaxtastigs?

Í eftirfarandi umfjöllun verður gert ráð fyrir að ákveðið hafi verið að taka upp evruna sem lögeyri á Íslandi með inngöngu í EMU og kannað hver efnahagsleg áhrif yrðu af slíkri breytingu.

Þessum áhrifum má skipta í tvennt. Annars vegar breytingar sem yrðu í eitt skipti fyrir öll á eignum og skuldum einstaklinga, fyrirtækja og stofnana. Hins vegar áhrif á efnahagsþróunina til framtíðar. Það er mikilvægt að huga að hvoru tveggja.

Hvað verður um verðtryggða fjármálagjörninga?

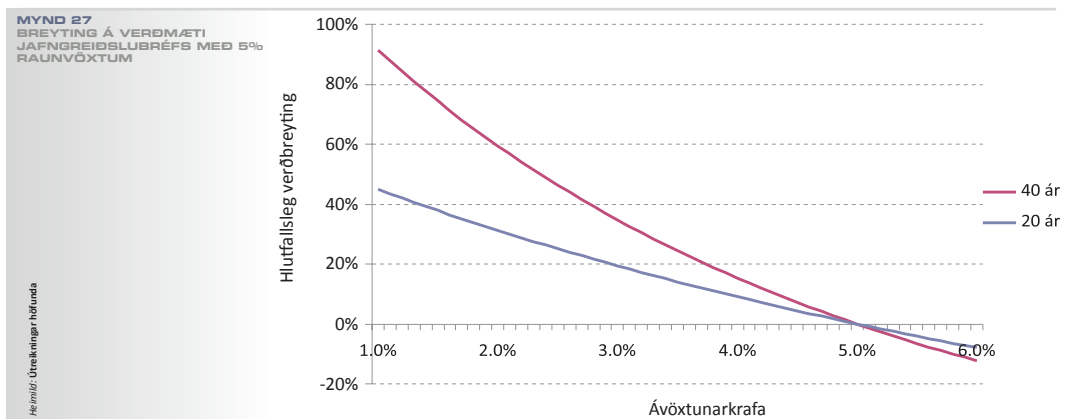
Verðtryggðir samningar eru mun algengari á Íslandi en annars staðar en væntanlega myndi draga úr vinsældum þeirra með upptöku evru. Það þyrfti hins vegar að ákveða hvernig fara skyldi með fyrirbyggjandi skuldabréf sem ekki eru greidd upp eftir upptöku evru og aðra verðtryggða samninga. Það virðist liggja beinast við að verðtryggingin myndi halda sér á slíkum samningum þar sem verðlagsmælingum á Íslandi yrði haldið áfram og ekkert sem kemur tæknilega í veg fyrir þessa framkvæmd.²¹ Fast gengi yrði á krónum gagnvart evrum, sem jafngildir því að krónum yrði breytt í evrur í þessum samningum.

Þess má geta að viðmiðun í verðtryggðum samningum hefur verið breytt áður. Árin fyrir 1995 var miðað við sérstaka vísitölu verðtryggingar sem var vegið meðaltal vísitalna neysluverðs, byggingarkostnaðar og launa. Ætla má að þessi vísitala hafi hækkað meira en vísitala neysluverðs á síðustu árum. Þegar neysluverð var tekið upp sem vísitala til verðtryggingar árið 1995 fólst í því töluverð tilfærsla fjármuna frá eigendum langra skuldabréfa (t.d. lífeyrissjóðum og einstaklingum) til útgefenda þeirra (t.d. ríkis og sveitarfélaga). Samt virðast ekki hafa orðið neinir eftirmálar af þessari breytingu, líklega vegna þess að þegar hún var gerð hafði kaupmáttur ekki aukist að ráði um nokkurn tíma og ekki voru taldar horfur á því að laun hækkuðu umtalsvert umfram verðlag. Sennilega hefur enginn reiknað með þeirri miklu aukningu sem síðan varð á kaupmætti og hefði þýtt töluvert hraðari hækkun á vísitölu verðtryggingar en ella.

63

Áhrif á eignir og skuldir í eitt skipti fyrir öll

Ef skyndileg breyting verður á vöxtum og þar með ávöxtunarkröfu, þá getur það haft viðtæk áhrif á það mat sem lagt er á eignir af ýmsu tagi. Skuldabréf sem ber fasta vexti hækkar í verði þegar markaðsvextir og ávöxtunarkrafa lækkar. Verðbreytingin er því meiri sem skuldabréfið er til lengri tíma. Eigendur bréfa með föstum vöxtum hagnast því við hækkun vaxta, en hinir sem skulda tapa.



21 Það virðist langsóttara að breyta verðtryggðum samningum í óverðtryggða með valdboði, þótt auðvitað komi ekkert í veg fyrir að samið sé um slíkar breytingar.

Til skýringar má taka dæmi af verðtryggðu skuldabréfi til 40 ára með jöfnum greiðslum og 5% föstum raunvöxtum. Mynd 27 sýnir hlutfallslegt verðmæti þessa bréfs miðað við tiltekna ávöxtunarkröfu. Þegar krafan er 5% er bréfið á pari.²² Ef krafan lækkar um 1% og verður 4% þá eykst verðmæti bréfsins um 15%; ef krafan lækkar í 2,5% þá verður skuldabréfið 46% verðmætara. Við 1% ávöxtunarkröfu er bréfið nær tvisvar sinnum verðmætara en við 5% kröfu. Á myndinni eru einnig sýndar niðurstöður fyrir skuldabréf til 20 ára. Hækkun á verðmæti slíks bréfs yrði um helmingi minni en á 40 ára bréfi, en engu að síður umtalsverð.²³

Eigendur skuldabréfa sem þessara munu augljóslega hagnast ef vextir lækka í kjölfar evruvæðingar. Að sama skapi munu skuldarar tapa. Þetta getur valdið verulegum eignabreytingum ef vextir lækka mikið. Dæmi um aðila sem eru líklegir til að hagnast á þessari breytingu eru lífeyrissjóðirnir, sem eiga mikið af bréfum útgefnum af ríki og íbúðalánasjóði, svo dæmi sé tekið.

Íbúðalánasjóður mun fara illa út úr lækkun vaxta, því hann hefur gefið út mikið af bréfum til mjög langs tíma (allt að 40 ára) með föstum vöxtum án uppgreiðsluákvæða, en hann hefur hins vegar keypt mikið af bréfum sem gefa lántakendum (íbúðakaupendum) möguleika á að greiða lánið upp.²⁴

Það er vandséð hvernig ætti að leysa vandann sem íbúðalánasjóður kæmist í ef vextir myndu lækka mikið og snögglega. Kæmist sjóðurinn í þrot yrði íslenska ríkið að standa við ábyrgðir á lánum sjóðsins. Eignatilfærsla í stórum stíl, ekki síst af völdum stjórnsvaldsákvæðana á borð við gjaldmiðilsskipti, veldur alltaf togstreitu. Þeir sem tapa munu berjast fyrir því að fá tap sitt bætt með einhverjum hætti. Hinir sem hagnast munu reyna að halda í sitt.

Slík áhrif verða einnig til staðar hjá öðrum lántakendum og lánveitendum. Það er þó ólíklegt að mikið sé um svo langa samninga sem tíðkast hjá íbúðalánasjóði og áhrifin verða þá mun minni. Bankarnir hafa til dæmis lánað mikið til húsnæðiskaupa en þau lán eru jafnan með uppgreiðsluálagi. Bankarnir eru því mun betur varðir gegn þessari áhættu. Að sama skapi hafa bankar fjármagnað íbúðalán sín til skemmri tíma og því auðveldara fyrir þá að mæta breyttum aðstæðum. Þeir hafa einnig keypt töluvert af löngum skuldabréfum af íbúðalánasjóði sem myndu hækka í verði.

Vaxtalækkun myndi einnig hafa áhrif á öðrum eignamörkuðum. Það er vel þekkt að áhrifin af lækkun vaxta og auknu framboði á langtímalánum höfðu mikil áhrif á húsnæðismarkaðinn. Eftirspurn jókst til muna og verð hækkaði að jafnaði um 20% þrjú ár í röð. Það fer eftir framboði húsnæðis og almennu efnahagsástandi hve mikil slík áhrif yrðu af vaxtalækkun, en þau yrðu örugglega til að auka eftirspurn og leiða til einhverrar hækkunar. Svipað gildir um hlutabréf og virði fyrirtækja yfirleitt. Verðmat á fyrirtækjum byggir oftast en ekki á því að núvirða framtíðarsjóðsstreymi. Ef íslenskir vextir eru notaðir í slíkri núvirðingu þá leiðir lækkun á þeim til hækkunar á verðmati fyrirtækjanna. Væntanlega myndi markaðsverð á fyrirtækjum og hlutabréfum hækka í kjölfarið.

Snöggar hækkunar á verði eigna í kjölfar mikillar vaxtalækkunar gætu valdið hraðri aukningu eftirspurnar sem myndi leiða til mikilla vandkvæða í hagstjórn, ekki síst þegar stjórn peningamála er komin úr höndum íslenskra stjórnvalda.

22 Þegar bréf er á pari, eru nafnvextir bréfsins þeir sömu og ávöxtunarkrafa til gjalddaga

23 Sambærilegir reikningar eiga við um alla samninga með greiðslum sem ekki breytast með vaxtastigi og ekki eru með uppgreiðsluákvæðum. Til dæmis verða langtímaleigusamningar sem eru með föstum verðtrygðum greiðslum mun verðmætari en ella.

24 Mikið af lánum sjóðsins sem báru hvað hæsta raunvexti voru raunar greidd upp í kjölfar þess að raunvextir lækkuðu þegar bankarnir hófu að veita langtímaíbúðalán haustið 2004. Var því haldið fram um tíma að íbúðalánasjóður væri í reynd gjaldþrota þar sem misræmi skapaðist milli vaxta á eignum hans og skuldum

Hófleg vaxtabreyting hefur einnig áhrif sem ganga í sömu átt og greinir að framan, en eðli málsins samkvæmt yrði auðveldara að takast á við þau. Engu að síður er nauðsynlegt að raunvextir verði komnir sem næst vöxtum í Evrópu áður en evra yrði tekin upp á Íslandi. Ella getur komið til stórfelldra tilfærslna á eignum sem í versta falli gætu ógnað stöðugleika fjármálakerfisins. Hækkun á verðmæti húsnæðis og verðbréfa gæti valdið eftirspurnarsprengju og þenslu sem íslensk stjórnvöld hefðu engin tæki til að takast á við. Á endanum myndi þetta leiða til skipbrots hins nýja myntkerfis og væri þá verra af stað farið en heima setið.

KAFLI 3

HVAÐA LEIÐIR ERU FÆRAR?

Það eru ýmsar leiðir færar til upptöku evru (eða annars gjaldmiðils), bæði með beinum og óbeinum hætti. Þegar hefur verið skýrt frá ástæðum þess að sveigjanlegt fastgengi sé ekki raunhæfur kostur á tímum frjálsra fjármagnsstrauma. Nánar er fjallað um það í skýrslu Viðskiptaráðs, *Krónan og atvinnulífið* (2006). Þær leiðir sem hér verða ræddar eru aðild Íslands að EMU, einhliða upptaka annarrar myntar, stofnun myntráðs, tvíhliða tenging gjaldmiðla og umbreyting í fjölmynta samfélag.

AÐILD AÐ EVRÓPSKA MYNTBANDALAGINU

Þátttaka í EMU hefur ýmsa kosti í för með sér umfram aðrar leiðir til fasttengingar við evruna, s.s. einhliða upptöku eða myntráðs. En þátttöku fylgja einnig skilyrði sem óvíst er að þyki fýsileg.

Lánveitandi til þrautavara

Sennilega er það atriði sem hvað mestur akkur er í fyrir Ísland með þátttöku í EMU, umfram einhliða upptöku evru, það að Seðlabanki Íslands í hlutverki lánveitanda til þrautavara myndi fá bakhjarl í Seðlabanka Evrópu. Núverandi fyrirkomulag er þannig að Seðlabankinn hefur heimild til að veita banka sem lendir í lausafjárþröng lán eða ábyrgðir til að fleyta viðkomandi stofnun yfir tímabundna erfiðleika.²⁵

Á meðan bankarnir störfuðu að mestu á Íslandi og stærð þeirra var í samræmi við hagkerfi Íslands var engin ástæða til að ætla annað en að Seðlabankinn gæti gegnt þessu hlutverki með prýði. Það lýsir því kannski best að það var lengi vel lítil sem engin opinber umræða um þetta hlutverk bankans. Íslenskir bankar hafa hins vegar vaxið mjög hratt að undanfögnu og hefur efnahagsreikningur þeirra vaxið úr því að jafngilda einni landsframleiðslu í nálægt tífalda landsframleiðslu á örfáum árum. Starfsemi þeirra er að miklu leyti í löndum Evrópu utan Íslands (og raunar víðar) og þeir bæði veita lán og fjármagna sig á alþjóðlegum mörkuðum.

Seðlabanki Íslands getur ávallt veitt lán í íslenskum krónum ef þörf er á, en sökum síaukinnar erlendar starfsemi er líklegast að lausafjávandi banka við núverandi aðstæður myndi tengjast skuldbindingum í erlendri mynt fremur en íslenskum krónum. Skuldbindingarnar sem um ræðir geta hlaupið á milljörðum evra sem þyrfti að útvega á nokkurra mánaða tímabili. Gengi krónunnar myndi sennilega láta hratt undan ef reynt væri að fjármagna slíkar greiðslur í krónum (sem þyrfti að skipta yfir í evrur eða aðra mynt) ekki síst vegna þess að traust á gjaldmiðlinum myndi væntanlega bresta. Gengiskreppa myndi fylgja í kjölfarið með ófyrirsjáanlegum afleiðingum fyrir efnahag fyrirtækja og heimila í landinu. Það virðist því ekki vænlegt að ganga út frá því að Seðlabankinn muni takmarka hugsanlega lausafjáraðstoð sína við krónur. Til að gegna hlutverki sínu sem lánveitandi til þrautavara nú verður Seðlabankinn því að hafa bolmagn til að veita viðskiptabanka í lausafjárekreppu ábyrgðir eða lán í erlendri mynt.

Hið sama gildir ef krónan er tengd við evru með myntráði. Þá missir Seðlabankinn raunar alla

²⁵ Seðlabankinn hefur tekið sérstaklega fram að þessum reglum sé ekki ætlað að efla eiginfjárstöðu stofnana sem lenda í vanda (Seðlabanki Íslands, 2005).

möguleika á að veita lán í krónum nema að því marki sem hann á evrur á móti hverri krónu sem hann lætur frá sér. Ef evran er tekin upp einhliða er svipað uppi á teningnum, þ.e. tímabundin lán til banka í lausafjárvanda myndi takmarkast við evruforða Seðlabankans.

Samkvæmt nýlegu áliti Moody's hefur Seðlabankinn sjálfur eða í umboði ríkisins þetta bolmagn við núverandi aðstæður, þ.e. gjaldeyrisforði bankans og lánamöguleikar ríkisins eru nægjanlega miklir til að standast „erlent áhlaup“ á bankana (Moody's, 2008).²⁶ Þar skiptir meginmáli að ríkissjóður stendur mjög vel og hefur gott láns hæfi en gjaldeyrisforði Seðlabankans einn og sér hrekkur hins vegar skammt.²⁷ Vaxi bankarnir að ráði þá virðist ljóst að þetta bolmagn þrýtur nema að gripið verði til sérstakra ráðstafana, t.d. með því að stórefla Seðlabankann eða með samningum við erlendar lánastofnanir.²⁸

Ef þessi geta er ekki til staðar mun aðgangur bankanna að lánsfé versna en hingað til hefur það verið talið til styrkleika þeirra að hafa ríkissjóð Íslands, sem er nánast skuldlaus, á bak við sig. Eins og Moody's bendir á þá er þetta jafnframt forsenda fyrir góðri einkunn á láns hæfi ríkissjóðs. Það virðist því komið nálægt ákveðnum þáttaskilum þar sem þeir kostir eru uppi.

Í fyrsta lagi getur verið að af þessum og öðrum ástæðum taki eigendur bankanna ákvörðun um að flytja höfuðstöðvar þeirra til útlanda. Við það hverfur vandinn að því er varðar bolmagn Seðlabankans sem lánveitanda til þrautavara, en þetta telst vart aðlaðandi kostur fyrir íslenskt efnahagslíf.

Í öðru lagi geta stjórnvöld tekið erlent lán og bætt verulega við eigið fé Seðlabankans þannig að bankinn sé betur í stakk búinn til að mæta hlutverki sínu sem lánveitandi til þrautarvara. Eins gæti bankinn gert samning við erlendar lánastofnanir og þannig tryggt að hann geti ávallt komið til aðstoðar í lausafjárfreppu. Þetta er eini raunhæfi kosturinn svo lengi sem Ísland er ekki í Evrópusambandinu.

Í þriðja lagi getur Ísland gerst aðili að EMU. Hvað fjármálastöðugleika varðar er þetta betri leið en sú síðastnefnda. Miðað við að bankarnir vaxi á næstu árum þá er ólíklegt að hægt verði að viðhalda nægjanlega miklum forða gjaldeyris eða lánalínnum þannig að takist verði að skapa fullkomna vissu um getu Seðlabanka Íslands með ríkissjóð að bakhjarli til að vera lánveitandi til þrautavara.

Myntsláttuhagnaður og hlutdeild í honum

Myntsláttuhagnaður er sá arður sem stjórnvöld fá í sinn hlut af útgáfu peningaseðla og annarra skuldaviðurkenninga sem bera vexti undir markaðsvöxtum. Almennt er miðað við að slíkar skuldaviðurkenningar séu jafngildar grunnfé Seðlabankans, sem samanstandur af útgefnum seðlum og mynt, sem námu 15,7 milljörðum króna í árslok 2007, og innstæðum viðskiptabankanna hjá Seðlabankanum, sem voru um 152 milljarðar króna í lok árs 2007. Við núverandi aðstæður má áætla arð ríkisins af seðlum og mynt um 13,75% eða 2,2 milljarðar á ári. Arður af innistæðum bankanna í Seðlabankanum er mun minni, sem nemur um 0,5% á ári því þær innistæður bera 13,25% vexti. Samanlagður myntsláttuhagnaður er því um 3 milljarðar króna á ári hverju eða um 0,2% af vergri landsframleiðslu.

Vert er að benda á að myntsláttuhagnaður er því hærri hlutfall af grunnfé sem verðbólga og vextir eru hærri. Væru verðbólga og vextir svipaðir hér og á Evrusvæðinu þá yrði þessi hagnaður um

26 Í skýrslu Viðskiptaráðs *The Internationalisation of Iceland's Financial Sector* (2007) er komist að svipaðri niðurstöðu.

27 Forðinn er nú um 1,7 milljarður evra. Moody's metur óbeinar skuldbindingar ríkisins vegna erlendra innlána bankanna á um 16 milljarða evra.

28 Vöxtur bankanna getur raunar stofnað láns hæfi íslenska ríkisins, sem er talinn óbeinn ábyrgðaraðili þeirra, í hættu að mati Moody's.

hellingi minni en nú er. Engu að síður er stefna stjórnvalda að verðbólga verði sambærileg hér og í Evrópu. Það er því e.t.v. eðlilegra að miða við myntsláttuhagnað við þær aðstæður sem stjórnvöld telja æskilegar til langframa í umræðu um skiptingu hans. Það þýðir að miðað er við um 1,5 milljarð króna eða um 0,1% af landsframleiðslu.

Það er útgefandi myntar sem fær myntsláttuhagnað. Ef evra er tekin einhliða upp þá hætta íslensk stjórnvöld að sjálfsögðu að gefa út krónur og skipta seðlum og mynt út fyrir evrur. Íslensk stjórnvöld verða því af tekjum af myntsláttu ef evra er tekin einhliða upp. Gerist Ísland hins vegar aðili að EMU þá fá stjórnvöld hlutdeild í myntsláttuhagnaðinum sem hlýtur að teljast kostur við aðild umfram aðrar leiðir við upptöku evru sem fela í sér afsal á þessum tekjum. Þó er ljóst að fjárhæðin sem um ræðir er ekki svo stór að hún skipti sköpum varðandi ákvörðun um tilhögun gjaldeyrismála, hvorki að því er varðar upptöku evru yfirleitt eða með hvaða hætti evran yrði tekin upp.

Samrunaskilyrðin

Ísland getur tekið evru upp einhliða að eigin vild og hvenær sem er svo framarlega sem gjaldeyrisforði stjórnvalda nægir til að skipta grunnfé út fyrir evrur. Aðild Íslands að EMU er hins vegar háð því að samrunaskilyrðum Maastricht samkomulagsins (e. convergence criteria) sé fullnægt.

Samrunaskilyrðin eru af tvennu tagi: Annars vegar atriði er varða peninga- og gengismál og hins vegar skilyrði varðandi stöðu og afkomu hins opinbera. Þau skilyrði er varða fjárhagslega stöðu hins opinbera, þ.e. að halli á afkomu hins opinbera sé ekki meiri en 3% af landsframleiðslu og að skuldir séu innan við 60% af landsframleiðslu, eru uppfyllt og líklegt að svo verði á næstu árum.²⁹ Þessi skilyrði voru mikið gagnrýnd áður en evran var innleidd og raunar fullnægðu ekki öll ríkin sem fengu inngöngu þegar evran var innleidd skuldaskilyrðinu.³⁰ Einnig fullnægja sum ríkin sem eru núna í EMU ekki þeim skilyrðum sem nýjum ríkjum eru sett.

Skilyrðin sem varða peninga- og gengismál eru eftirfarandi:

- Að verðbólga sé ekki meira en 1,5% umfram meðaltal í þeim þremur ESB ríkjum sem hafa lægsta verðbólgu undangengið ár.
- Að langtímanafnvextir (á mælikvarða skuldabréfa ríkisins til 10 ára) séu ekki meira en 2% umfram samsvarandi vexti í þeim þremur ESB ríkjum sem hafa lægsta verðbólgu.
- Að gengi gjaldmiðils umsóknarríkisins hafi ekki sveiflast umfram 15% vikmörk í kringum tiltekið viðmiðunargengi undangengin tvö ár.

Þessum skilyrðum um verðlag, vexti og gengi er ætlað að tryggja það að aðild að EMU gangi hnökralaust fyrir umsóknarríkið og aðildarríkin, en þau geta reynt Íslandi erfiðari en skilyrðin um opinber fjármál.

- Það má ætla að til að Ísland næði að standast þau þá mætti verðbólga ekki vera meiri en u.þ.b. 3%, en hún hefur verið á bilinu 4-6% undanfarin ár. Að vísu er verðbólga lægri á mælikvarða samræmdrar neysluverðsvisíðlu, eða um 3,5%, sem er ekki svo langt frá þessu skilyrði.

29 Þetta gæti reyndar breyst ef til þess kæmi að ríkið þyrfti að hlaupa undir bagga með bönkunum.

30 Ítalía, Grikkland og Þýskaland urðu meðlimir í EMU þrátt fyrir of miklar skuldir.

- Miðað við núverandi vexti þýðir skilyrðið um langtíma vexti að nafnvextir á langtímalánum mættu ekki vera umfram u.þ.b. 6,5%. Ísland nær engan veginn að uppfylla þetta skilyrði nú, en vextir á ríkisbréfum til um 10 ára eru yfir 9%.
- Að lokum er það gengisskilyrðið, en þar kemur e.t.v. á óvart að íslenska krónan stenst þetta skilyrði ef miðað er við miðgengið 86 krónur á evru. Það gildir raunar um þetta skilyrði líkt og halla- og skuldaskilyrðin að sum upprunalegu aðildarríkin að EMU (Finnland, Ítalía og Grikkland) uppfylltu ekki skilyrðin en fengu samt inngöngu.

Það er því fyrst og fremst vaxtaskilyrðið sem myndi standa í vegi fyrir aðild Íslands að EMU ef tekið er mið af ástandi dagsins í dag. Ef hagkerfið nær að kólna á næstu mánuðum og væntingar markaðsaðila og Seðlabankans sjálfs, um að hægt verði að lækka stýrivexti, ganga eftir þá má vænta þess að langtíma vextir lækki í kjölfarið og Ísland færist nær því að fullnægja þessu skilyrði.

Það er ekki rétt að líta á það sem ókost við EMU leiðina að Ísland þurfi að fullnægja samrunaskilyrðunum. Þótt skilyrðin séu umdeilanleg þá eru það aðallega vaxta- og verðlagsskilyrðin sem myndu standa í veginum við núverandi aðstæður og það eru góðar og gildar ástæður fyrir því að setja þessi skilyrði. Snögg vaxtalækkun, sem gæti numið 2-2,5%, myndi raska jafnvægi í íslensku efnahagslífi. Hún myndi snarbreyta verðmæti verðbréfa og fasteigna og gæti sett af stað mikla eftirspurnarbylgju sem færi á endanum út í verðlag. Með ríkisfjármál sem eina hagstjórnartæki myndu íslensk stjórnvöld eiga mjög erfitt með að bregðast við. Hvort heldur stefnan er sett á aðild að EMU eða evran tekin upp einhliða þá væri nauðsynlegt að verðbólga og vextir verði á svipuðu stigi og í aðildarlöndum EMU áður en til slíks kemur.

Þátttaka í EMU háð inngöngu í ESB

Því hefur verið tekið sem gefnu að þátttaka ríkja í EMU sé háð því að þau séu aðilar að ESB. Raunar hafa þau ríki sem hafa gerst aðilar að ESB á síðustu árum ekki átt annarra kosta vöð en gerast aðilar að EMU og telja má líklegt að hið sama myndi gilda um Ísland. Aðild að ESB er að sjálfsögðu mun víðtækara mál en spurningin um hvaða gjaldmiðil skuli nota á Íslandi. Þó Ísland taki upp mikið af lögum og reglugerðum ESB í gegnum EES samninginn standa eftir mörg veigamikil atriði sem varða fullveldi þjóðarinnar, yfirráð yfir náttúruauðlindum og aðra hluti sem hafa hingað til þótt svo stórvægir að umsókn um aðild að ESB hefur aldrei komist almennilega á dagskrá.

Þetta endurspeglast í því að stór hluti íslensks viðskiptalífs virðist fremur vera andvígur en hlynntur aðild að Evrópusambandinu. Niðurstöður skoðanakönnunar Viðskiptaráðs sýna að um 50% aðildarfélaga eru andvíg því að Ísland sæki um aðild að Evrópusambandinu á þessu kjörtímabili en 32% eru hlynnt slíkri umsókn. Það lítur því út fyrir að skilyrði um aðild að ESB geti hindrað að Ísland gerist þátttakandi í EMU.

Áhrif og afleiðingar aðildar að Evrópusambandinu

Þó svo meginefni þessarar skýrslu sé staða íslensku krónunnar þá verður ekki hjá því komist að fjalla stuttlega um áhrif og afleiðingar aðildar að Evrópusambandinu fyrir Ísland, enda er aðild ein forsenda upptöku evrunnar í samvinnu við evrópska seðlabankann. Í ljósi efnistaka skýrslunnar og afstöðu félaga Viðskiptaráðs til aðildar verður hér ekki tekin afstaða til þess hvort hagsmunum okkar sé betur varið innan sambandsins eða utan. Þannig verður einungis fjallað um þá kafla löggjafar ESB sem Ísland hefur ekki undirgengist með aðild að EES og Schengen og munu koma til með að hafa hvað mest áhrif.

SKILYRÐI AÐILDAR

Samkvæmt stofnsáttmála ESB, Rómarsáttmálanum (43. gr.), geta öll Evrópuríki sótt um aðild ef þau virða grundvallarhugmyndir um frelsi, lýðræði, almenn mannréttindi og réttarríki. Því til viðbótar þurfa umsóknarríki að uppfylla tiltekin viðmið sem eru iðulega kennd við Kaupmannahöfn, en þau fela m.a. í sér, auk ofangreinds að stofnanainnviðir umsóknarríkja þurfi að vera traustir og að um vel starfhæft markaðshagkerfi sé að ræða. Vegna aðildar Íslands að EES og Schengen samstarfinu, sem og viðamikilla breytinga á mannréttindakafla stjórnarskrárinnar árið 1995, má ætla að Ísland uppfylli nú þegar öll aðildarskilyrði sambandsins.

FERLI AÐILDARVIÐRÆÐNA

Í grófum dráttum má skipta viðræðum um aðild að Evrópusambandinu upp í þrjú þrep. Það fyrsta er formlegs eðlis og felur í sér framlagningu aðildarumsóknar og meðferð hennar hjá ráðinu annars vegar og framkvæmdastjórninni hins vegar. Annað þrep felur í sér undirbúning samningaviðræðna og samningaviðræðurnar sjálfar. Ekki er um eiginlegar samningaviðræður að ræða heldur er skoðað hvort, hvernig og hvenær ríki getur innleitt og komið til framkvæmda ESB-löggjöfnni sem er skipt upp í alls 35 kafla og spannar allt að 90.000 blaðsíður af texta. Ef ríki getur ekki tekið yfir tiltekna ESB-löggjöf er skoðað hvort unnt sé að veita viðkomandi ríki ákveðna undaþágu eða aðlögun.

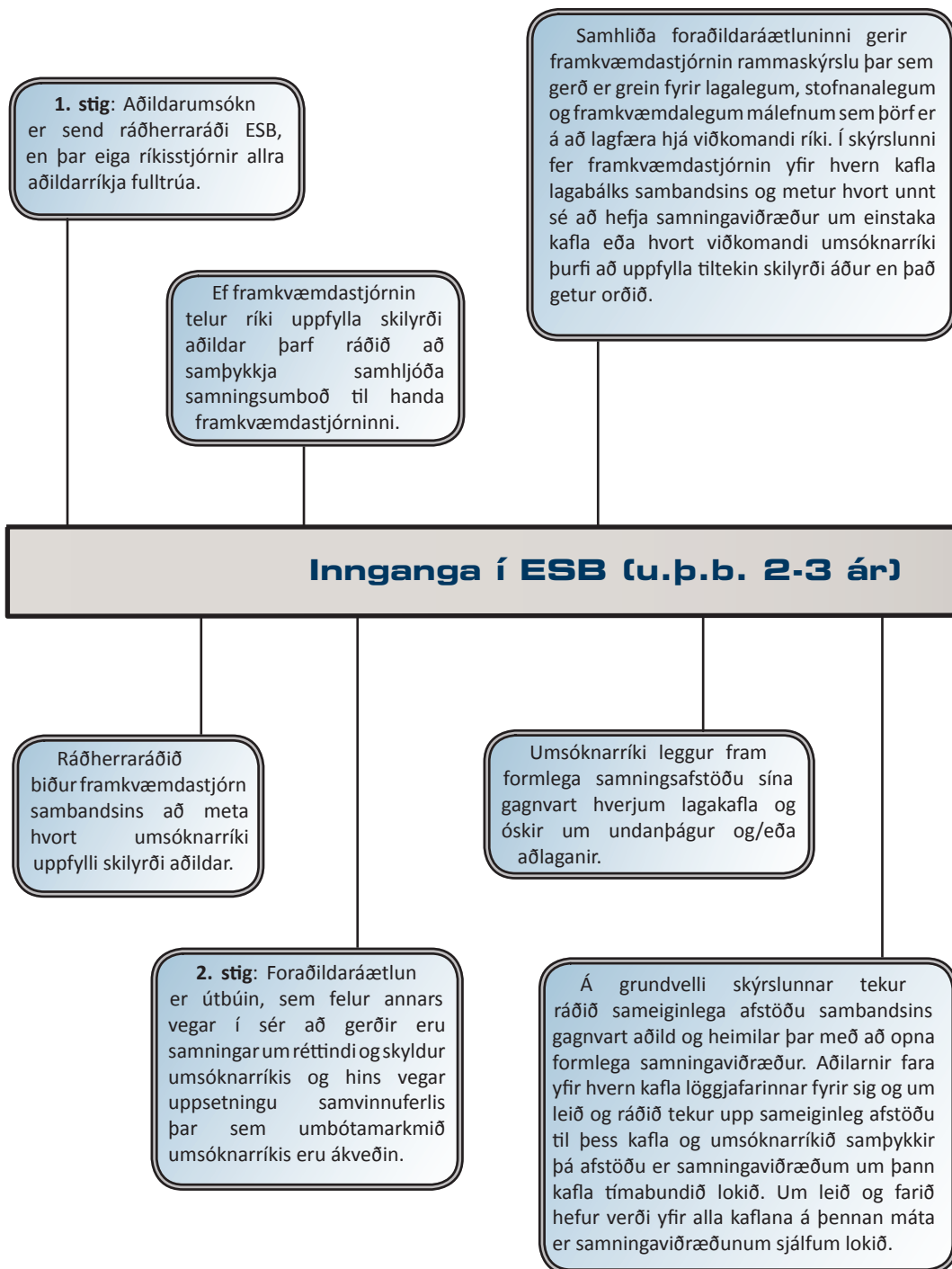
Lengd aðildarferlisins fer að mestu eftir því hvernig ríkjum gengur að uppfylla skilyrði aðildar sem og að innleiða ESB-löggjöfina. Líkur eru á því að það taki EFTA ríki sem eiga aðilda að EES og Schengen, styttri tíma að semja um aðild (og ganga í ESB) þar sem þau hafa nú þegar innleitt stóran hluta ESB-löggjafarinnar.

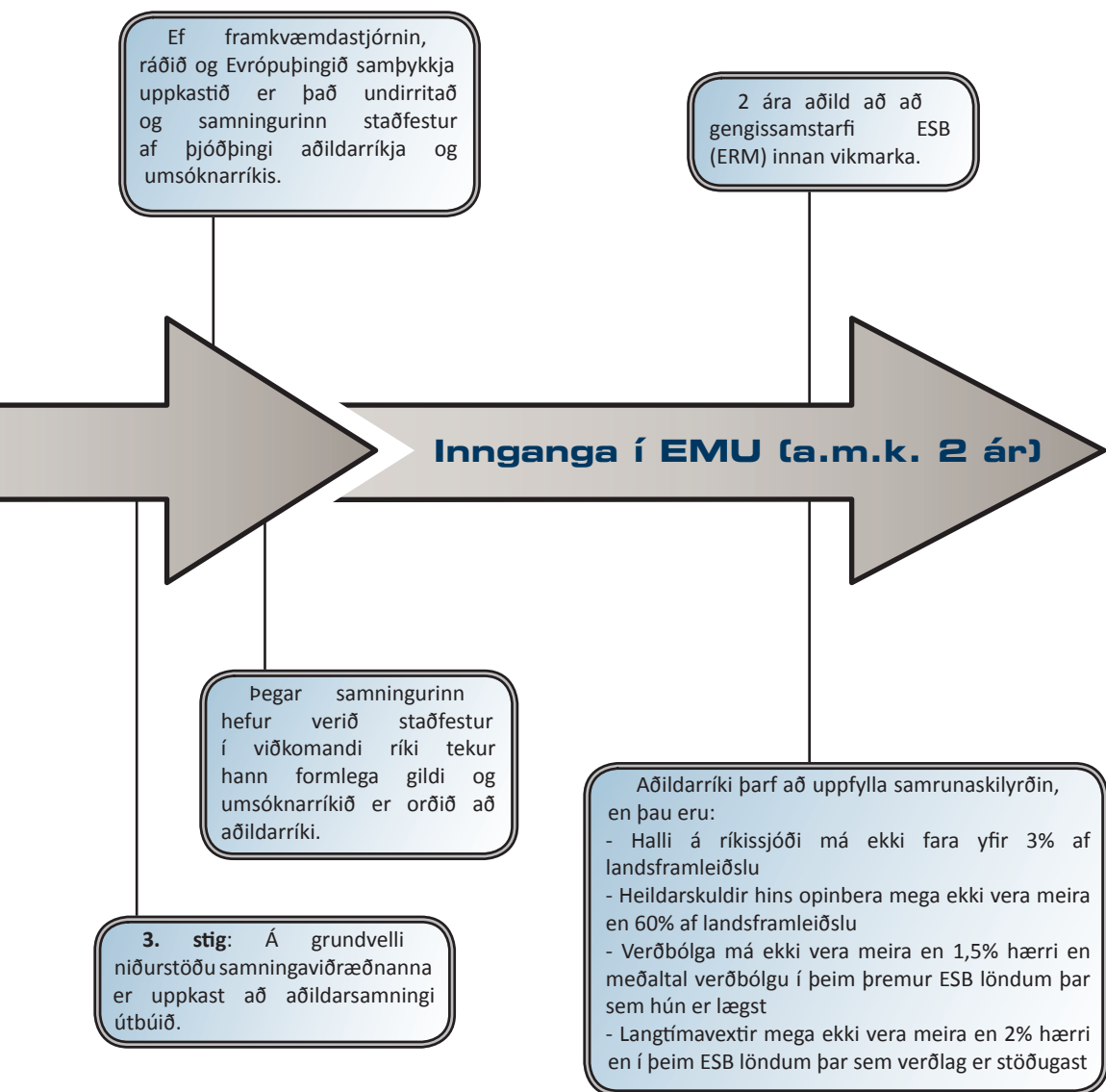
Þriðja þrep felur í sér eiginleg lok aðildarviðræðna. Uppkast að aðildarsamningi er útbúið á grundvelli samningaviðræðna og það lagt fyrir framkvæmdastjórn ESB, ráðið og Evrópuþingið til samþykkis. Samþykki allir uppkastið er það undirritað og samningurinn staðfestur af þjóðþingi aðildarríkja og umsóknarríkis. Við staðfestingu þjóðþings fær umsóknarríkið fulla aðild, en þangað til nýtur það tiltekinna réttinda sem fela í sér áhrif á þróun ESB-löggjafar og áheyrn í stofnunum sambandsins.

UPPTAKA EVRUNNAR TEKUR LÍKLEGA 4-5 ÁR

Embættismenn ESB hafa margsinnis sent íslenskum yfirvöldum skilaboð um að aðildarferlið fyrir Íslandi taki stuttan tíma (6-12 mánuði), sem helgast af þeirri umfangsmiklu upptöku löggjafar Evrópusambandsins sem átt hefur sér stað með EES og Schengen. Evrópunefnd forsætisráðuneytisins taldi hins vegar að þrátt fyrir stutt samningaferli tæki samþykkt aðildar 2-3 ár og tók þar mið af inngöngu Finna árið 1995. Aðlögunarferlinu væri þó ekki lokið við aðild, því forsenda upptöku evrunnar er tveggja ára aðild að gengissamstarfi ESB (ERM) sem ekki hefst fyrr en við aðild. Því má ætla að frá aðildarumsókn Íslands og til upptöku evrunnar hér á landi myndu líklega líða um 4-5 ár, allt eftir því hvernig Íslandi gengi að uppfylla samrunaskilyrðin (forsætisráðuneytið, 2007).

LEIÐIN AÐ EVRUNNI





SJÁVARÚTVEGS- OG LANDBÚNAÐARSTEFNA ESB

Þó vægi sjávarútvegs í landsframleiðslu hafi dregist saman að undanfögnu er sjávarútvegur enn stærsta einstaka útflutningsgrein Íslendinga, eða um 44% af heildarverðmæti vöruútflutnings ársins 2006. Árið 2004 var Ísland 13. mesta fiskveiðipjóð heims með um 1,8% af heimsaflanum og er stærstur hluti hans fluttur á evrópskan markað. Sjávarútvegur er því ein af meginstöðum íslenska hagkerfisins.

Margir hafa bent á að hagsmunum atvinnugreinarinnar sé betur varið utan sameiginlegrar sjávarútvegsstefnu ESB þar sem almennt er viðurkennt að reynslan af henni sé döpur. Þetta er meðal annars staðfest í nýlegri skýrslu sem unnin var fyrir framkvæmdastjórn ESB þar sem fram kom að sjávarútvegsstefnan hafi leitt til hruns fjölmargra fiskistofna og að sjávarútvegur innan ESB sé einn sá óarðbærasti í heimi. Þetta skýrir að einhverju leyti andstöðu forsvarsmanna íslensks sjávarútvegs við ESB.

Það er einkum þrennt sem gagnrýnt hefur verið við sameiginlegu sjávarútvegsstefnuna:

- Íslensk stjórnvöld myndu missa sjálfsákvörðunarrétt sinn á sviði fiskveiðistjórnunar, þ.m.t. réttinn til ákvörðunar aflamarks.
- Meginreglan um jafnan aðgang felur í sér að heimila yrði veiðar annarra ríkja innan efnahagslögssögu Íslands og erlenda fjárfestingu í íslenskum sjávarútvegsfyrirtækjum
- ESB myndi semja um veiðar úr deilistofnum og veiðar á fjarlægjum miðum fyrir Íslands hönd

Þess ber þó að geta að meginreglunni um jafnan aðgang eru settar nokkrar skorður og lýtur sú mikilvægasta að reglu um hlutfallslegan stöðugleika. Af henni leiðir að veiðiheimildum er úthlutað þannig að hverju ríki eru tryggðar hlutfallslega stöðugar veiðar, m.v. sögulega veiðireynslu þeirra og þarfir tiltekinna svæða sem eru sérstaklega háð fiskveiðum. Þar sem aðrar þjóðir hafa litla sem enga veiðireynslu innan íslensku efnahagslögsögunnar gæti þetta orðið til þessi að veiðar innan hennar yrðu takmarkaðar við íslensk sjávarútvegsfyrirtæki.

Ef til viðræðna um aðild Íslands að ESB kemur er ljóst að hagsmunir sjávarútvegs verða þar í forgrunni og jafnvel hægt að ganga svo langt að segja að þeir séu forsenda aðildar. Til að mynda yrði gengið hart fram í tryggja að takmörkun vegna hlutfallslegs stöðugleika ætti við um veiðar hér til frambúðar og umráðaréttur yfir auðlindinni yrði að einhverju leyti eftir á Íslandi. Bent hefur verið á (af Evrópunefnd forsætisráðuneytisins) að íslenska efnahagslögsagan geti talist sérstakt stjórnunarsvæði innan ESB undir stjórn Íslands, þó svo því hafi verið mótmælt af sérfræðingum framkvæmdastjórnar ESB á sviði sjávarútvegs mála. Þessu til viðbótar hefur verið bent á að innan ESB ríki samkomulag um að ekki verði með meirihlutaákvörðun innan ráðsins gengið gegn mikilvægum hagsmunum eins ríkis, en þessu samkomulagi hefur iðulega verið beitt af aðildarríkjum í málefnum sjávarútvegsins.

Vegna óvissu um samningsstöðu Íslands um ofangreind atriði er erfitt að spá með vissu fyrir um afleiðingar aðildar fyrir íslenskan sjávarútveg. Það er hins vegar ljóst að íslenskur sjávarútvegur er fyrir margar sakir einstakur og öfundsverður og Íslendingum afar mikils virði. Fiskveiðarnar eru sjálfbærar, útvegurinn er arðbær og óháður styrkjum og stjórn fiskveiðikerfisins almennt talin skilvirk. Þetta skapar íslenskum sjávarútvegi forskot sem mikilvægt er að standa vörð um ef Ísland gengur í ESB. Það er ljóst að slíkir hagsmunir yrðu ávallt í forgrunni í aðildarviðræðum og í raun ein af mikilvægustu forsendum þess að Ísland eigi erindi í ESB (Útanríkisráðuneytið, 2004).

LANDBÚNAÐURINN

Þrátt fyrir að efnahagslegt mikilvægi íslensks landbúnaðarins sé ekki sambærilegt sjávarútvegi er ljóst að aðild að ESB myndi hafa í för með sér gagngerar breytingar á landbúnaðarkerfinu. Breytt skipan tollamála myndi þar án efa hafa hvað mest áhrif. Með aðild yrði íslenskur landbúnaðar hluti af innri markaði ESB, sem leiða myndi til niðurfellingu tolla á út- og innflutningi landbúnaðarvara innan sambandsins, auk þess sem opnað yrði á erlendar fjárfestingar í íslenskum landbúnaði. Þetta myndi líklega leiða til aukins innflutnings á landbúnaðarvörum frá Evrópu sem hefði í för með sér samdrátt fyrir tiltekinn hluta íslensks landbúnaðar. Ef marka má reynslu Finna, þar sem innganga í ESB leiddi til 10% raunlækkar á matvöru, er líklegt að niðurfelling tolla myndi leiða til lægra verðlags á landbúnaðarvörum hérlandis, til hagsbóta fyrir íslenska neytendur. Að auki kæmu til talsverðar breytingar á styrkjum til landbúnaðarins þar sem styrkjakerfi sambandsins er ekki sambærilegt núverandi styrkjakerfi hérlandis. Þar munar mest um að ESB styrkir landbúnaðinn talsvert minna en gert er hér á landi og því líklegra en ella að aðild myndi leiða til samdráttar í styrkjum til íslenskra bænda.

Eins og í sjávarútvegi geta umsóknarríkisamið um sérstök undanþágu- eða aðlögunarákvæði í landbúnaði. Svíar og Finnar hafa til að mynda samið um heimildir til að greiða sérstaka styrki til harðbýlissvæða og svæða sem liggja norðan tiltekinnar breiddargráðu. Mögulegt er að Ísland teljist harðbýlt svæði en um það þyrfti að semja sérstaklega í aðildarviðræðum. Afnám tolla og vörgjalda væri þó tvímælalaust til hags fyrir íslenska neytendur. Í ljósi þess væri umhugsanarefni hvort slík undanþága væri skynsamlegt markmið í aðildarviðræðum (Útanríkisráðuneytið, 2003).

BREYTINGAR Á SKATTUMHVERFI

Aðild Íslands að EES hefur ekki leitt til lagasamræmingar á sviði skatta þar sem EES-samningurinn tekur ekki til þess málaflokks. Þó eru EFTA ríkin skuldbundin til að virða meginreglur samningsins, hvað skatta varðar, t.a.m. fjórfrelsisákvæðin og bann við hvers konar mismunun milli ríkja. Þessi ákvæði samningsins setja því sjálfsákvörðunarrétti EFTA ríkjanna á sviði skattlagningar skorður. Talsverð samræming á sviði skatta hefur hins vegar átt sér stað innan ESB og mun aðild því hafa í för með sér þó nokkrar breytingar á íslensku skattumhverfi.

ESB hefur á grundvelli ákvæða Rómarsáttmálans innleitt nokkrar tilskipanir á sviði óbeinna skatta og vegur þar þýngst samræmd álagning virðisaukaskatts. Á sviði beinna skatta hefur sambandið á sama hátt samræmt skattlagningu arðgreiðslna milli móður og dótturfélaga, skattlagningu samruna og skiptingu félaga milli ríkja (sem eiga að vera skattfrjáls) og skattlagningu þóknanatekna og vaxta. Fyrirtæki sem starfa í EFTA ríkjum falla ekki undir gildissvið þessarar löggjafar, sem getur haft áhrif á samkeppnisstöðu þeirra.

Tilviðbótarfyrirframangreindartilskipanir þá eru ýmsar frekari þreifingar í samræmingarátt. Þar má nefna hugmyndir um sameiginlegan skattstofn og lágmarksskatthlutfall. Enn fremur hefur ESB tekið afstöðu gegn óeðlilegri skattasamkeppni, sem að mati sambandsins getur haft neikvæð áhrif á virkni innri markaðarins. Í ljósi þessa hefur sambandið tekið upp viðmiðunarreglur (e. *code of conduct*) sem eiga við þegar reynt er að laða að erlenda aðila með hagstæðri skattlagningu, sem þegnum og fyrirtækjum í viðkomandi ríki er almennt ekki boðið. Sambandið hefur enn fremur lagt fram viðmiðunarreglur um milliverðlagningu (e. *transfer pricing*) sem samræma skjalaframlagningu alþjóðlegra fyrirtækja til skattfyrivalda. Benda má á að skort hefur á skýrar lagareglur hérlandis á þessu sviði.

Ef eingöngu er horft til skattalegara afleiðinga aðildar fyrir Ísland þá myndi hún að mörgu leyti jafna samkeppnisstöðu íslenskra fyrirtækja við evrópska samkeppnisaðila. Þó verður að hafa í huga að aðild er ekki forsenda eflingar skattalegrar samkeppnishæfni enda er íslenskum stjórnvöldum í lófa lagið að koma hér upp afar hagstæðu skattumhverfi. Það tækifæri stendur stjórnvöldum þó einnig til boða innan ESB enda hefur skattasamræmingin ekki komið í veg fyrir að aðildarríki, eins og Írland, komi sér upp aðlaðandi skattkerfi. Mikilvægt er að þetta tækifæri verði nýtt óháð því hvort Ísland standi utan eða innan ESB.

VIÐSKIPTASTEFNA ESB

Innan ESB er sameiginleg viðskiptastefna gagnvart ríkjum utan sambandsins sem miðar að því að ná fram samræmingu á aðgerðum í frjálsræðisátt. Sameiginlegur tollamúr gagnvart þriðju ríkjum er einn hluti þessarar stefnu. Undir þessa stefnu falla einnig ýmis konar ráðstafanir sambandsins, t.a.m. ákvarðanir um kvóta á innflutningi, en því til viðbótar gera stofnanir sambandsins alla tolla- og viðskiptasamninga (t.d. fríverslunarsamninga), við þriðju ríki. Þessi stefna gerir það að verkum að aðildarríki hafa ekki lengur rétt til að skuldbinda sig með þjóðréttarsamningum gagnvart ríkjum utan ESB á þeim sviðum sem falla undir viðskiptastefnuna.

Á þessu fyrirkomulagi eru bæði kostir og gallar. Helsti gallinn felst eflaust í því að innan ESB getur Ísland ekki gert fríverslunarsamninga við þriðja ríki, t.d. Kína, en eins og staðan er í dag þá geta Íslendingar hagað fríverslunargerð algerlega eftir efnahagslegu mikilvægi. Kostir viðskiptastefnunnar gætu hins vegar m.a. falist í því að sem hluti af stærra viðskiptaveldi er samningsstaðan sterkari sem leitt getur til hagstæðari fríverslunarsamninga.

FULLVELDISSJÓNARMÍÐ

Ísland er frjálst og fullvalda ríki og hefur sem slíkt óskoraðan rétt til að stýra eigin innanríkismálum og taka þátt í starfi alþjóðastofnana. Stjórnarskrá Íslands byggir á þessu og setur framsali valdheimilda íslenskra stjórnvalda til alþjóðlegra stofnanna ákveðnar skorður. Engu að síður eru nokkur dæmi um framsal ríkisvalds í hendur alþjóðlegra stofnanna og er EES samningurinn eitt þeirra.

Í skýrslu Evrópunefndar forsætisráðuneytisins (2007) var bent á að huga þyrfti að því hvort aðild að ESB samræmdu ákvæðum stjórnarskrárinnar um framsal á fullveldi. Nefndin var sammála um að eðli aðildar að ESB myndi kalla á stjórnarskrárbreytingar þannig að skýrt væri kveðið á um heimild til framsals ríkisvalds til yfirþjóðlegra stofnanna. Tók nefndin mið af nokkrum álitserðum um stjórnarskrána og EES samninginn sem lagðar voru fyrir Alþingi við afgreiðslu hans.

Þó rök megi færa fyrir því að löggjafinn geti skýrt og beitt stjórnarskránni í samræmi við almenna þjóðfélagsþróun og þróun alþjóðsamskipta hverju sinni þá er hér tekið undir framangreinda niðurstöðu Evrópunefndarinnar. Mikilvægt er að allri lagalegri óvissu um framsal valdheimilda ríkisins verði eytt áður en ákvörðun um umsókn er tekin. Jafnvel þarf að huga að breytingum á stjórnarskránni óháð aðild að ESB, en það er víðtækt álit lögfróðra manna að ört vaxandi alþjóðlegar skuldbindingar Íslands krefjist slíkra breytinga.

Einhlíða upptaka annarrar myntar

Einhlíða upptaka annarrar myntar sem lögeysis hér á landi fæli það í sér að íslenska ríkið yrði að kaupa upp íslenskt myntframboð og setja viðkomandi mynt í umferð í staðinn. Þetta felur að öllum líkindum í sér að skipta yrði út seðlum í umferð auk grunnfjár Seðlabankans. Tæknilega séð fælist aðgerðin í því að kaupa út hina raunverulega seðlaprentun ríkisins en lausafé innlánsstofnana myndi sjálfkrafa skipta um verðmæli. Einhlíða upptaka annarrar myntar er ekki einskorðuð við evru, enda ekkert því til fyrirstöðu að taka upp aðra mynt með sama hætti. En eins og áður hefur komið fram er evran eðlilegasti kosturinn vegna efnahagslegra tengsla.

Almennt sparifé almennings í bönkum og sparisjóðum í íslenskum krónum sem er óbundið og laust til úttekta liggur nærri 200-300 milljörðum króna og heildarinnstæður til skemmri tíma en tveggja ára í krónum eru um 1.000 milljarðar. Þessum peningum ætti ekki að þurfa að skipta yfir í hina nýju mynt heldur myndu þeir með tíð og tíma umbreytast við úttekt úr bönkum og þá miðast við þá mælieiningu sem gefin yrði nýju myntinni. Ef einhlíða upptaka evrunnar heppnast vel, munu því gjaldmiðilsskipti í víðari skilgreiningum á peningamagni eiga sér stað með peningamargfaldarafærslum á milli viðskiptabankanna, en ekki beinum kaupum.

Kostir einhlíða upptöku evru er flestir þeir sömu eins og ef um inngöngu í EMU væri að ræða. Það eru þó einkum þrír veigamiklir þættir sem greina á milli. Í fyrsta lagi er líklegt að vextir myndu síður renna saman við vexti á evrusvæðingu, í öðru lagi væri ekki ljóst hvernig tryggja mætti fjármálastöðugleika og að lokum felst beinn fjárhagslegur kostnaður í því að missa myntsláttuhagnað til Seðlabanka Evrópu.

Vextir hærri og fjármálastöðugleiki síður tryggður

Reynsla smærri ríkja sem tekið hafa upp erlenda mynt með einhlíða hætti (t.d. í Mið Ameríku) gefur til kynna að talsvert standi eftir af vaxtaálagi þrátt fyrir að gengis- og verðbólguáhættu sé eytt að fullu. Það er því ekki fyrirséð að jafn stórum hluta vaxtaálagsins yrði eytt með einhlíða upptöku evru, samanborið við inngöngu í EMU.

76

Nauðsynlegt væri að tryggja lausafjárstöðu innlends fjármálakerfisins ef kerfisbundin lausafjávandamál myndu skapast á nýja myntsvæðinu og hefðbundinn aðgangur að lausafé. Ef horft er til evrunnar liggur fyrir að einhlíða upptaka veitir ekki aðgang að stofnunum EMU og því hvíla engar slíkar skyldur á Evrópska seðlabankanum (sem fer með seðlaprentunarvald á evrópska myntsvæðinu) að gerast lánveitandi til þrautarvara. Þetta er tvímælalaust helsti ókostur einhlíða upptöku samanborið við aðild að EMU.

Í ljósi þess væri æskilegt að einhver innlendur aðili tæki að sér að tryggja lánveitingar til þrautavara. Það gæti gerst með því að íslenska ríkið myndi viðhalda evruvarasjóði, tryggði sér lánalínur í erlendum seðlabönkum, veitti veð í lausafjárviðskiptum viðskiptabanka við erlenda seðlabanka eða gerði beinan samning við Evrópska seðlabankann um að bankinn veitti þessa þjónustu. Með áframhaldandi útrás íslenskra fjármálafyrirtækja verður sífellt stærri hluti rekstrar þeirra tengdur erlendri mynt og þá sérstaklega evru. Þetta ætti að leiða til þess að einhlíða upptaka evrunnar verður auðveldari. Sókn á erlenda markaði ætti að greiða aðgang að erlendum lausafjármörkuðum og í einhverjum tilfellum mögulega lánveitingu til þrautavara hjá erlendum seðlabönkum.

Ýmsir telja þó að slíkt fyrirkomulag hafi ekki sama trúverðugleika og bein tilvist lánveitanda til þrautavara með seðlaprentunarvald, sem gæti því orðið til þess að lánshæfi fjármálafyrirtækja yrði metið lægra en nú er. Á móti má segja að hátt skuldatryggingaálag á íslensku bankana samanborið við ríkið gefi til kynna að fjárfestar telji Seðlabanka Íslands ekki í stakk búinn til að

mæta raunverulegri lausafjárþurrð hjá íslensku bönkunum ef til þess kæmi. Það er engu að síður ljóst að mikilvægi stærstu bankanna fyrir íslenskt hagkerfi hefur verið talinn einn helsti styrkleiki þeirra við mat á lánshæfismati. Það verða því að teljast meiri líkur en minni að lánshæfismat þeirra yrði endurskoðað til lækkunar.

Einhliða upptaka gjaldmiðils hefur þá kosti fram yfir myntráð eða fastgengisstefnu að áhlaup spákaupmanna á gjaldmiðilinn verða ekki lengur möguleg. Áhætta tengd gjaldmiðlinum myndi því hverfa sem hefði áhrif til lækkunar vaxta innanlands.

Talsverður beinn kostnaður

Beinn kostnaður við evruvæðingu er einnig nokkur. Í fyrsta lagi þyrfti að nýta gjaldeyrisvarasjóðinn til að fjármagna þá mynt sem yrði sett í umferð. Þetta er ólíkt því sem ætti sér stað við inngöngu í EMU þar sem segja mætti að Íslendingar fengju sömu evrurnar „ ókeypis“. Ljóst er að þessi upphæð nemur tugum milljarða. Að sama skapi myndi myntsláttuhagnaðar falla til handa Seðlabanka Evrópu. Afar ólíklegt verður að teljast að hægt væri að semja við Seðlabanka Evrópu um endurgreiðslu hluta myntsláttuhagnaðarins.

Að sama skapi er einhliða upptaka evru óraunhæfur kostur ef litið er til skamms tíma. Það er ljóst að breyting frá núverandi stýrivöxtum upp á 13,75% yfir í stýrivexti á evrusvæðinu upp á 4% myndi valda gríðarlegum efnahagslegum óstöðugleika með óhjákvæmilegum hliðarverkunum. Eins og fram hefur komið voru samrunaskilyrði EMU ekki sett að ástæðulausu og í ljósi þess væri eðlilegt að setja einhverskonar stöðugleikaskilyrði sem nauðsynlegt væri að uppfylla áður en ný mynt væri tekin upp.

Jafnvægi er skilyrði

Ljóst er að ef ekki er staðið að framkvæmdinni með skipulögðum og trúverðugum hætti yrði aðgerðin vafalaust álitin flótti frá mislukkaðri peningastefnu. Til að einhliða upptaka evru gæti talist fýsilegur kostur þarf efnahagsástand hérlandis að ná jafnvægi og stýrivextir að lækka umtalsvert. Ef skrefið til evruvæðingar yrði tekið til fulls með einhliða upptöku má gera ráð fyrir að erfitt yrði að hverfa aftur til fyrra fyrirkomulags þar sem trúverðugleika sjálfstæðrar peningastefnu þyrfti að byggja upp frá grunni.

Hafa verður í huga að erfitt gæti reynst að taka upp evru einhliða í andstöðu við ESB. Í fyrsta lagi væri erfitt að færa hagræn rök fyrir aðgerð sem fæli í sér ógn við EES-samning Íslendinga og aðgengi þeirra að innri markaði ESB. Í öðru lagi er mun meiri hætta á að einhliða upptaka gerð í óþökk viðkomandi stjórnvalda ná ekki fullum trúverðugleika.

Á endanum er efnahagslegur munur á einhliða upptöku evru og upptöku hennar í gegnum EMU fyrst og fremst fólgin í minni fjármálastöðugleika. Til viðbótar bætist beinn kostnaður af því að missa myntsláttuhagnað sem Ísland fengi hlutdeild í sem fullgildur aðili að myntbandalaginu. Í stjórnmálalegu samhengi er munurinn þó mun meiri og hefur mikla þýðingu þegar kostnaður og ábati þessara möguleika eru vengir saman.

MYNTRÁÐ

Stofnun myntráðs er að flestu leyti sambærileg einhliða upptöku annarrar myntar. Í stað þess að nýr gjaldmiðill sé tekinn upp í hagkerfinu er sá eldri tryggður með öðrum gjaldmiðli. Þetta þýðir einfaldlega að allir eiga lögbundinn rétt á því að skipta innlendum gjaldmiðli (íslensku krónunni) í erlendan gjaldmiðil (t.d. evru eða einhvers konar myntkörfu) á föstu gengi hvenær sem þeim sýnist.

Myntráð færi þannig með útgáfuvald á seðlum og mynt viðkomandi hagkerfis, en væri algjörlega bundið af peningastefnu þeirrar myntar sem valin yrði sem akkerismynt. Útistandandi seðlar og mynt í umferð væru að fullu tryggð með gjaldeyrisvaraforða í akkerismyntinni. Þannig yrði innlenda myntin einskonar skuggamynt. Á sama tíma væri peningastefna viðkomandi hagkerfis, og um leið sá trúverðugleiki sem henni fylgir, flutt inn með óbeinum hætti. Almennt er viðmiðunarmynt valin útfrá viðskiptalegum forsendum sem og trúverðugleika og stöðugleika peningamálastefnu myntsvæðisins.

Sem gjaldeyrisforða heldur myntaráð áhættulitlum vaxtaberandi skuldabréfum eða öðrum sambærilegum eignum í þeirri erlendu mynt sem notuð er sem viðmiðun. Gjalddeyrisforði myntráðs þyrfti að vera jafn eða hærri en grunnpeningamagn í umferð. Skynsamlegt er að forðinn sé um 5-10% hærri en grunnfé, til að tryggja myntaráðið fyrir virðisrýrnun á bréfunum. Þar sem peningar eru vaxtalaust lán frá eigendum peninganna til útgefandans skapast jákvæður vaxtamunur á milli gjaldeyrisforðans og útistandandi skuldbindinga. Munurinn milli vaxtatekna á gjaldeyrisforðanum og kostnaði þess að viðhalda seðlum og mynt í umferð kemur þannig í stað myntsláttuhagnaðar. Þessar tekjur renna til hins opinbera. Myntaráð ætti því að leiða til þess að bróðurhluti þess myntsláttuhagnaðar sem myndast við sjálfstæða peningastefnu helst innan hagkerfisins.

Þó svo að hefðbundið myntaráð skipti aðeins seðlum og mynt, en ekki innlendum innlánnum, yfir í akkerismyntina geta bankar boðið upp á slíkt gegn vægu gjaldi. Myntaráði ber þannig engin skylda til að tryggja skiptanleika innlána í bönkum, heldur er það á ábyrgð bankanna. Þrátt fyrir að myntaráð ætti að halda gjaldeyrisvarasjóð sem nemur a.m.k. jafnhárru upphæð og útistandandi skuldbindingar, þá eru bankar ekki skyldugir til hins sama. Líkt og hjá bönkum í seðlabankakerfi má gera ráð fyrir að varasjóður þeirra, umfram löggilt lágmark, væri aðeins lítill hluti af innlánnum þeirra.

Mikilvægt að afsal peningastjórnar sé trúverðugt

Myntaráð tekur ekki heldur við innlánnum frá fjármálastofnunum og reynir ekki að hafa áhrif á vaxtastig. Stjórnvöld myndu, eins og áður sagði, afsala sér stjórn peningamála líkt og um upptöku annars gjaldmiðils væri að ræða. Ef stjórnvöld halda eftir möguleika á að breyta hlutfalli seðlatryggingar, eða grípa til annarra peningamálaaðgerða til að bregðast við skellum í hagkerfinu myndi það rýja kerfið trúverðugleika og hætta á áhlaupi spákaupmanna á gjaldmiðilinn væri mun meiri.

Ef myntaráð er borið saman við einhliða upptöku gjaldmiðils hafa báðar leiðir ákveðna kosti umfram hina. Hluti þess ábata sem sóst er eftir með upptöku annars gjaldmiðils, t.a.m. evrunnar, er að eyða þeim viðskiptahindrunum sem sjálfstæður gjaldmiðill skapar. Með einhliða upptöku evru er þessum hindrunum, t.d. viðskiptakostnaði, ógagnsæi í verðlagi, minni samkeppni og gengisáhættu, rutt úr vegi. Það er ekki líklegt að myntaráð myndi skila sama árangri þar sem innlendum gjaldmiðill verður enn til staðar. Að sama skapi er trúverðugleiki einhliða upptöku meiri en myntaráðs þar sem mun erfiðara væri að snúa fyrirkomulaginu til baka. Báðar leiðir glíma við vandamál tengd fjárhagslegum stöðugleika og skorti á lánveitanda til þrautarvara. Kostur myntaráðs umfram einhliða upptöku evru felst í því að bróðurhluti myntsláttuhagnaðar helst innan hagkerfisins. Að sama skapi væri síður gengið á fullveldissjónarmið þar sem sjálfstæður gjaldmiðill væri enn til staðar, þrátt fyrir að hann væri í raun skuggamynt annars stærri gjaldmiðils.

Að lokum er þó rétt að benda á að myntaráð gæti einfaldlega leitt til einhliða upptöku evrunnar. Erfitt er að sjá hvaða hag Íslendingar hefðu af því að halda sínum viðskiptum í íslenskum krónum við slíkar aðstæður. Þar sem fjármálakerfið er afar opið má búast við hraðri þróun í átt til aukinnar evruvæðingar þar sem einstaklingar og fyrirtæki myndu líta á krónuna sem tilgangslaut fyrirbæri. Eftirspurn eftir krónum myndi því mjög líklega dragast saman og myntaráðið að lokum leggjast af. Líkur á slíkri atburðarrás er þó að sjálfsögðu ekki hægt að segja til um með fullri vissu.

TVÍHLIÐA TENGING GJALDMIÐLA

Tvíhliða tenging gjaldmiðla felur í sér að gengi tveggja gjaldmiðla er fest við ákveðið gengi og peningamálayfirvöld landanna sameina krafta sína við að verja þessa tengingu gjaldmiðlanna. Tæknilega séð er mögulegt að tengjast gengi hvaða erlendu myntar sem er, að gefnum samningi við seðlabanka viðkomandi lands. Þó væri hentugast að tengjast mynt einhvers þeirra landa sem Ísland á í mestum viðskiptum við.

Tvíhliða upptaka evrunnar væri eflaust fyrsti valkosturinn ef slíkt fyrirkomulag væri talið álitlegt. Þar sem tvíhliða upptöku evru myndi fylgja skuldbinding af hálfu evrópska seðlabankans til að verja gengið má gera ráð fyrir að trúverðugleiki slíkrar stefnu væri nánast til jafns við fulla aðild að EMU. Þannig er líklegt að tvíhliða tengingu myndi fylgja minni vaxtamunur en einhliða upptaka hefði í för með sér, en vaxtamunur væri þó líklegast hærri en með upptöku evru í gegnum EMU. Í raun myndi þetta fela í sér aðild að ERM, fyrirkomulagi sem Danir hafa tilheyrt síðan 1999. Hjá Dönum er miðað við 2,25% vikmörk á nafngengi en hjá nýjum aðildarríkjunum er miðað við 15% vikmörk. Þetta er miðað út frá miðgildi sem aðilar komast að samkomulagi um.

Líklega óraunhæfur kostur

Það er hins vegar erfitt að meta hversu raunhæfur þessi kostur er fyrir Íslendinga. Í fyrsta lagi tekur EES-samningurinn ekki með beinum hætti á peninga- og gengismálum, þrátt fyrir að þar sé gert ráð fyrir að skipst sé á upplýsingum og skoðunum um þessi mál. Það er þó án nokkurra skuldbindinga af beggja hálfu. EMU er engu að síður heimilt að gera tvíhliða samninga, en það er önnur saga hvort þeir yrðu taldir því til framdráttar (Guðmundur Magnússon og Stefán Már Stefánsson, 2007, 2007a, 2007b). Slíkt gæti skapað þrýsting um sams konar fyrirgreiðslu frá öðrum löndum sem sjá hag í því að tengja peningamálastefnu sína með beinum hætti við evrópska seðlabankann. Hagræn rök gegn tvíhliða gengisstefnu virðast þó ekki vera sterk, enda mætti segja að vilji annarra ríkja til að fasttengja sig evrunni ætti að styrkja trúverðugleika evrunnar sem gjaldmiðils. Að sama skapi stangast sú staðreynd, að aðildarríki innri markaðar Evrópusambandsins (í gegnum EES-samninginn) skuli geta haft sveigjanlega gengisstefnu gagnvart evrusvæðinu, á við þá röksemdafærslu fyrir innleiðingu evrunnar að myntbandalag sé mikilvæg viðbót við innri markaðinn.

Eftir sem áður gefur Maastricht-samningurinn til kynna að leiðin inn í ERM sé afar torsótt fyrir ríki sem standa utan ESB. Þar kemur fram að það er á ábyrgð ráðherraráðsins, að fenginni umsögn frá evrópska seðlabankanum og framkvæmdastjórn ESB, og í samráði við seðlabankann og Evrópuþingið, að gera slíka samninga. Þetta fyrirkomulag gerir hugsanlega samning Íslands um tvíhliða tengingu krónunnar við evruna nokkuð flókinn, þótt hann sé ekki útilokaður. Þannig hafa stjórn mála gegir hagsmunir væntanlega meira vægi en hagræn rök.

Með þetta í huga má velta fyrir sér hvort tvíhliða samkomulag við annan seðlabanka en þann evrópska væri raunhæfur kostur. Af þeim ríkjum sem Íslendingar eiga mest viðskipti við má færa fyrir því rök að einungis Bretland, Bandaríkin og Noregur væru raunhæfir kostir. Á endanum yrði slíkt fyrirkomulag auðvitað að vera báðum aðilum til hagsbóta. Það er erfitt að sjá hvaða hag önnur ríki hefðu af því að taka upp tvíhliða mynttengingu við íslensku krónuna og því ekki líklegt að umrætt fyrirkomulag kæmi til álita. Því væri tvíhliða upptaka evru í raun líklegri möguleiki, þrátt fyrir framangreind vandkvæði, í ljósi þess að fyrirfram er um afar fjölþætt stjórn málalegt og efnahagslegt samstarf að ræða.

FJÖLMYNTA SAMFÉLAG

Fjölmynta samfélag felur í sér nokkurs konar samkeppni gjaldmiðla eða valfrelsi í gjaldeyrismálum, þar sem fleiri en ein mynt hefðu stöðu lögeyrís á Íslandi. Í slíku kerfi hefðu einstaklingar og lögaðilar frjálst val um hvaða mynt þeir notuðu.

Í grunninn getur valfrelsi í gjaldeyrismálum verið til staðar óháð því hvort íslenska ríkið gefur út krónur eða ekki. Með þessu móti væri í raun innleidd samkeppni í útgáfu peninga. Framkvæmdin væri tiltölulega einföld. Löggjafinn myndi lýsa því yfir að myntir, sem eru framseljanlegar á alþjóðlegum mörkuðum, hefðu stöðu lögeyrís hér á landi. Þær þyrftu þá að njóta sömu réttarlegu stöðu og íslenska krónan hefur nú, t.a.m. væri íslenskum skattgreiðendum þá frjálst að standa við skatta- og lífeyrisskuldbindingar sínar í þeirri mynt sem þeir kysu sjálfir og hentaði þeim best.

Frá sjónarhóli einstaklinga og fyrirtækja gæti fyrirkomulag sem þetta haft hagræði í för með sér. Þannig gætu fyrirtæki fært uppgjör og ársreikninga, skráð hlutabréf, gert upp skuldbindingar við stjórnvöld og greitt laun og annan kostnað í þeirri mynt sem hentar hverju og einu þeirra best. Þetta ætti að öðru óbreyttu að draga úr gengisáhættu og viðskiptakostnaði í starfsemi þeirra. Einstaklingar sem starfa hjá fyrirtækinu gætu byggt upp fjármál heimilisins í kringum myntina og gætu þannig greitt skuldbindingar sínar í sömu mynt og þeir fá tekjur í. Gjaldmiðlar yrðu í meiri mæli eins og hverjar aðrar vorur á markaði. Þetta myndi krefjast þess að almenningur öðlaðist meiri þekkingu á peningamálum, enda meiri ábyrgð á einstaklingum hvað þá hluti varðar (Wood, 2007).

Ýmsir vankantar

Þessi útfærsla er þó ekki án vandkvæða. Ein forsenda hugmyndarinnar er að aðgengi fjármálakerfisins að lánum til þrautavara í hverri mynt væru til staðar hjá þeim seðlabanka sem gefur út viðeigandi mynt. Sömu aðstæður eru fyrir hendi og þegar mynt er tekin upp einhliða, þ.e. engar eiginlegar skyldur hvíla á viðkomandi seðlabönkum að þjóna þessu hlutverki. Líkt og með einhliða upptöku væri því æskilegt að einhver innlendur aðili myndi tryggja lánveitingar til þrautarvara. Það gæti gerst á sama hátt og við einhliða upptöku. Eðli málsins samkvæmt væri þetta flóknara ef margar myntir yrðu nýttar í stað einnar. Á það hefur verið bent að á alþjóðlegum fjármálamörkuðum nútímans er það í þágu hagsmuna hvers seðlabanka á tilteknu gjaldmiðilssvæði að aðstoða banka í vanda sem nota viðeigandi mynt, hvar svo sem bankarnir kunna að vera staðsettir. Þetta byggir á því að ella muni vandinn koma fram í heimalandi seðlabankans og geta því varla talist haldbær rök hvað Ísland varðar í ljósi smæðar hagkerfisins.

Líklegt er að slík samkeppni gjaldmiðla væri einungis millistig í þróun til einhliða upptöku einhverrar myntar. Hlutverki peninga hefur oft verið skipt upp í þrjá þætti; þeir eru greiðslumiðill í viðskiptum, þeir eru mælieining á verðmæti og þá má nota til að geyma verðmæti. Það er ljóst að tveir fyrri þættirnir byggja að miklu leyti á stærðarhagkvæmni. Því fleiri sem nota sama greiðslumiðill og þar með mælieiningu á verðmæti því betra. Þetta er ein af grundvallarástæðum þess að myntsvæði í heiminum eru ekki fleiri.

Það hversu tæknivætt íslenskt fjármálakerfi er, greiðslukerfi rafrænt og áþreifanlegir peningar lítið notaðir, myndi þó auðvelda notkun fleiri en eins gjaldmiðils í ýmsum stundarviðskiptum eins og verslun. Engu að síður má gera ráð fyrir að ýmsir aðrir vankantar myndu leiða til þess að stærstur hluti hagkerfisins myndi leita í sömu mynt. Viðskiptakostnaður væri mikill, ógagnsæi töluvert og tæknilegir vankantar þó nokkrir. Það væri að sama skapi mörgum spurning ósvarað sem hafa með eðli hagkerfisins að gera, t.d. hvaða mynt hið opinbera myndi nýta og hvort of mikil gengisáhætta

félli á rekstur þess, hvort flækjustig kjarasamninga yrði of mikið, hvort almenn skattskil yrðu óskilvirkari, hver áhrif á lífeyrissjóðakerfið yrðu, hvort verðbólgaælikvarðar yrðu of margir og flóknir og margt fleiri. Gera má ráð fyrir að þó nokkur kostnaður hlytist af á meðan þessir þættir næðu jafnvægi.

Á endanum eru vankantarnir flestir þeir sömu og við einhliða upptöku evru. Myntsláttuhagnaður hverfur, fjármálastöðugleiki er ekki samur og óvíst er hver vaxtaþróun í samfélaginu yrði. Líklegt er að slíku fyrirkomulagi myndi fylgja mikill viðskiptakostnaður auk þess sem aukið flækjustig væri fyrirsjáanlegt á ýmsum sviðum efnahagskerfisins. Það má því draga það verulega í efa að sú hagræðing sem slíku kerfi myndi fylgja gæti réttlætt kostnaðinn sem því fylgdi.

ÓFORMLEG EVRUVÆÐING

Ef ekki reynist unnt að byggja upp trúverðugleika peningastefnu Seðlabanka Íslands er hætt við því að aðilar markaðarins færi sig hægt og bítandi frá notkun íslensku krónunnar. Þróun síðustu ára bendir til þess að einstaklingar og fyrirtæki telji hag sínum betur borgið með notkun annars gjaldmiðils og hefur því verið bent á að evran gæti á endanum verið tekin upp með óformlegum hætti. Það er afar óæskileg að slík þróun eigi sér stað með óskipulögðum hætti, enda getur mikið misræmi í eignum og skuldbindingum í erlendri mynt skapað umtalsverða hættu á fjármálaóstöðugleika.

Þrátt fyrir að stór hluti útlána bankakerfisins sé í erlendri mynt á það sér eðlilegar skýringar. Í fyrsta lagi er skynsamlegt fyrir fyrirtæki sem eru með meirihluta tekna í erlendri mynt að fjármagna sig í sömu mynt. Þannig skapa lánin gengisvörn og breytingar á sjóðstreymi fyrirtækjanna og afborgunum lána fylgjast betur að. Engu að síður eru mörg íslensk fyrirtæki með stórt hlutfall lána sinna í erlendri mynt þrátt fyrir að tekjur þeirra séu að mestu í íslenskum krónum. Í mörgum tilfellum reynist fyrirtækjum tiltölulega auðvelt að velta fjármagnskostnaði vegna gengisbreytinga út í verðlag í skjóli markaðsráðandi stöðu sinnar. Það má því segja að þau fyrirtæki séu óbeint varin fyrir gengisbreytingum. Hafi fyrirtækin hvorki markaðsráðandi stöðu né tekjur í erlendri mynt geta miklar gengishreyfingar haft afgerandi áhrif á afkomu þeirra og fjárhagslegan styrk.

Að sama skapi er ljóst að vaxandi erlend lántaka heimilana er ekki æskileg. Mjög fáir einstaklingar eru með tekjur í erlendri mynt og fæstir eiga eignir í erlendri mynt til að veita breytingum á slíkum lánum mótstöðu. Eins og áður hefur verið minnst á má að miklu leyti rekja aukna erlenda lántöku heimilanna til skertrar samkeppnisstöðu íslensku bankanna gagnvart Íbúðalánasjóði. Þar sem þeim hefur reynst auðveldara að bjóða samkeppnishæf kjör á erlendum lánum hefur markaðssetning þeirra í vaxandi mæli beinst að þessum tegundum húsnæðislána. Komi til samdráttar í hagkerfinu þar sem húsnæðisverð fer lækkanði og gengi krónunnar veikist samtímis geta erlend lán valdið miklum greiðsluferðileikum hjá einstaklingum sem ekki hafa fjárhagslegt bolmagn til að taka á sig slíkar sveiflur.³¹

Óformlegri myntvæðingu hefur oft verið skipt í þrjú stig:

- Erlend mynt geymir verðmæti fyrir þegna landsins.
- Erlend mynt er notuð sem gjaldmiðill í viðskiptum milli þegna landsins.
- Erlend mynt er verðmælis fyrir þegna landsins.

Þar sem erlend lántaka hefur tíðkast hér um árabíl má segja að fyrsta stiginu sé þegar náð. Uppgjör fyrirtækja og skráning hlutabréfa fellur undir sama hatt og myndi því litlu breyta í þróuninni, nema helst fyrir táknrænar sakir. Óformleg evruvæðing er því tiltölulega skammt á veg komin hérlandis

31 Raunar bendir margt til þess að þessi þróun komi til með að eiga sér stað á næstunni. Íslenska krónan hefur veikist á undanförunum mánuðum og velta á húsnæðismarkaði hefur dregist hratt saman. Hvort komi til verðlækkana á húsnæði er ekki hægt að segja til um með fullri vissu.

og ekkert sjálfgefið að hún gangi lengra. Eins og áður hefur verið fjallað um eru fjölmargar eðlilegar ástæður fyrir því að fyrirtæki vilja geta sótt fjármagn á erlenda markaði og því óskynsamlegt að reyna að sporna við þeirri þróun. Ennfremur bendir flest til þess að uppgjör og skráning hlutabréfa í erlendri mynt geti fremur orðið til þess að styðja við peningastefnu Seðlabanka Íslands og því enn ríkari ástæða til að greikka götu þeirra fyrirtækja sem kjósa að feta þá leið.

Það sem gæti orðið til þess að hagkerfið færðist á næsta stig í óformlegri evruvæðingu væri að launagreiðslur í evrum yrðu algengari. Nú þegar hafa átt sér stað þreifingar hjá nokkrum fyrirtækjum um möguleika þess að greiða starfsmönnum hluta launa þeirra í evrum.³² Að sama skapi hafa hugmyndir af þessu tagi reifaðar af verkalýðsforystunni í aðdraganda yfirstandandi kjarasamninga. Komi til þess að stór hluti almennings fái hluta launa sinna greiddan í evrum myndi það gera peningastefnu Seðlabankans verulega skráveifu auk þess sem það myndi grafa enn frekar undan íslensku krónunni sem sjálfstæðum gjaldmiðli. Ekki er ólíklegt að slíkri þróun myndu fylgja aukin bein viðskipti í evrum samhliða íslensku krónunni og væri þá öðru skrefi í óformlegri myntvæðingu náð (Ásgeir Jónsson, 2007).

Þar sem þriðja stigið felur í sér gagngera hugarfarsbreytingu á meðal þjóðarinnar er ekki fyrirséð hvort og hvenær slík breyting ætti sér stað. Á meðan launþegar og atvinnurekendur þurfa að standa skil á opinberum gjöldum og framlögum í lífeyrissjóði í íslenskum krónum er ólíklegt að verðmætaskyn færist alfarið í evrur. Engu að síður má gera ráð fyrir að á einhverjum tímapunkti skapist aukinn þrýstingur á stjórnvöld að leyfa greiðslur opinberra gjalda og annarra skuldbindinga í evrum og væri þá óformlegri upptöku myntarinnar lokið.

Þetta er þróun sem stjórnvöld ættu að forðast í lengstu lög. Auknar skuldbindingar innlendrar efnahagsstarfsemi í erlendri mynt gætu reynst mikil ógn við fjármálalegan stöðugleika í hagkerfinu. Ekki er líklegt að afleiðingar yrðu þær sömu og í minna þróuðum hagkerfum, þar sem óformleg myntvæðing leiðir til aukinna skattsvika og skorts á stofnanalegu eftirliti þar sem í raun er um tvö hagkerfi er að ræða. Grundvöllur þess að svo verði er að viðskipti með erlendu myntina fari að miklu leyti fram með reiðufé. Engu að síður er ljóst að hér myndi skapast tvöfalt hagkerfi. Það má gera ráð fyrir að gagnsæi slíks hagkerfis, t.a.m. hvað varðar skattgreiðslur, sé langt frá því að vera jafn gott og við núverandi kerfi. Að sama skapi skapast umtalsverð gengisáhætta meðal launþega ef til þess kæmi að stór hluti þeirra fengi laun sín greidd í evrum.

Stjórnvöld stýri atburðarásinni

Til að koma í veg fyrir frekari þróun í átt að óformlegri evruvæðingu er nauðsynlegt að byggja upp trúverðugleika og notagildi íslensku krónunnar. Ástæður þess að fyrirtæki og einstaklingar eru í síauknum mæli farin að líta til evrunnar eru háir vextir, viðvarandi verðbólga og ófyrirsjáanlegar gengissveiflur krónunnar. Í þessari skýrslu hefur verið bent á fjölmargar aðgerðir sem ættu að stuðla að auknu efnahagslegu jafnvægi, skilvirkari og markvissari framkvæmd peningastefnunnar og bættu rekstrarumhverfi fyrir alþjóðleg fyrirtæki í sambúð við íslensku krónuna. Hvort sem stjórnvöld hafa hug á að halda sjálfstæðum gjaldmiðli til frambúðar eða ekki, er stöðugleiki grundvallarforsenda þess að rekstrarumhverfi fyrirtækja og efnahagsleg skilyrði einstaklinga verði eins og best verður á kosið.

Ákveði stjórnvöld að íslenska hagkerfinu sé betur fyrirkomuð með upptöku annars gjaldmiðils þarf að vega og meta þá kosti sem í boði eru. Að því gefnu að tvíhliða samkomulag við Seðlabanka Evrópu sé ekki raunhæfur möguleiki af stjórnmálalegum ástæðum, stendur valið í raun á milli þess

að hér verði evra tekin upp einhliða eða með inngöngu í myntbandalag Evrópu. Aðrar leiðir sem kynntar hafa verið eru að öllum líkindum millistig að öðru hvoru markinu.

Enginn vafi leikur á því að hagrænn ávinningur af þátttöku í myntbandalagi Evrópu er umtalsvert meiri en við einhliða upptöku evru. Með því fengi fjármálakerfið trúverðugan og burðugan lánveitanda til þrautarvara og mætti því búast við að Íslandsálag þeirra færi þverrandi. Að sama skapi má gera ráð fyrir að vaxtastig yrði lægra heldur en með einhliða upptöku evru. Að lokum væri beinn fjárhagslegur ávinningur af þátttöku í EMU þar sem Seðlabanki Evrópu myndi kaupa upp þær íslensku krónur sem nú eru í umferð og auk þess veita Íslandi hlutdeild í myntsláttuhagnaði. Þetta stæði ekki til boða ef evra væri tekin upp einhliða. Það sem gæti vegið gegn inngöngu í myntbandalagið er skilyrði þess efnis að Ísland þyrfti að gerast meðlimur Evrópusambandsins. Ekki er gott að segja til um með nákvæmum hætti hver efnahagsleg áhrif þess yrðu fyrir Ísland að gerast aðili að Evrópusambandinu. Þetta er nauðsynlegt að kanna nánar til að hægt sé að meta hvort um kostnað eða ávinning væri að ræða. Til að einhliða upptaka evru væri fýsilegri kostur en aðild að myntbandalaginu þyrfti fórnarkostnaður þess að gerast meðlimur í Evrópusambandinu að vega þyngra en hagfræðilegir annmarkar útfærslunnar.

Hvert sem markmiðið verður er skýr stefnumörkun alltaf skynsamlegur kostur. Sitji stjórnvöld með hendur í kjöltu er hætt við því að næstu skref til óformlegrar evruvæðingar verði tekin. Þar með væri tækifæri stjórnvalda til að stýra atburðarrásinni glatað og þau gætu neyðst til að fylgja þróuninni eftir í stað þess að leiða hana.

NIÐURSTAÐA OG LOKAORÐ

Viðfangsefni þessarar skýrslu er fyrst og fremst að varpa ljósi á stöðu og árangur peningamála og hagstjórnar í íslensku hagkerfi. Í grunninn má segja að vandamál þeirrar peningamálastefnu sem hefur verið við líði frá 2001 skiptist í þrennt:

- Í fyrsta lagi hafa ýmsir þættir óháðir ákvörðunum Seðlabanka Íslands unnið gegn framkvæmd peningastefnunnar. Stjórnvöld skortir sárlega skilning á mikilvægi samþættingar fjármálastjórnar og hagstjórnar fyrir trúverðugleika peningamálastjórnar. Í grundvallaratriðum verður hagkerfi ekki drifið áfram umfram það sem raunvaxtargeta þess leyfir og því fyrirséð að ekki er skynsamlegt að ráðast í margar þensluhvetjandi aðgerðir samtímis.
- Í öðru lagi hefur peningastefna Seðlabankans ekki haft þann bitkraft sem þurft hefði til að halda verðbólgu í skefjum. Það má að mestu rekja til eðlis og smæðar íslenska hagkerfisins og krónunnar. Þannig hefur mikil samþætting íslensks hagkerfis við alþjóðamarkaði leitt til þess að miðlun peningastefnunnar er flóknari og torsóttari en ella og því við ramman reip að draga að ná fram settum markmiðum. Þróun og eiginleikar hagkerfisins hafa því leitt til þess að ýmsir þættir draga úr mætti peningastefnunnar.
- Í þriðja lagi er sjálfstæð peningastefna ekki kostnaðarlaus, óháð því um hvaða hagkerfi ræðir. Íslenska krónan er hindrun í viðskiptum og getur auk þess aukið hættu á fjármálastöðugleika. Alþjóðavæðing hagkerfisins ætti einnig, að öðru jöfnu, að leiða til þess að kostnaður þess að halda uppi sjálfstæðri peningamálastefnu aukist. Það má því flokka hluta af þeim vandamálum sem við er að glíma undir almennan fórnarkostnað þess að halda uppi sjálfstæðri peningastefnu.

Íslenska krónan hefur án vafa að reynst hagkerfinu byrði, sér í lagi með aukinni alþjóðavæðingu, en á sama tíma hefur hún einnig verið blóraböggull fyrir ákvarðanir í efnahagsstjórn síðustu ára. Til að forsendur séu fyrir áframhaldandi sjálfstæði í peningamálum er mikilvægt að ráðast í umtalsverðar umbætur sem miða að því að auka trúverðugleika Seðlabanka Íslands og bæta miðlun peningastefnu hans. Eftirfarandi aðgerðir miða að þessu:

- ✓ Þróun útgjaldaramma hins opinbera miðist við nafnvöxt í stað raunvaxtar
- ✓ Samhæfing í efnahagsstjórn verði bætt með skipulögðum hætti
- ✓ Trúverðugleiki útgjaldaramma ríkisins verði aukinn
- ✓ Hið opinbera komi stórum atvinnuverkefnum í hendur einkaaðila
- ✓ Stjórnvöld framkvæmi skattalækkanir með hliðsjón af efnahagsáhrifum
- ✓ Hlutverk, stefna og fyrirkomulag íbúðalánasjóðs verði endurskoðuð
- ✓ Skuldabréfaútgáfa ríkissjóðs verði aukin
- ✓ Seðlabankinn endurskoði óbeint gengismarkmið sitt
- ✓ Öllum fyrirtækjum verði gert kleift að gera upp í erlendri mynt
- ✓ Öllum fyrirtækjum verði gert kleift skrá hlutabréf sín í erlendri mynt
- ✓ Framkvæmd verði óháð úttekt á peningastefnu Seðlabanka Íslands
- ✓ Mælingar á hagtolum verði bættar til að auðvelda spágerð

- ✓ Sveigjanleiki stjórnvalda gagnvart alþjóðlegum fyrirtækjum verði aukinn
- ✓ Allar innflutningshindranir verði felldar niður
- ✓ Öll höft á erlendra fjárfestingu verði afnumin
- ✓ Haldið verði uppi sterku og virku upplýsingaflæði um íslenskt viðskiptalíf

Til að það borgi sig fyrir Íslendinga að halda eigin mynt verður ávinningur sjálfstæðrar peningastefnu að vega þyngra en fórnarkostnaður hennar. Árangur peningastefnunnar, og um leið ávinningur hennar, ræðst fyrst og fremst af trúverðugleika. Verkefni Seðlabankans er að stýra væntingum en skilvirkni þeirrar stýringar er undir því komin að almenningur og fyrirtæki hafi trú á orðum og gjörðum bankans og getu hans til að halda verðbólgu í skefjum. Þannig munu skammtíma verðlagsbreytingar ekki breyta væntingum um verðbólgu í framtíðinni. Þetta hefur Seðlabankanum ekki tekist nægjanlega vel.

Ef ekki reynist unnt að byggja upp trúverðugleika peningastefnu Seðlabanka Íslands er líklegt að ábati af sjálfstæðri peningastefnu sé hverfandi. Undir þeim kringumstæðum er hagkvæmara að afsala sér sjálfstæði í peningamálum og taka upp aðra mynt. Í ljósi þess að meirihluti utanríkisviðskipta Íslendinga eru við lönd innan evrópska myntbandalagsins væri evran heppilegasti kosturinn.

Afsal á eigin mynt og samruni við stærra myntsvæði leiðir til hagræðis enda minnkar bæði gengisáhætta og viðskiptakostnaður. Að sama skapi myndi upptaka evru lækka vaxtastig, auka utanríkisviðskipti og dreifa áhættu hagkerfisins með meiri erlendra fjárfestingu. Ennfremur hefur mikill vöxtur íslenska bankakerfisins leitt til þess að staða Seðlabanka Íslands sem lánveitandi til þrautarvara er ekki eins traust og áður. Með það í huga væri mikill akkur fyrir íslenskt fjármálakerfi ef Seðlabankinn fengi bakhjarl í evrópska seðlabankanum. Til lengri tíma litið gæti þetta reynst ein helsta forsenda þess að hagkvæmt væri að taka upp evru á Íslandi. Auk þess hefur sjálfstæður gjaldmiðill í ýmsum tilfellum verið uppspretta ójafnvægis og sveiflna í þjóðarþúskapnum. Það bendir því margt til þess að upptaka evru geti verið fýsilegur kostur fyrir Íslendinga.

Af þeim leiðum sem eru færar er aðild að myntbandalagi Evrópu tvímælalaust hagkvæmasti kosturinn. Ekki liggur fyrir hvort aðgengi að evrópska seðlabankanum sem lánveitanda til þrautarvara væri til staðar með nokkru öðru móti. Að sama skapi væri beinn kostnaður annarra leiða, t.a.m. vegna myntsláttuhagnaðar og upphaflegra myntskipta þó nokkur. Að lokum má gera ráð fyrir að nafnvextir á Íslandi yrðu hærri en á evrusvæðinu ef notast yrði við myntráð eða einhliða upptöku evrunnar. Það er hinsvegar ljóst að megin skilyrðið fyrir þátttöku í myntbandalagi Evrópu er aðild að Evrópusambandinu. Í ljósi þess er mikilvægt að kanna til hlýtar hagrænar afleiðingar þess ef Ísland myndi ganga í Evrópusambandið.

Að lokum er vert að minnast á að vandamál tengd þenslu síðustu ára hefðu ekki verið leyst þó evra hefði verið tekin upp sem lögeyrir á Íslandi. Án sjálfstæðrar peningamálastjórnar hefði nauðsyn mótvægisáðgerða í ríkisfjármálum verið brýnni en ella, því án þeirra hefði aukin verðbólga leitt til lækkandi raunvaxta í hagkerfinu. Þetta gæti leitt til vítahrings sem á endanum hefði í för með sér efnahagslægd þar sem nauðsynlegt væri að vinda ofan af launahækkunum. Þó væri ótvíræður kostur við slíka framvindu að afleiðingar slakrar fjármálastjórnar yrðu mun gegnsærri en áður, sem krefst meiri aga í efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar til að hægt sé að jafna sveiflur sem óhjákvæmilega eiga sér stað í litlu hagkerfi.

Óháð því hver gjaldmiðill Íslands verður til framtíðar gengur það framar öllu að tryggja efnahagslegan stöðugleika og trúverðugleika Seðlabanka Íslands. Takist stjórnvöldum að stuðla að því að umsvif í þjóðarþúskapnum séu í samræmi við framleiðslugetu verður verðlag stöðugra og vaxtastig hóflegra. Hvort tveggja er til þess fallið að bæta rekstrarskilyrði fyrirtækja og þannig samkeppnishæfni íslenska hagkerfisins.

HEIMILDIR

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn. (2005). *IMF Country report no. 05/366: Iceland*. Sótt af: www.imf.org.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn. (2006). *IMF Country report no. 06/296: Iceland*. Sótt af: www.imf.org.

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn. (2007). *IMF Country report no. 07/296: Iceland*. Sótt af: www.imf.org.

Annett, A. (2007). *Toward a Robust Fiscal Framework for Iceland: Motivation and Practical Suggestions*. Working Paper no. 07/235. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Arnór Sighvatsson. (2004). Hagkvæmt gjaldmiðlasvæði – hve smátt er of smátt? *Fjármálatíðindi*, 51, 53-65.

Arnór Sighvatsson. (2007). Að róa í hafstraumum alþjóðlegs fjármagns – Reynolds Íslands af framkvæmd peningastefnu í litlu opnu hagkerfi í hnattvæddum heimi. *Fjármálatíðindi*, 54, 56-79

Arnór Sighvatsson, Már Guðmundsson og Þórarinn G. Pétursson. (2001). Val á hagkvæmustu gengisstefnu fyrir Ísland. *Fjármálatíðindi*, 48, 20-49.

Ásgeir Jónsson. (2007, 31. október). *Einkavædd evruvæðing?*. Markaðurinn, bls.10.

Benedikt Jóhannesson. (Ritstjóri). (2007). Einhliða upptaka evru: athyglisverð sjónarmið Björns Bjarnasonar. *Vísbending*, 35, 2.

Baldwin, R. (2006). *In or Out : Does it Matter – An Evidence-based Analysis of the Trade Effects of the Euro*. Center for Economic Policy Research (CEPR). London.

Björn Ólafsson. (2007). Myntráð betri kostur en einhliða upptaka evru. *Vísbending*, 45, 3-4.

Björn Ólafsson. (2007). Samanburður á evru og myntaráði. *Vísbending*, 17, 3.

Buiter, W. H. og Sibert, A. C. (2006). When Should the New EU Member States from Central Europe Join the Eurozone? *Bančni vestnik - The Journal for Money and Banking of the Bank Association of Slovenia, Special Issue, Small Economies in the Euro Area: Issues, Challenges and Opportunities*, 11, 5-11.

Buiter, W. H. (2000). Optimum Currency Areas – Scottish Economic Society / Royal Bank of Scotland Annual Lecture, 1999. *Scottish Journal of Political Economy* 47 (3), bls 213-250.

Breedon, F. og Þórarinn G. Pétursson. (2004). Lífið utan EMU: Er krónan viðskiptahindrun? *Fjármálatíðindi*, 51. árgangur, seinna hefti.

Bryndís Ásbjarnardóttir. (2007, 11. desember). *Eru tengsl á milli flöks í hlutabréfaverði og í gengi krónunnar?* Málstofa hjá Seðlabanka Íslands.

European Commission, Directorate General for Enlargement. (2007). *Understanding Enlargement: The European Union's Enlargement Policy*. Sótt af: ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2007/understanding_enlargement_102007_en.pdf.

Feldbaum-Vidra, J. (2008). *Iceland's Aaa Ratings at a Crossroads*. Moody's Investors Services

Fjármálaráðuneytið. (e.d.). Fjárlagaferli stjórnvalda. Sótt af <http://hamar.stjr.is/>

Forsætisráðuneytið. (2006). *Alþjóðleg fjármálastarfsemi á Íslandi: Nefnd forsætisráðherra um alþjóðlega fjármálastarfsemi*. Sótt af: <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/frettir/Skyrsla.pdf>.

Forsætisráðuneytið. (2007). *Tengsl Íslands og Evrópusambandsins: Skýrsla Evrópunefndar um samstarfið á vettvangi EES og Schengen og um álitæfni varðandi hugsanlega aðild Íslands að Evrópusambandinu*. Sótt af: <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/frettir/SkyrslaEvropunefndar.pdf>.

Frankel, J.A. og Rose, A. K., (1999). The Endogeneity of Optimum Currency Area Criteria, *The Economic Journal* 108, 1009-1025.

Frankel, J. A. og Rose, A.K, (2001). An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income, *Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 437—466.

Frankel, J. A. (2007). *Getting Carried Away: How the Carry Trade and Its Potential Unwinding Can Explain Movements in International Financial Markets*. Milken Institute Review.

Giavazzi, F. og Mishkin, F. S. (2006). *An Evaluation of Swedish Monetary Policy between 1995 and 2005*. A report to Riksdag (Swedish parliament) Committee on Finance. Sótt af: www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20070117a.htm.

Gylfi Zoega og Tryggvi Þór Herbertsson. (2005). *Fyrirkomulag gengismála á Íslandi. Horft til framtíðar*. Hagfræðistofnun Háskóla Íslands.

88

Guðmundur Magnússon og Stefán Már Stefánsson. (2007). Einmana króna: Staða Íslands. *Vísbinding*, 41, 2-4.

Guðmundur Magnússon og Stefán Már Stefánsson. (2007a). Einmana króna: Evrópska myntkerfið. *Vísbinding*, 42, 2-4.

Guðmundur Magnússon og Stefán Már Stefánsson. (2007b). Einmana króna: Kostnaður og ábati af myntsamstarfi. *Vísbinding*, 43, 2-3.

Hunt, B. (2006). *Simple efficient policy rules and inflation control in Iceland*. Seðlabanki Íslands, Working Paper Series Nr. 30.

Jón Daníelsson og Ásgeir Jónsson. (2006). Gengisvarnir á eiginfé banka og fjármálalegur stöðugleiki. *Fjármálatíðindi*, 53. Árgangur, fyrra hefti.

Jóhannes Sigurðsson (2005). *Álitsgerð um heimildir íbúðalánasjóðs til lánveitinga, fjármögnunar og áhættustýringar*. Reykjavík: Rannsóknarstofnun Háskólans í Reykjavík í Fjármálarétti.

Lúðvík Elíasson og Þórarinn G. Pétursson. (2007). *The Residential Housing Market in Iceland: Analysing the Effects of the Recent Mortgage Market Restructuring*. Óútgefið handrit.

Lög um Seðlabanka Íslands nr. 36/2001.

Mafi-Kreft, E. og Russel S. S., (2006). Does a Less Active Central Bank Lead to Greater Economic Stability? Evidence from the European Monetary Union, *Cato Journal* 26(1), 49-70.

Már Guðmundsson, Þórarinn G. Pétursson og Arnór Sighvatsson. (2000). *Optimal Exchange Rate Policy: The Case of Iceland*. Seðlabanki Íslands, Working Paper Series Nr. 8.

Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, 51,4, 567-665.

Mundell, R. A. (1973). Uncommon Arguments for Common Currencies. Í Johnson, H. and Swoboda, A (ritstj.) *The Economics of Common Currencies* (London: Allen & Unwin).

Ólafur Ísleifsson og Halldór Benjamín Þorbergsson. (2006). *Krónan og atvinnulífið*. Reykjavík: Viðskiptaráð Íslands.

Portes, R. og Friðrik Már Baldursson. (2007). *The internationalisation of Iceland's financial sector*. Reykjavík: Viðskiptaráð Íslands.

Ríkisendurskoðun. (2006). *Framkvæmd fjárlaga árið 2006*. Reykjavík: Höfundur.

Seðlabanki Íslands. (2004). *Efnahagsleg áhrif breytinga á fyrirkomulagi lánsfjármögnunar íbúðarhúsnæðis*. Skýrsla Seðlabanka Íslands til félagsmálaráðherra. Reykjavík: Höfundur.

Seðlabanki Íslands. (2005). *Fjármálastöðugleiki*. Reykjavík: Höfundur.

Seðlabanki Íslands. (2007). *Peningamál I*. Reykjavík: Höfundur.

Seðlabanki Íslands. (2007). *Peningamál III*. Reykjavík: Höfundur.

Svensson, L. E. O. (2001, febrúar), *Independent Review of the Operation of Monetary Policy in New Zealand: Report to the Minister of Finance*. Sótt af www.iies.su.se

Svensson, L. E. O. Houg, K., Solheim, H. og Steigum, E., (2002, september), *An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway*. Sótt af www.princeton.edu/~svensson

Ragnar Árnason. (2003). *Upptaka Evru og vextir á Íslandi*. Hagfræðistofnun Háskóla Íslands. Working Paper Series, W03:08.

Utanríkisráðuneytið. (2004). *Fiskveiðiauðlindin, Ísland og Evrópusambandið. Áfangaskýrsla starfshóps á vegum utanríkisráðuneytis, sjávarútvegsráðuneytis og hagsmunasamtaka í íslenskum sjávarútvegi*. Sótt af: <http://www.utanrikisraduneyti.is/media/Frettatilkynning/Sjavarutvegsskyrsla.pdf>

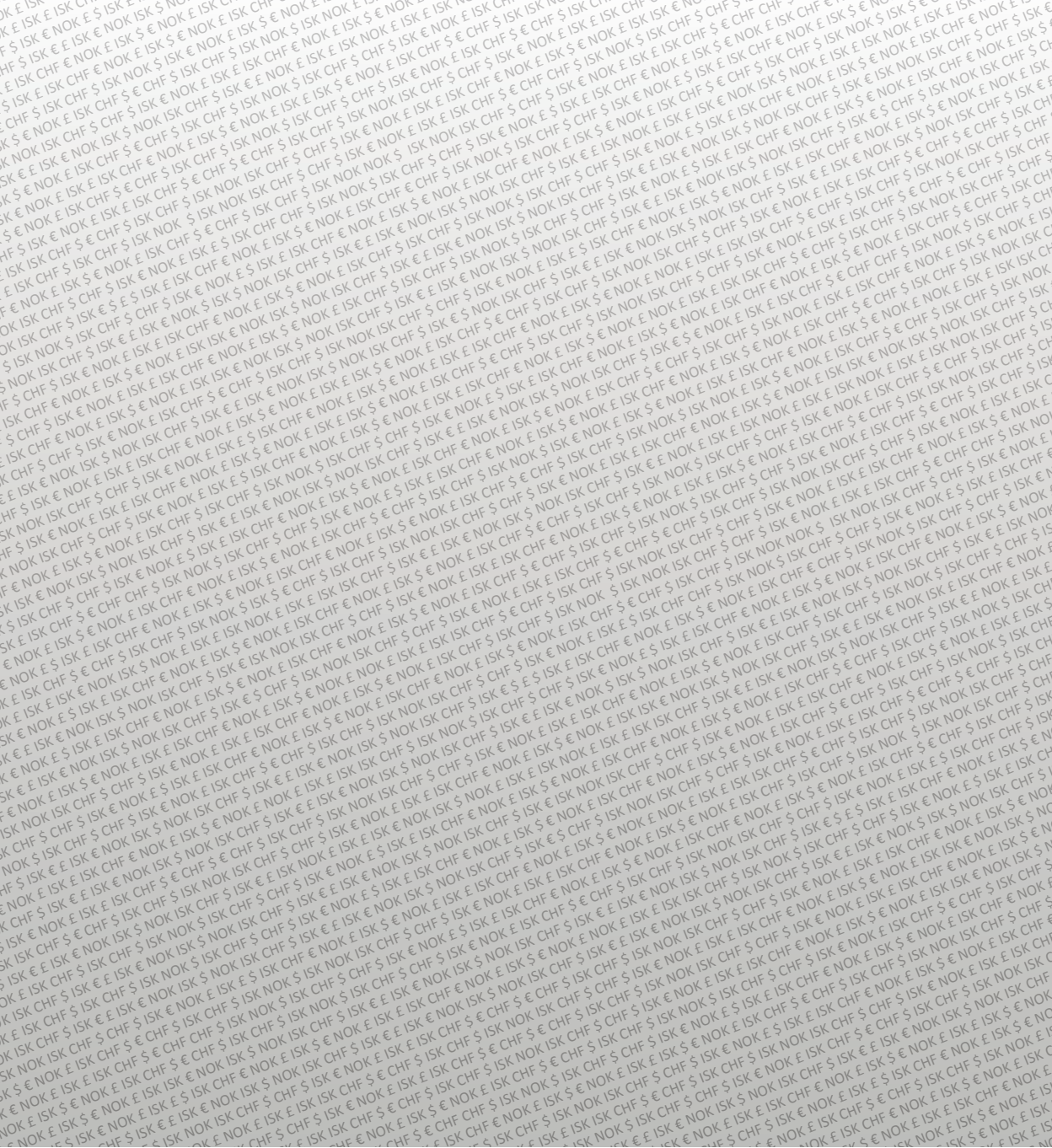
Utanríkisráðuneytið. (2003). *Íslenskur landbúnaður í alþjóðlegu umhverfi. Skýrsla vinnuhóps á vegum utanríkisráðherra*. Sótt af: <http://www.utanrikisraduneyti.is/media/Skyrslur/IslenskurLandbunAlthjodaumhverfi.pdf>

Wood, G. (2007). Nýr gjaldmiðill handa Íslandi? *Þjóðmál*, 4, 43-47.

Þórunn Klemenzdóttir. (2000). *Pólitískar hagsveiflur á Íslandi 1945-1998*. Frá kreppu til viðreisnar. Hið íslenska bókmenntafélag.

Þórarinn G. Pétursson. (2001). *Miðlunarferli peningastefnunnar*. Peningamál, ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands.

Þórarinn G. Pétursson. (2007). *Er þetta eitthvað mál? Baráttan við verðbólgu víða um heim*. Málstofa hjá Seðlabanka Íslands.



VÍDSKIPTARÁÐ
ÍSLANDS

