

Útdráttur kafla

2 Efnahagsþróunin á evrusvæðinu

Í þessum kafla eru meginatriði efnahagsþróunar á evrusvæðinu rakin og hún sett í samhengi við þróun efnahagsmála í heiminum til að reyna að meta hvort stofnun myntbandalagsins hafi orðið til þess að bæta árangur í efnahagsmálum í ríkjum þess og hvort samleitni í efnahagsþróun þeirra hafi aukist við aðild að bandalaginu. Þá er fjallað um þátt evrusvæðisins í alþjóðlegu fjármálakreppunni og það efnahagslega ójafnvægi sem hafði byggst upp innan þess í skjóli hagstæðs alþjóðlegs efnahagssumhverfis en varð snögglega að alvarlegu og aðkallandi vandamáli í fjármálakreppunni.

Kaflinn byrjar á því að fjalla um verðbólguþróun innan evrusvæðisins. Almenn séð hefur verðbólga haldist lítil og í nánd við markmið Seðlabanka Evrópu. Verðbólga í þeim evruríkjum sem áður glímdu við mikla og sveiflukennda verðbólgu hefur minnkað í átt að verðbólguþigi þeirra ríkja sem bestum árangri hafa náð í viðureigninni við verðbólgu. Samleitni verðbólgu hefur því aukist og er orðin svipuð og innan Bandaríkjanna, þótt enn sé viðvarandi einhver munur á verðbólgu innan myntsæðisins sem rekja má bæði til tímabundinna þátta, en einnig til kerfisbundinna þátta sem gera það að verkum að mismunur verðbólguþigs innan evrusvæðisins er líklegur til að verða tiltölulega langlífur, sem þarf ekki að vera vandamál.

Í takt við vaxandi samleitni verðbólgu innan evrusvæðisins jókst samleitni skammtímanafnvaxta töluvert í aðdraganda stofnunar myntbandalagsins og var munur á milli þeirra nánast horfinn þegar myntsamstarfið hófst. Svipaða þróun má einnig sjá í langtíma nafn- og raunvöxtum aðildarríkjanna sem lækkuðu í átt að samsvarandi vöxtum í Þýskalandi og héldu áfram að lækka með þeim fram á seinni hluta fyrsta áratugar þessarar aldar. Þessi aukna samleitni nafn- og raunvaxta endurspeglar aukna samleitni verðbólguvæntinga og minnkandi áhættuþóknun tengda verðbólguóvissu í sumum ríkjum bandalagsins. Vaxandi samleitni vaxta endurspeglar einnig lækkandi áhættuþóknun tengda gengissveiflum og aðgang smærri ríkjanna að stærri og dýpri

fjármálamörkuðum með aðild að myntbandalaginu en þau höfðu áður með eigin heimamarkaði. Sundurleitni langtímavaxta jókst hins vegar mikið á ný eftir að fjármálakreppan hófst við það að áhættuþóknun tengd hugsanlegu greiðsluþroti sumra evruríkja jókst verulega.

Lítill munur skammtímanafnvaxta innan evrusvæðisins olli því að skammtímaraunvextir voru lægri í aðildarríkjum þar sem verðbólga var meiri en hærrí í þeim ríkjum þar sem verðbólga var minni. Þessar aðstæður gætu skapað sjálfsmagnandi hagsveiflur innan svæðisins. Á móti kemur hins vegar að raungengi ríkja með meiri verðbólgu hækkar sem leiðir til versnandi samkeppnisstöðu. Að því leyti sem þessi hækkan raungengis sumra evruríkja endurspeglar innlendar kostnaðarhækkanir umfram framleiðnivöxt, hefur hins vegar smám saman myndast alvarlegur kerfisvandi innan evrusvæðisins sem komið hefur fram í viðvarandi versnandi samkeppnisstöðu evruríkja í suðurhluta álfunnar. Það hefur einnig átt þátt í að stuðla að vaxandi sundurleitni hagvaxtar- og atvinnuleysisþróunar innan evrusvæðisins. Framan af var hagvöxtur á evrusvæðinu svipaður og á meðal annarra iðnríkja og sundurleitni hagvaxtarþróunar á evrusvæðinu svipuð og meðal fylkja Bandaríkjanna. Eftir að fjármálakreppan hófst hefur hins vegar dregið verulega í sundur í hagvaxtar- og atvinnuleysisþróun á evrusvæðinu, sem endurspeglar hve misjafnt kreppan hefur komið niður í aðildarríkjunum eftir stöðu ríkisfjármála og fjármálakerfisins en einnig hve vinnumarkaður margra þeirra er ósveigjanlegur.

Eins og vonast var eftir, hefur evrusamstarfið stuðlað að auknum viðskiptum innan evrusvæðisins og við ríki utan þess. Fjármálaleg samþætting evrusvæðisins hefur einnig aukist mikið. Þessi auknu viðskipti og fjármálaleg samþætting hafa almennt aukið efnahagslega velferð á evrusvæðinu. Fjármögnunarkostnaður heimila og fyrirtækja hefur lækkað og hraðað aðlögun vanþróaðri evruríkja að tekjustigi þeirra sem þróaðri eru og auðveldað þeim að jafna sveiflur í einkaneyslu og dreifa áhættu með því að deila henni með íbúum annarra evruríkja. Ríkari evruríkin hafa einnig notið þess þar sem eftirspurn eftir vörum, þjónustu og fjármálaafurðum þeirra hefur aukist.

Fjármálakreppan sýnir hins vegar hversu alvarlegar afleiðingar það getur haft ef greiður aðgangur að ódýru fjármagni er notaður til að fjármagna viðvarandi halla á viðskiptajöfnuði, hinu opinbera og einkageira og skuldum leyft að vaxa þannig að ekkert borð er fyrir báru þegar harðnar á dalnum. Þótt efnahagsleg áhrif fjármálakreppunnar hafi framan af verið svipuð á evrusvæðinu og á meðal annarra þróaðra ríkja (sjá kafla 17), hefur ríkisskuldakreppan sem kom í kjölfarið leitt til nýrrar efnahagskreppu í mörgum evruríkjum sem hefur umbreytt í alvarlegustu kreppu myntbandalagsins frá upphafi, kreppu sem jafnvel gæti ógnað tilvist þess.

Í megindrátum er vandi evrusvæðisins tvíþættur. Í fyrsta lagi liggur hann í hönnunargöllum þar sem myntsamband er ekki stutt af samsvarandi ríkisfjármála- og bankasambandi. Í öðru lagi liggur hann í langvarandi agaleyfi í opinberum fjármálum í mörgum evruríkjanna. Þrátt fyrir að staða opinberra fjármála hafi batnað töluvert í aðdraganda þess að myntbandalagið var sett á fót, varð ekki framhald á þessum aga hjá sumum þeirra eftir að þau fengu aðild að myntsvæðinu og hefur hið

opinbera í mörgum evruríkjum í áraraðir eytt umfram efni og safnað skuldum og ítrekað brotið þær reglur sem evrurikin hafa sett sér. Þegar fjármálakreppan skall á var staða sumra evruríkja því afar slæm fyrir. Þrátt fyrir utanaðkomandi aðstoð til að geta staðið við skuldbindingar sínar hefur ekki tekist að endurreisa traust á fjárhag hins opinbera og verulegar efasemdir eru uppi um sjálfbærni skuldastöðu nokkurra þeirra.

Að öllum líkindum munu verða töluverðar breytingar á stofnanagerð myntbandalagsins á næstu árum (sjá kafla 16 og 25). Þær breytingar myndu fela í sér aukna samvinnu á sviði fjármálastöðugleika og ríkisfjármála. Ef vel tekst til gæti þátttaka í myntbandalaginu að öðru óbreyttu orðið áhugaverðari valkostur en áður. Takist það hins vegar ekki gæti það dýpkað kreppuna og jafnvel leitt til endaloka myntsamstarfsins í núverandi mynd.

3 Reynsla Íslendinga af sjálfstæðri peningastefnu og sveigjanlegu gengi

Í þessum kafla er reynsla Íslendinga af sjálfstæðri peningastefnu og sveigjanlegu gengi á síðustu tíu árum rakin. Eins og fjallað er um í kaflanum hefur reynsla annarra ríkja af peningastefnu með formlegu verðbólguþáttum almennt verið góð. Það á sérstaklega við um ríki sem áður höfðu átt við að etja viðvarandi vanda óhóflegrar verðbólgu og mikils óstöðugleika.

Í þessu samhengi er slök reynsla Íslendinga sláandi. Verðbólga hefur að jafnaði verið mikil og lengstum vel yfir markmiði. Gengis- og verðbólguþæflur hafa verið miklar og ofþenslan og ójafnvægið í þjóðarbúskapnum mikið fram að snörpum efnahagssamdrætti í kjölfar alþjóðlegrar fjármálakreppunnar. Enn sem komið er virðist kreppan hafa verið verri hér en í öðrum verðbólguþáttum ríkja þótt of snemmt sé að dæma endanlega þar um þar sem öll kurl eru ekki komin til grafar.

Í kaflanum eru helstu ástæður þessa slæga árangurs raktar. Eins og rakið er í kaflanum er uppbygging innlands þjóðarbúskapar nokkuð ólík því sem þekkist meðal flestra annarra verðbólguþáttum ríkja: hlutdeild matvæla- og hrávöruútflutnings er mun hærra hér á landi en almennt þekkist og því er líklegt að innlendir þjóðarbúskapur sé berskjaldaðri fyrir sveiflum í alþjóðlegu verði matvæla og hrávöru. Smæð hagkerfisins eykur þennan vanda enn frekar en fábreytni innlendra framleiðslu og útflutnings gerir það að verkum að sérhæfing verður mikil og þjóðarbúskapurinn óstöðugri en í öðrum stærri hagkerfum. Stjórn peningamála verður því líklega ávallt erfiðari hér á landi en í stærri hagkerfum þar sem atvinnuuppbygging er í eðli sínu stöðugri. Þessu til viðbótar virðast gengisþæflur hafa töluverð áhrif á innlenda verðbólguþróun og virðast áhrifin ekki hafa minnkað frá upptöku verðbólguþáttum ríkja, ólíkt því sem gerst hefur í öðrum verðbólguþáttum ríkja. Að hluta til skýrist þetta af smæð og fábreytni innlendra framleiðslu, sem birtist m.a. í skorti á innlendum staðkvæmdarvörum, en að hluta til endurspeglar þetta að ekki hefur tekist að veita verðbólguvæntingum nægilega trausta kjölfestu.

Slakan árangur í viðureigninni við verðbólgu á síðustu tíu árum má líklega einnig skýra með afar óvenjulegum aðstæðum í alþjóðlegum efnahagsmálum á þessum tíma. Alþjóðlegir vextir voru í sögulegu lágmarki og aðgengi að lánsfé á alþjóðamörkuðum mjög auðvelt. Innlend fjármálafyrirtæki og fyrirtæki almennt áttu því auðvelt með að auka umsvif sín með mikilli skuldsetningu. Eignaverð hækkaði mikið og hækkun hreinna eigna heimila og fyrirtækja og auðvelt aðgengi að lánsfé stuðluðu að gríðarlegri þenslu innanlands sem í raun bar innlenda efnahagsstjórn ofurliði.

Þótt svipuð þróun hafi orðið víða um heim, óháð því hvers konar fyrirkomulag peningastefnu var í viðkomandi ríki, varð uppsveiflan og síðan skellurinn í lokin mun ýktari hér á landi en víðast hvar annars staðar. Það er því eðlilegt að spurt sé hvort peningastefnan, og innlend hagstjórn almennt, hafi verið nægilega góð. Þótt það sé og verði umdeilt benda niðurstöður kaflans til þess að peningastefnan hafi brugðist of seint og of veikt við mögnun ójafnvægis í þjóðarbúskapnum. Að einhverju leyti má rekja það til þess að þenslan í þjóðarbúskapnum virðist hafa verið kerfisbundið vanmetin í hagtölum. Að sama skapi er líklegt að ýmislegt í uppbyggingu innlends fjármálakerfis og í framkvæmd peningastefnunnar hafi leitt til þess að aðgerðir í peningamálum hafi haft veikari áhrif á þjóðarbúskapinn en æskilegt hefði verið. Að lokum virðist ljóst að samspili peningastefnunnar við stefnuna í ríkisfjármálum hafi verið stórlega ábótavant og að stefnan í ríkisfjármálum hafi fremur stuðlað að því að auka ójafnvægið í þjóðarbúskapnum en að draga úr því þar sem saman fór mikill vöxtur útgjalda, illa tímasettar skattalækkanir, mikil fjárfesting sem opinberir aðilar ákváðu og grundvallarbreyting á innlendu húsnæðislánakerfi.

4 Gerð og alþjóðleg samþætting íslensks þjóðarbúskapar

Í þessum kafla er fjallað um framleiðslugerð íslensks þjóðarbúskapar og uppbyggingu útflutningsstarfsemi þjóðarbúsins. Í þessu samhengi er einnig fjallað um sveiflur í utanríkisviðskiptum og einkaneyslu. Slíkur samanburður skiptir máli við mat á hversu heppilegt er fyrir Íslendinga að gerast aðilar að stærra myntsvæði þar sem líkindi innlendrar framleiðsluuppbyggingar við uppbyggingu myntsvæðisins hafa áhrif á það hversu tengd innlend hagsveifla verður við hagsveiflu myntsvæðisins. Sé gerð þjóðarbúskaparins svipuð innan myntsvæðisins er líklegra að ríkin innan bandalagsins verði fyrir sambærilegum skellum og að þeir miðlist með svipuðum hætti um þjóðarbúskapinn. Ólík atvinnugerð þarf þó ekki að vera rök gegn aðild að myntbandalagi þar sem upptaka sameiginlegs gjaldmiðils getur leitt til aukinna viðskipta við önnur ríki myntsvæðisins sem ýtir undir aukna samleitni í framleiðsluuppbyggingu og svæðisbundnum hagvexti.

Líkt og í öðrum þróuðum ríkjum er langstærsti hluti heildarvinnsluvirðis vergrar landsframleiðslu hér á landi tengdur þjónustustarfsemi og er hlutfallið svipað hér á landi og í öðrum iðnríkjum. Eitt helsta sérkenni íslensks þjóðarbúskapar í samanburði við

hagkerfi helstu viðskiptalanda er hins vegar hátt vægi fiskveiða og landbúnaðar. Há hlutdeild fiskveiða og landbúnaðar í þjóðarbúskapnum kemur einnig fram í fjármunamyndun. Að öðru leyti munar litlu á milli Íslands og viðmiðunarríkjanna varðandi samsetningu fjármunamyndunar.

Gerð innlendar atvinnustarfsemi sker sig heldur ekki frá atvinnustarfsemi í Evrópusambandsríkjum að öðru leyti en því að fyrirtæki eru fleiri hér á landi miðað við íbúafjölda. Mikil atvinnuþátttaka leiðir hins vegar til þess að meðalfjöldi starfsmanna hér á landi er sá sami og á evrusvæðinu. Það vekur þó athygli að stærri hluti mannaflans hér er í vinnu í meðalstórum fyrirtækjum en að jafnaði á evrusvæðinu og í Evrópusambandinu á móti lægra hlutfalli í vinnu hjá stórum fyrirtækjum.

Þrátt fyrir einhæfni innlendar framleiðslu er íslenskur þjóðarbúskapur ekki nema í meðallagi opinn, metinn á grundvelli utanríkisviðskipta. Miðað við smæð þjóðarbúsins er hagkerfið óvenju lokað, sem líklega má rekja til legu landsins, atvinnuuppbyggingar, hás vægis útflutnings sem reiðir sig mestmegnis á náttúruauðlindir landsins og notkunar eigin gjaldmiðils. Á hinn bóginn er íslenska hagkerfið tiltölulega opið þegar kemur að umfangi erlendra eigna og skulda sem hlutfall af landsframleiðslu. Hér vega þó árin rétt fyrir og eftir fjármálakreppuna þungt en umfangið hefur aukist mikið vegna hækkunar erlendra skulda. Þegar lokið verður við uppgjör föllnu bankanna má ætla að þessar skuldir muni lækka og umfang alþjóðlegrar fjármálustarfsemi lækka. Vægi útflutnings til evrusvæðisins og Evrópusambandsins er þó mjög hátt og eru aðeins örfá ríki í Evrópu með hærra hlutfall útflutnings til Evrópusambandsins en Ísland. Samsetning útflutnings Íslands er hins vegar bæði fábreyttari og frábrugðin útflutningi annarra iðnríkja. Hann byggist jafnframt mun meira á útflutningi hrávöru og matvæla en í öðrum viðmiðunarríkjum. Að auki er þróunarstig íslenskrar útflutningsstarfsemi lægra en í öðrum ríkjum á sama tekjustigi og eru útflutningsatvinnugreinar laustengdari annarri framleiðslustarfsemi en þekkist víðast hvar.

Þrátt fyrir sérhæfðan og einfaldan útflutningsgrunn sem einskorðast við fáar atvinnugreinar, eru sveiflur í útflutningi og viðskiptakjörum hins vegar að meðaltali svipaðar og gerist í samanburðarríkjunum. Litlar sveiflur í útflutningi koma líklega ekki á óvart þar sem framleiðslugeta útflutningsatvinnuvega takmarkast verulega af aflaheimildum og löngum fjárfestingartíma í orkufrekum iðnaði. Sveiflur í viðskiptakjörum mælast hins vegar minni heldur en gerist almennt í öðrum hrávöruútflutningsiðnríkjum, sem líklega má rekja til þess að fjölbreytni sjávarafurða er mikil og þær seldar á mismunandi mörkuðum, en það jafnar sveiflur útflutningsverðslags. Sveiflur í verðlagi innfluttra aðfanga til útflutningsframleiðslu sjávarafurða og áls vega einnig á móti sveiflum í útflutningsverðlagi.

Miklar sveiflur í einkaneyslu eru meðal helstu ástæða þess hve sveiflukenndur íslenskur þjóðarbúskapur hefur verið í samanburði við þjóðarbúskap annarra ríkja. Að staðalfrávik breytinga í einkaneyslu skuli vera talsvert meira en staðalfrávik hagvaxtar er umhugsunarefni, en þessu er yfirleitt öfugt farið meðal annarra ríkja. Sveiflur í einkaneyslu hér á landi stafa að verulegu leyti af sveiflum í útgjöldum vegna hálfvaranlegrar og varanlegrar neysluvöru sem virðast nátengdar

sveiflum í gengi krónunnar. Þessar sveiflur eru jafnframt langtum meiri en virðist mega rekja til sveiflna í útflutningi og viðskiptakjörum.

5 Kenningin um hagkvæm myntsvæði

Í þessum kafla er fjallað um kenninguna um hagkvæm myntsvæði sem greina hin hagrænu skilyrði þess að hagkvæmt sé fyrir land að sameinast stærra myntsvæði. Þegar staða Íslands er skoðuð í ljósi skilyrðanna kemur í ljós að niðurstaðan er ekki ótvíræð. Þannig virðist íslensk hagsveifla í takmörkuðum tengslum við hagsveiflur annarra ríkja, þ.m.t. ríkja evrusvæðisins. Hins vegar virðist sveigjanleiki innlands vinnumarkaðar nokkur, sérstaklega þegar kemur að hreyfanleika vinnuafslisins en síður þegar kemur að sveigjanleika nafnlauna til lækkunar. Að lokum er hlutdeild utanríkisviðskipta tiltölulega mikil þótt ætla mætti út frá smæð þjóðarbúskaparins að hún væri meiri. Þegar þessi skilyrði eru tekin saman kemur í ljós að þótt Ísland virðist hafa færst nær því að uppfylla skilyrðin fyrir því að ábati sé af aðild að evrusvæðinu, eru aðstæður á Íslandi enn þannig að hreinn ábati af aðild er minni en margra annarra Evrópuríkja og hugsanlega neikvæður. Samkvæmt sama viðmiði er hreinn ábati nokkurra ríkja innan myntbandalagsins jafnvel enn minni en hreinn ábati Íslands.

Hér þarf þó að hafa í huga mikilvæga annmarka kenningarinnar og því segja þessi skilyrði ekki alla söguna. Hún byggist m.a. á því að gengi gjaldmiðla virki vel til að jafna efnahagsveiflur og að sjálfstæð peningastefna sé heppilegt fyrirkomulag fyrir öll ríki. Eins og rakið er í öðrum köflum þessarar skýrslu má draga í efa að svo sé, sérstaklega þegar um er að ræða fámenn ríki með sveiflukenndan gjaldmiðil eins og Ísland. Einnig þarf að taka tillit til hlutfallslega mikils kostnaðar við að reka eigin gjaldmiðil í mjög litlum efnahagskerfum og að eigin gjaldmiðill getur gert áhættudreifingu innlendra heimila og fyrirtækja erfiðari en ella.

Þannig hafa mörg myntbandalög gengið ágætlega þótt aðildarríki þeirra hafi ekki öll og á öllum tímum uppfyllt skilyrðin. Sem dæmi má nefna rannsóknir sem benda til þess að mörg fylki Bandaríkjanna hefðu lengi vel verið betur sett utan myntsvæðis Bandaríkjadal og því hafi Bandaríkin ekki verið hagkvæmt myntsvæði samkvæmt þessum skilyrðum fyrr en löngu eftir að myntbandalagið varð til. Fjöldi rannsókna bendir einnig til þess að við aðild að myntbandalagi aukist viðskipti við önnur ríki bandalagsins og að smám saman verði innlendir þjóðarbúskapur samþættari efnahagsbúskap annarra aðildarríkja bandalagsins og hagsveiflur keimlíkari. Niðurstöður þessara rannsókna benda til þess að það geti verið hagkvæmt að ganga í myntbandalag vegna þess að skilyrðin fyrir ábata af aðild verði til eftir inngöngu þótt þau séu ekki uppfyllt í byrjun.

Eftir stendur að ekki er hægt að komast að afdráttarlausri niðurstöðu um hvort hagkvæmara sé fyrir ríki að halda eigin gjaldmiðli eða gerast aðili að stærra myntsvæði. Stundum geta komið svo alvarleg efnahagsáföll að auðveldara verður að eiga við þau með sveigjanlegu gengi. Á öðrum tímum getur sveigjanlegt gengi hins vegar beinlínis aukið á efnahagslegan óstöðugleika, auk þess sem eigin gjaldmiðill getur virkað

sem viðskiptahindrun og þannig dregið úr efnahagslegri velsæld. Það er því ekki til það gengisfyrirkomulag sem hentar öllum ríkjum á öllum tímum.

6 Rekstrarhagfræðilegur ávinningur af aðild að myntbandalagi

Í þessum kafla er fjallað um mögulegan rekstrarhagfræðilegan ábata af sameiginlegum gjaldmiðli. Slíkur ábati felst t.d. í því að þegar ríki hafa tekið upp sameiginlegan gjaldmiðil fellur niður kostnaður við að skipta úr einum gjaldmiðli í annan þegar greitt er fyrir viðskipti milli aðila sem búa sinn í hvoru ríkinu á sama myntsvæði. Hér á landi gæti þessi kostnaður lauslega áætlað numið um 5-15 ma.kr. á ári. Óvissa vegna sveiflna í gengi gjaldmiðla skiptir einnig máli. Ef þessar sveiflur eru ófyrirséðar og ótengdar öðrum breytingum í þjóðarbúskapnum fylgir þeim kostnaður sem hverfur þegar sameiginlegur gjaldmiðill er tekinn upp. Erfitt er hins vegar að leggja tölulegt mat á þennan kostnað ekki síður en ávinninginn sem getur falist í skjótari aðlögun þjóðarbúsins að efnahagsskellum í gegnum gengisbreytingar.

7 Hagsveiflur, áhættuþóknun vaxta og fyrirkomulag gengismála

Í þessum kafla er skoðað hvernig fyrirkomulag gengismála getur haft áhrif á sveiflur í helstu hagstærðum og á innlent vaxta- og framleiðslustig. Notast er við almennt jafnvægislíkan af íslenska hagkerfinu sem er byggt á vel skilgreindum aðstæðum heimila og fyrirtækja og þeim efnahagslegu takmörkunum sem tekjur þeirra, markaðsumhverfi og framleiðslutækni setja þeim. Líkanið lýsir hegðun þessara aðila og samspili þeirra og viðbrögðum við ýmsum ólíkum efnahagsskellum. Þar sem aðlögun nafn- og raunstærða að efnahagsskellum er kostnaðarsöm, verður aðlögun þjóðarbúskaparins hægfara og því hefur líkanið mikilvæga „keynesíska“ eiginleika, t.d. ræðst framleiðslustigið á hverjum tíma af eftirspurn en til langs tíma endurspeglar framleiðslustigið framboðshlið þjóðarbúskaparins.

Bornar eru saman sveiflur í helstu hagstærðum í kjölfar dæmigerðra framboðs-, eftirspurnar- og nafnskella, annars vegar þar sem gengi krónunnar og innlendri peningastefnu er beitt til að jafna sveiflurnar og hins vegar þar sem gengi krónunnar er haldið föstu, t.d. með aðild að stærra myntsvæði, og sjálfstæð peningastefna því ekki fyrir hendi. Niðurstöðurnar sýna að sveiflur í nafnstærðum eru ávallt meiri ef fylgt er sveigjanlegri gengisstefnu en ef fylgt er fastgengisstefnu, sem er í samræmi við niðurstöður í kafla 13 og fjölda annarra rannsókna. Hins vegar ráðast áhrifin á sveiflur í raunstærðum af því hver uppspretta efnahagsskellsins er. Sé uppsprettunnar að leita á raunhlið þjóðarbúskaparins, hvort sem um framboðs- eða eftirspurnarskell er að ræða, getur sveigjanlegt gengi og sjálfstæð peningastefna dregið úr hagsveiflum og sveiflur í raunstærðum verða minni en ef gengi krónunnar er haldið föstu. Fastgengisstefna einangrar raunhagkerfið hins

vegar betur fyrir skellum sem rekja má til nafnhliðar þjóðarbúskaparins, t.d. sveiflna í áhættuþóknun vegna óvissu um gengi krónunnar, veltuhraða peningaeftirspurnar eða innlendrar peningastefnu. Þetta er einnig í samræmi við aðrar rannsóknir. Engin afgerandi niðurstaða fæst því hvort henti betur við að draga úr innlendum hagsveiflum, fast eða fljótandi gengi; það fer eftir því hvers konar efnahagsskellir eru megindrifkraftar hagsveiflunnar. Þetta er í takt við þá meginniðurstöðu að ekkert eitt gengisfyrirkomulag henti öllum ríkjum á öllum tímum.

Í seinni hluta kaflans er sama jafnvægislíkan notað til að skoða hugsanleg áhrif ólíks gengisfyrirkomulags á áhættuþóknun innlendra vaxta og þar með innlent raunvaxtastig. Í takt við ýmsar aðrar rannsóknir benda niðurstöðurnar til þess að aðild Íslands að stærra myntsvæði myndi að öðru óbreyttu leiða til lækkunar á áhættuþóknun innlendra vaxta og lækkunar innlends raunvaxtastigs. Lækkunin verður því meiri sem samþætting innlends fjármálamarkaðar við fjármálamarkað myntsvæðisins yrði meiri. Lækkun innlends raunvaxtastigs hefur í för með sér að fjármagnskostnaður innlendra heimila og fyrirtækja lækkar sem aftur leiðir til þess að innlendir fjármagnsstofn stækkar og landsframleiðsla á mann hækkar til langs tíma. Mikil óvissa er hins vegar um hversu mikið áhættuþóknunin gæti lækkað og þar með hve mikið innlent vaxtastig gæti lækkað og innlent framleiðslustig hækkað, en ætla má að þær niðurstöður sem hér eru birtar vanmeti hugsanlega áhrifin þar sem jafnvægislíkanið sem notað er tekur ekki til mögulegra áhrifa aðildar að stærra myntbandalagi á aðra þætti áhættuþóknunarinnar eins og t.d. áhættuþóknun sem tengist litlum og vanþróuðum innlendum gjaldeyris- og fjármálamarkaði.

8 Myntbandalög og utanríkisviðskipti

Í þessum kafla er fjallað um hugsanleg áhrif aðildar Íslands að stærra myntsvæði á umfang utanríkisviðskipta þjóðarinnar. Aukið umfang utanríkisviðskipta gæti aukið tekjustig þjóðarinnar, enda gefa hagfræðikenningar ótvírátt til kynna að auknum utanríkisviðskiptum fylgir jafnan aukin hagsæld. Þótt þessi niðurstaða haldi óháð stærð viðkomandi hagkerfis má gera ráð fyrir því að ábati svo lítils þjóðarbúskapar eins og þess íslenska af utanríkisviðskiptum sé jafnvel meiri en fyrir stærri hagkerfi sem eiga auðveldara með að nýta sér stærðar- og breiddarhagkvæmni í innlendri framleiðslu.

Eins og rakið er í kaflanum er líklegt að aðild að stærra myntsvæði auki umfang utanríkisviðskipta þar sem sameiginlegur gjaldmiðill dregur úr gengisóvissu í milliríkjavíðskiptum sem minnkar áhættu sem fólgin er í viðskiptasamningum á milli Íslands og annarra landa. Minni gengisóvissa ætti einnig að leiða til aukinnar samkeppni og hagræðingar í framleiðslu sem leiðir til lækkaðs verðs til neytenda. Sameiginlegur gjaldmiðill lækkar einnig þann viðskiptakostnað sem fylgir utanríkisviðskiptum Íslendinga, t.d. kostnað við að skipta úr einum gjaldmiðli í annan og kostnað tengdan stýringu gjaldmiðlaáhættu. Minni viðskiptakostnaður og lægra áhættuálag auka svo gagnsæi í almennri verðlagningu sem ætti að öðru óbreyttu að ýta undir samkeppni og hvetja til hagræðingar, íslenskum neytendum til hagsbótar. Þessi ábati

Þátttöku í sameiginlegu mynsvæði í formi aukinna utanríkisviðskipta er jafnframt meiri eftir því sem viðkomandi mynsvæði er stærra og eftir því sem það vegur meira í utanríkisviðskiptum þjóðarinnar. Upptaka evrunnar á Íslandi gæti því samkvæmt þessu haft í för með sér umtalsverð efnahagsleg áhrif á Íslandi í gegnum aukin utanríkisviðskipti.

Rannsóknir á áhrifum aðildar að evrusvæðinu á utanríkisviðskipti benda til þess að umfang utanríkisviðskipta gæti aukist um 8-23% og eru áhrifin bæði tölfræðilega marktæk og nógu mikil til að skipta máli. Að jafnaði benda þær til þess að umfang viðskipta við önnur ríki innan myntbandalagsins gæti aukist um 10%. Jafnframt benda þessar rannsóknir til þess að líklega verði aukning viðskipta við önnur ríki myntbandalagsins ekki á kostnað viðskipta við ríki utan þess. Aukin viðskipti við evrusvæðið ættu því að endurspeglast í auknum utanríkisviðskiptum Íslands, en ekki eingöngu í tilfærslu utanríkisviðskipta til evrusvæðisins. Miðað við núverandi umfang utanríkisviðskipta Íslendinga má því ætla að hlutfall vöruviðskipta af landsframleiðslu Íslendinga gæti aukist um 4-11 prósentur, sem samsvarar um 65-179 ma.kr. á ári sé miðað við landsframleiðslu ársins 2011.

Rannsóknir benda jafnframt til þess að til lengri tíma muni aukin utanríkisviðskipti auka innlenda framleiðslu varanlega. Miðað við ofangreind áhrif á utanríkisviðskipti gæti landsframleiðsla á mann aukist varanlega um 1½-11% við aðild að evrusvæðinu. Efnahagsleg áhrif aukinnar milliríkjavæðingar vegna upptöku evrunnar hér á landi gætu því orðið umtalsverð og hækkað innlendar tekjur töluvert.

Rannsóknir sem fjallað er um í kaflanum eru byggðar á tölfræðilegu mati á gögnum frá fjölmörgum löndum og endurspegla hugsanleg áhrif fyrir meðallandið. Ekki er útilokað að áhrifin gætu jafnvel orðið meiri hér á landi vegna smæðar íslensks þjóðarbúskapar. Smæðin leiðir til þess að hér á landi er einungis hægt að framleiða tiltölulega fáar vörutegundir. Aðild að evrusvæðinu ætti því að auðvelda innlendum fyrirtækjum, sem nú framleiða að mestu fyrir innlendan markað, að hefja útflutning og sölu á stærra markaðssvæði. Aðildin ætti að auðvelda þeim að nýta stærðarhagkvæmni í framleiðslu og sölu og leiða þannig til aukinnar hagræðingar og lægri kostnaðar í innlendri atvinnustarfsemi. Við aðild að evrusvæðinu verður innlendur fjármálamarkaður tengdur stærri fjármálamarkaði mun sterkari böndum en nú er. Samþætting fjármálustarfsemi ætti því að aukast og gera fjármálaafurðir ódýrari. Það myndi auðvelda áhættudreifingu innlendra fyrirtækja og heimila. Ætla má að áhrifin geti orðið hlutfallslega meiri hér en að jafnaði á meðal annarra ríkja vegna smæðar innlands fjármálakerfis, sem m.a. kemur fram í háum rekstrarkostnaði og dýrum fjármálaafurðum.

9 Virkni sjálfstæðrar peningastefnu

Samkvæmt kenningunni um hagkvæm mynsvæði eru efnahagslegu rökin fyrir sjálfstæði í peningamálum þau að hún auðveldi ríkjum að bregðast við sérstökum skellum sem kunna að dynja á þjóðarbúskapnum og draga þannig úr hagsveiflum. Til þess að ávinningur sjálfstæðrar peningastefnu nái fram að ganga þurfa hins vegar nokkur skilyrði að vera uppfyllt. Í þessum kafla er farið yfir þessi skilyrði og samspil þeirra.

Eins og peningastefnan í flestum ríkjum heims er hugsuð og framkvæmd nú á dögum eru áherslur lagðar á gagnsæi, trúverðugleika og samspil væntinga og árangurs, enda hafa rannsóknir og reynsla undanfarinna áratuga sýnt hversu mikilvæg þróun verðbólguvæntinga er fyrir verðbólguhorfur. Til þess að seðlabankar geti haft áhrif á væntingar um verðlagsþróun þurfa þeir með trúverðugum hætti að geta sent skilaboð til markaða og annarra aðila sem hafa hlutverkum að gegna í verðákvörðunum. Til þess hefur áhersla verið lögð á að treysta umgjörð peningastefnunnar svo að tryggt sé að henni sé beitt með langtímahagsmuni þjóðarbúsins í huga.

Þrátt fyrir að mikill árangur hafi náðst í baráttu við verðbólgu víða um heim eru skilyrði ýmissa þjóða með þeim hætti að erfiðara er að fá þetta samspil gagnsæis og væntinga til að skila tilætluðum árangri. Þetta á sérstaklega við um smáríki sem eiga erfiðara með að njóta ýmissa kosta sjálfstæðrar peningastefnu og sveigjanlegs gengis. Glögg dæmi um þetta er Ísland. Stjórn peningamála á Íslandi hefur um margt verið áfátt um langa hríð og sýnir reynsla Íslendinga að sjálfstæðri peningastjórn með fljótandi gengi geta fylgt ýmsar hættur og erfiðleikar fyrir smáríki (sjá kafla 3). Fjármagnsflutningar til og frá landi með tilheyrandi sveiflum í gengi, í samspili við einhæfa framleiðslugerð og mikil áhrif gengis á verðlag, hafa gert Seðlabankanum afar erfitt fyrir að hafa áhrif á verðbólguvæntingar og um leið hafa hemil á verðbólgu. Þetta ber þó ekki að túlka á þann hátt að gott fyrirkomulag peningamála verji eitt og sér hagkerfi fyrir því að fjármagnsflutningar skapi þjóðhagslegt ójafnvægi, eins og fjallað er um í köflum 17 og 21. Reynsla Eyrstrasaltsríkjanna og Írlands af fjármálakreppunni sem hófst haustið 2008 sýnir að mikil útlánaaukning, eignabólur og þjóðhagslegt ójafnvægi skiptu meira máli fyrir afdrif ríkja í kjölfar kreppunnar en hvaða fyrirkomulag var á gengis- og peningamálum og niðurstöður kafla 11 og 17 benda til þess að uppbygging ójafnvægisins hafði lítið með fyrirkomulagið að gera.

Sjálfstæð peningastefna og sveigjanlegt gengi geta gegnt mikilvægu hlutverki við aðlögun þjóðarbúsins að efnahagsskellum. Í tilviki efnahagsáfalls er hægt að slaka á aðhaldi peningastefnunnar og láta gengi gjaldmiðilsins lækka, svo að aðlögun í framleiðslu og atvinnu verði auðveldari. Því mætti ætla að það gæti verið dýrkeypt að fórna slíku hagstjórnartæki t.d. með inngöngu í myntbandalag. Hins vegar er ljóst að kostir þessa hagstjórnartækis nýtast ekki fyllilega nema því sé trúað að peningastefnan hafi þau tæki sem þarf, stuðning til að beita þeim og vilja og getu til að beita þeim rétt. Þessu til viðbótar benda niðurstöður kafla 13 til þess að sveigjanlegt gengi sé ekki síður uppspretta sveiflna en tæki til að jafna sveiflur. Spurningunni hvort sjálfstæð peningastefna og sveigjanlegt gengi séu nægilega skilvirk sveiflujöfnunartæki í eins smávöxnum þjóðarbúskap og þeim íslenska er því ekki auðsvarað. Ljóst er að slakur árangur í stjórn peningamála og hagstjórn almennt á undanförunum áratugum hefur grafið undan trausti almennings á getu Seðlabankans til að tryggja verðstöðugleika. Spurningin sem leiðir af umfjöllun þessa kafla hlýtur því að vera á þá leið, hvort hægt sé að skapa það traust til peningastefnunnar þrátt fyrir þær áskoranir sem fylgja því að vera afar lítið, opið hagkerfi með sveigjanlegt gengi að búast megi við bættum árangri. Þessari spurningu er erfitt að svara með afgerandi hætti,

þrátt fyrir að sá árangur sem stefnan hefur skilað hér á landi gefi ákveðnar vísbindingar. Bætt framkvæmd peningastefnunnar, viðbótarstjórnartæki í formi þjóðhagsvarúðarreglna og fjármálastefna ríkis og sveitarfélaga sem leitast við að jafna hagsveiflur gefa nokkur fyrirheit um að hægt sé að bæta árangur innlendrar peningastefnu. Hvort þær umbætur sem rætt er um hér að ofan muni nægja til að hægt verði að fullyrða að ábatinn af sjálfstæðri peningastefnu sé meiri en kostnaðurinn mun reynslan og frekari rannsóknir leiða í ljós.

10 Hagsveiflur á Íslandi og samanburður við önnur ríki

Í þessum kafla eru hagsveiflur á Íslandi bornar saman við hagsveiflur í ýmsum öðrum iðnríkjum. Hversu nátengd innlend hagsveifla er hagsveiflu mynsvæðis getur haft afgerandi áhrif á hversu heppilegt er fyrir Ísland að gerast aðili að því mynsvæði. Séu t.d. rætur hinnar íslensku hagsveiflu að finna í öðrum efnahagsþáttum en í ríkjum mynsvæðisins þannig að hagsveiflurnar eru lítt tengdar, gæti aðlögun þjóðarbúskeppisins að efnahagsskellum orðið erfiðari og kostnaðarsamari án sjálfstæðrar peningastefnu og sveigjanlegs gengis.

Að ýmsu leyti eru einkenni innlendrar hagsveiflu áþekkt því sem þekkt meðal annarra þróaðra ríkja. Hagsveiflurnar eru hins vegar tíðari og stærrí en þekkt að jafnaði meðal annarra ríkja. Síðastliðin tíu ár hafa sveiflurnar aukist eftir að úr þeim dró á tíunda áratug síðustu aldar og eru þær álíka miklar og á tímabilinu 1946-1979. Helst má skýra þetta með miklum sveiflum í innlendri eftirspurn þótt utanríkisviðskipti hafi einnig oft á tíðum lagt nokkuð til hagsveiflunnar. Eitt af sérkennum íslensku hagsveiflunnar er tilhneiging einkaneyslu til að sveiflast meira en framleiðslustigið en líklega má tengja það við tíðar gengissveiflur og sveiflur í kaupmætti ráðstöfunartekna hér á landi. Í samanburði við önnur ríki eru hagsveiflur hér helst áþekktar því sem þekkt hefur á Írlandi, í Slóvakíu og Finnlandi. Fylgni innlendrar hagsveiflu virðist einnig mest við lítil jaðarríki á evrusvæðinu, eins og Slóvakíu og Finnland, og önnur Evrópuríki utan evrusvæðisins, eins og Sviss og Bretland.

Meginuppsprettur innlendra hagsveiflna virðist mega rekja til framboðshliðar þjóðarbúsins sem er sambærileg niðurstaða og fæst í flestum þróuðum ríkjum. Innlendir framboðs- og eftirspurnarskellir virðast jafnframt lítið eiga sammerkt við slíka skelli í öðrum ríkjum, eins og vænta má eftir því sem ríki eru minni og atvinnulíf þeirra því fábreyttara. Það er helst að skellir sem einkenna íslensku hagsveifluna eigi eitthvað sammerkt með skellum í Svíþjóð og Noregi. Tengslin við framboðs- og eftirspurnarskelli á evrusvæðinu eru hins vegar nánast engin. Þótt ætla megi að stór hluti sértækra eftirspurnarskella hverfi við inngöngu í myntbandalag, gæti kenningin um hagkvæm mynsvæði gefið til kynna að innlendar hagsveiflur myndu aukast við aðild að evrusvæðinu þar sem innlendir framboðsskellir virðast hafa lítil tengsl við sambærilega skelli á evrusvæðinu og reyndar á öðrum mynsvæðum líka. Aðlögun þjóðarbúsins án sveigjanlegs gengis gæti því orðið erfiðari en ella. Rétt er hins vegar að hafa í huga að niðurstöður kafla 13 setja alvarleg spurningarmerki við hversu skilvirkur gengissveigjanleiki íslensku krónunnar hefur í raun verið við að jafna innlendar hagsveiflur þrátt fyrir

ofangreinda eiginleika íslensku hagsveiflunnar. Sú staðreynd að Ísland sker sig einkum frá öðrum þróuðum ríkjum sakir þess hve einkaneysla sveiflast mikið og að greinileg tengsl eru á milli gengissveiflna og sveiflna í einkaneyslu veikir einnig nokkuð þau rök að sveigjanleg gengisstefna muni í reynd milda hagsveiflur. Eins og rakið er í kafla 5 eru einnig vísbendingar um að upptaka sameiginlegs gjaldmiðils geti leitt til þess að hagsveiflur aðildarríkjanna verði nátengdari en þær voru áður. Þannig er mögulegt að skilyrðum kenningarinnar um hagkvæm mynsvæði sé fullnægt eftir upptöku sameiginlegs gjaldmiðils þrátt fyrir að þeim sé ekki fullnægt fyrirfram.

11 Eignaverðsbólur og fyrirkomulag gengismála

Í þessum kafla er lagt mat á það hvort fyrirkomulag gengismála skiptir máli þegar eignaverðsbólur myndast og springa. Samanburður á húsnæðis- og hlutabréfabólum meðal ríkja innan og utan evrusvæðisins bendir til þess að eignaverðsbólur séu heldur algengari utan evrusvæðisins en að hlutabréfabólur vari jafnan lengur innan þess. Svipaðar niðurstöður fást þegar efnahagsleg áhrif þess að eignaverðsbólur springa eru borin saman. Líkt og í öðrum rannsóknum virðast sprungnar húsnæðisbólur kostnaðarsamari þar sem samdráttur hagvaxtar er meiri í kjölfar þess að þær springa en þegar hlutabréfabólur springa. Húsnæðisbólur eru að jafnaði meira drifnar af kröftugum útlánavexti og ná til stærri hluta almennings og því eru neikvæðu áhrifin yfirleitt víðtækari vegna áhrifa á efnahagsreikninga heimila, fyrirtækja og banka. Ekki er þó að sjá neinn afgerandi mun á þróun helstu hagstærða í aðdraganda og eftirmála þess að hlutabréfabólur springa meðal ríkja innan og utan evrusvæðisins.

Að lokum er reynt að greina hvaða efnahagsþættir eru helstu fyrirboðar þess að eignaverðsbólur springi og kannað hvort fyrirkomulag gengismála hafi áhrif á líkur á að eignaverðsbóla springi í framtíðinni umfram það sem skýra má með þessum efnahagslegu þáttum. Þeir efnahagslegu þættir sem helst virðast skipta máli eru þeir sömu og aðrar sambærilegar rannsóknir hafa fundið: eftir því sem útlánavöxtur er hraðari, viðskiptahalli meiri, fjárfesting í íbúðarhúsnæði meiri, hækkun eignaverðs meiri, hagvöxtur meiri og skammtímavextir hærrí, því meiri líkur eru á að eignaverðsbóla springi á næstu fjórum árum.

Þegar horft er til áhrifa fyrirkomulags gengismála eru niðurstöðurnar hins vegar ekki afgerandi og velta að einhverju leyti á því hvort um er að ræða húsnæðisbólur eða hlutabréfabólur. Þegar horft er á húsnæðisbólur virðast ríki innan evrusvæðisins og ríki með formlegt verðbólguþolunarmarkmið ólíklegri til að verða fyrir því að húsnæðisbólur springi. Verðbólguþolunarmarkmið virðist einnig fara saman við minni hættu á að hlutabréfabólur springi. Sambærileg niðurstaða fæst þegar horft er almennt til sjálfstæðrar peningastefnu og sveigjanlegs gengis. Hins vegar virðist aðild að evrusvæðinu fara saman við meiri líkur á því að ríki þurfi að glíma við sprungna hlutabréfabólur.

Að einhverju leyti kann þessi niðurstaða að endurspeglar að gagnasafnið fyrir flest ríkjanna nær yfir tímabilið 2000-2011 og er því verulega litað af alþjóðlegu fjármálakreppunni, en mörg evruríki hafa

farið illa út úr þeim hildarleik. Niðurstaðan gæti þó bent til þess að sveigjanlegt gengi gjaldmiðla hafi einhverju sveiflujöfnunarhlutverki að gegna. Án sveigjanleikans gætu hagsveiflur því leitað í önnur eignaverð. Það virðist þó ekki hafa átt við um fasteignabólur, sem eins og fyrr segir eru kostnaðarsömustu bólnar. Niðurstöður þessa kafla eru í samræmi við niðurstöðu kafla 7 en ríma síður við niðurstöður kafla 13 sem benda ekki til þess að hagsveiflur séu ýktari í ríkjum með ósveigjanlega gengisstefnu. Niðurstöður kafla 17 benda til þess að efnahagsbatinn í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar hafi verið seinna á ferð innan evrusvæðisins. Þær benda þó ekki til þess að efnahagskreppan hafi verið dýpri eða að meiri líkur hafi verið á banka- eða gjaldeyriskreppu í kjölfarið. Að einhverju leyti eru niðurstöður þessa kafla því ólíkar niðurstöðum kafla 17, sem að hluta endurspeglar að ekki er verið að spyrja sömu spurningar en einnig að í þessum kafla er verið að horfa til lengra tímabils en eingöngu síðustu fjármálakreppu. Sú niðurstaða að notkun formlegs verðbólguþáttar dragi úr líkum á sprungnum eignaverðsbólum er þó í samræmi við niðurstöður annarra rannsókna sem benda til þess að verðbólguþáttaríki hafi á heildina litið komið betur út úr alþjóðlegu fjármálakreppunni (sjá kafla 3).

Við samanburð á reynslu ríkja af mismunandi fyrirkomulagi gengis- og peningamála verður að gera þann fyrirvara að saga evrusvæðisins er tiltölulega stutt og að aldrei er hægt að vita með vissu hvernig ríkjum hefði reitt af með annars konar fyrirkomulag. Spurningunni um hvort aðild að myntsvæði eins og evrusvæðinu verji ríki betur fyrir myndun eignaverðsbóla og afleiðingum þess að þær springi verður því líklega aldrei fullsvarað. A.m.k. þarf mun lengra tímabil til þess að leiða afdráttarlausar niðurstöður í ljós.

12 Gengissveiflur krónunnar og virkni innlends gjaldeyrismarkaðar

Í þessum kafla er fjallað um gengisþróun krónunnar og sögulega eiginleika hennar. Í ljós kemur að gengi krónunnar hefur jafnan sveiflast töluvert, í raun óháð fyrirkomulagi gengismála þótt sveiflurnar hafi aukist eftir að horfið var frá gengismarkmiði árið 2001. Krónan hefur sveiflast nokkuð gagnvart öllum gjaldmiðlum en sveiflurnar hafa að jafnaði verið minnstar gagnvart evrunni og virðist krónan hafa sterkust tengsl við hana.

Samanburður við aðra gjaldmiðla leiðir einnig í ljós að skammtíma- og langtímasveiflur í meðalgengi krónunnar eru að jafnaði meiri en í meðalgengi gjaldmiðla annarra iðnríkja og mun nær því sem þekkist meðal fjölda nýmarkaðsríkja, en nokkuð sterk tengsl virðast vera á milli stærðar gengissveiflna og þróunarstigs þjóðarbúsins. Að hluta til skýrast miklar gengissveiflur krónunnar af því að vægi hrávöru og matvæla í útflutningi er töluvert hátt á Íslandi en gengissveiflur hrávörugjaldmiðla eru jafnan meiri en annarra gjaldmiðla. Útflutningur Íslendinga er einnig tiltölulega fábreyttur en það fer jafnan saman við meiri gengissveiflur. Eins og á Íslandi eru vextir nokkuð háir í mörgum þessara ríkja en það endurspeglar lágt sparnaðarstig og mikla

skuldsetningu sem gerir fjárfestingu í þessum gjaldmiðlum áhættumeiri og þessi ríki því óvenjuviðkvæm fyrir umróti í alþjóðlegum efnahagsmálum.

Velta á innlendum gjaldeyrismarkaði jókst mikið á seinni hluta fyrsta áratugar þessarar aldar og náði hámarki seint á árinu 2008, áður en hún dróst verulega saman í kjölfar gjaldeyriskreppunnar. Um þessar mundir er velta á innlendum gjaldeyrismarkaði hlutfallslega töluvert minni en hún var um miðjan tíunda áratug síðustu aldar þegar skipulagður gjaldeyrismarkaður tók fyrst til starfa. Þegar umsvif á innlendum gjaldeyrismarkaði eru borin saman við gjaldeyrismarkaði annarra ríkja kemur hins vegar í ljós að veltan er óvenjulítil miðað við flest önnur ríki, jafnvel þegar hún var sem mest.

Með sama hætti virðist viðskiptakostnaður á innlendum gjaldeyrismarkaði óvenjuhár. Fram að alþjóðlegu fjármálakreppunni var kostnaðurinn meiri hér á landi þegar horft er til flestra annarra iðnríkja og var hann mun nær því sem þekkist að jafnaði meðal nýmarkaðsríkja. Eins og í öðrum ríkjum jókst kostnaðurinn við að stunda viðskipti á gjaldeyrismarkaði í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar en aukningin hér á landi var meiri en í öðrum ríkjum. Innlendum gjaldeyrismarkaður er því bæði grynri en gjaldeyrismarkaðir annarra iðnríkja og dýrara er að eiga viðskipti þar. Verðmyndun á íslenskum gjaldeyrismarkaði er því ekki eins skilvirk og í öðrum ríkjum, en það hjálpar til við að skýra óvenjumiklar gengissveiflur krónunnar.

13 Gengi gjaldmiðla: Uppsprettur stöðugleika eða aukinna sveiflna?

Í þessum kafla er sérstaklega kannað hvort sjálfstæð peningastefna og sveigjanlegt gengi krónunnar hafi að jafnaði mildað aðlögun þjóðarbúskaparins að efnahagsskellum eða sé hugsanlega mikilvæg uppspretta efnahagssveiflna. Gegni gengi krónunnar mikilvægu sveiflujöfnunarhlutverki gæti innganga í stærra myntbandalag leitt til aukinna efnahagssveiflna og sársaukafyllri aðlögunar að efnahagsskellum. Sé gengi krónunnar hins vegar frekar uppspretta hagsveiflna ætti aðild að stærra myntsvæði í raun að draga úr efnahagssveiflum innanlands.

Til að kanna þetta er í fyrsta lagi borinn saman efnahagsárangur ríkja sem eru með mismunandi sveigjanlegt gengisfyrirkomulag. Gegni gengi gjaldmiðla mikilvægu sveiflujöfnunarhlutverki ættu efnahagssveiflur að jafnaði að vera meiri í ríkjum sem fylgja ósveigjanlegri gengisstefnu en í þeim sem eru með sveigjanlegra fyrirkomulag. Í ljós kemur hins vegar að sú virðist ekki vera raunin, hvort sem horft er til stórs hóps þróaðra ríkja eða hóps ör- og smáríkja. Þvert á móti virðast gengis- og verðbólguveiflur vera meiri í löndum með sveigjanlegt gengi, en enginn munur finnst á sveiflum í landsframléiðslu, einkaneyslu og atvinnuleysi meðal ríkja með mismunandi gengisfyrirkomulag. Ólíkt niðurstöðum kafla 7, sem byggjast á samanburði hagsveiflna við ólíkt fyrirkomulag gengismála innan stílfærðs jafnvægislíkans af íslenska hagkerfinu, gefur samanburður á reynslu

fjölmargra ríkja til kynna að ekki sé augljóst að sveigjanlegt gengi auðveldi aðlögun þjóðarbúskaparins að efnahagsáfallum.

Í öðru lagi er samband gengis- og hagsveiflna á Íslandi skoðað sérstaklega. Hjálpi sveigjanlegt gengi við aðlögun þjóðarbúsins að efnahagsáfallum ætti raungengið að lækka þegar efnahagssumsvif dragast saman hér á landi í samanburði við helstu viðskiptalönd. Þegar samband raungengis og hlutfallslegra hagsveiflna Íslands og helstu viðskiptalanda er hins vegar skoðað kemur í ljós að tengslin eru ekki sérstaklega sterk né stöðug yfir tíma. Sambærilegar niðurstöður fást við mat á megindrifkröftum innlendarar hag- og gengissveiflu. Sveigjanlegt gengi krónunnar virðist ekki nýtast við að verja innlendan þjóðarbúskap fyrir framboðsskellum, sem virðast helstu drifkraftar innlendarar hagsveiflu. Þess í stað virðast sveiflur í gengi krónunnar að mestu endurspegla sveiflur sem eiga upptök sín að rekja til gengisins sjálfs, t.d. sveiflna í áhættuþóknun krónunnar.

Því virðist mega ætla að sveigjanlegt gengi krónunnar sé að jafnaði fremur til þess fallið að vera sjálfstæð uppspretta aukinna sveiflna í þjóðarbúskapnum en skilvirkt tæki til að stuðla að efnahagslegum stöðugleika.

Eins og fjallað er um í kaflanum er líklegt að þessi vandi sé ekki einskorðaður við íslensku krónuna heldur sé fremur eðlislægt einkenni mjög lítilla gjaldmiðla. Nánast öll smáríki hafa því valið þann kost að tengjast stærra gjaldmiðlasvæði í gegnum myntbandalag eða annars konar gengistengingu sem er í mjög föstum skorðum enda má færa rök fyrir því að kostnaðurinn við að fórna sveiflujöfnunarhlutverki sjálfstæðrar peningastefnu sé óverulegur við slíkar aðstæður.

Þessar niðurstöður útiloka þó ekki að sveigjanlegt gengi krónunnar geti stundum reynst gagnlegt eins og í kjölfar aflabrests undir lok sjöunda áratugar síðustu aldar eða nú í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar þar sem færa má rök fyrir því að lágt gengi krónunnar hafi hjálpað til við hliðrun framleiðsluaðfanga frá innlendum geira til útflutningsgeira og þannig stutt við efnahagsbatann. Á öðrum stundum getur gengissveigjanleikinn síðan aukið á vandann, eins og færa má rök fyrir að hafi átt sér stað í aðdraganda og á fyrstu stigum fjármálakreppunnar. Á endanum er hins vegar erfitt að fullyrða með óyggjandi hætti hvort gengissveigjanleikinn hafi reynst vel eða aukið á vandann nema með því að vita hvað hefði gerst án hans. Niðurstöður þessa kafla gefa þó tilefni til að draga í efa að yfir lengri tímabil hafi sveigjanleiki krónunnar hjálpað til við aðlögun að efnahagsáfallum og virðist sem hann hafi jafnvel orðið til að auka á innlenda hagsveiflu.

14 Sveigjanleiki og stofnanaumhverfi vinnumarkaðar

Hversu sveigjanlegur vinnumarkaður er skiptir máli fyrir aðlögunarhæfni innlands þjóðarbúskapar. Sveigjanleikinn verður enn mikilvægari ef Ísland verður aðili að myntbandalagi eða tekur upp annan gjaldmiðil, þar sem þá verður ekki lengur hægt að beita sjálfstæðri peningamálastefnu til að bregðast við sérstökum efnahagsskellum með því að breyta verði gjaldmiðilsins eða skammtímavöxtum. Hversu sveigjanlegur innlendur

vinnumarkaður er hefur því töluvert um það að segja hvort hagkvæmt sé fyrir Ísland að gerast aðili að stærra myntsvaldi, t.d. evrusvaldinu.

Í þessum kafla er sveigjanleiki innlends vinnumarkaðar annars vegar metinn út frá þeim þáttum sem að staðaldri hafa áhrif á afköst og hagkvæmni hans og hins vegar út frá því hversu hratt og vel hann bregst við breyttum efnahagsaðstæðum eða áföllum, eins og t.d. því sem íslenskur þjóðarþúskapur varð fyrir við gengis- og fjármálakreppuna árið 2008.

Á heildina litið er íslenskur vinnumarkaður töluvert sveigjanlegur. Raunlaun á íslenskum vinnumarkaði virðast t.d. mjög sveigjanleg í samanburði við önnur lönd. Þessi sveigjanleiki er til staðar þrátt fyrir nokkurn tregbreytanleika nafnlauna til lækkunar. Stærsti hluti raunlaunasveigjanleikans á sér stað vegna gengisbreytinga og verðbólgu. Að öðru óbreyttu myndi því draga úr sveigjanleika raunlauna við upptöku gengismarkmiðs eða inngöngu í myntbandalag. Nauðsynlegt er því að aðlögun raunlauna geti átt sér stað eftir öðrum leiðum.

Sveigjanleiki innlends vinnumarkaðar kemur einnig fram í miklum sveigjanleika í nýtingu vinnuafsis. Fyrirtæki eiga auðvelt með að bregðast við breyttri eftirspurn með því bæði að fjölga eða fækka starfsfólki eða vinnustundum þeirra sem þegar eru í vinnu. Fjöldi starfandi í hlutastörfum og fjöldi í fullu starfi fylgja hagsveiflunni náið. Sveigjanleiki í framboði vinnuafsis er einnig nokkur. Sérstaklega virðist vera sterkt samband á milli hreins brottflutnings íslenskra ríkisborgara og hagvaxtar auk þess sem fólksflutningar erlendra ríkisborgara í takt við hagsveifluna hafa aukist verulega með stækkun samevrópsks vinnumarkaðar. Hins vegar virðast lítil tengsl á milli atvinnuþátttöku og hagsveiflunnar hér á landi sem kann að vera vegna mikils sveigjanleika raunlauna.

Annar áhrifaþáttur á virkni vinnumarkaðarins og sveigjanleika hans er innlend stofnanaumgjörð. Þótt niðurstöður rannsókna á áhrifum stofnanaumhverfis vinnumarkaðar á launaþróun og atvinnuleysi séu ekki einhlítar, benda þær almennt til þess að miðstýrðir kjarasamningar, þar sem mikil samþæfing er meðal hagsmunaaðila, dragi úr launaþrýstingi og atvinnuleysi. Kjarasamningagerð hér á landi er bæði afar miðstýrð og samþæfð, þótt hún beri einnig margvísleg einkenni blandaðs fyrirkomulags, sem m.a. hefur komið fram í kjarasamningagerð sem ekki hefur tekið nægilegt mið af neikvæðum áhrifum umsaminnar launabreytinga á allt efnahagslífið í forni verðbólgu og atvinnuleysis.

Innlendur vinnumarkaður virðist einnig nokkuð sveigjanlegur á mælikvarða annarra stofnanaþátta. Hlutfall lágmarkslauna af miðgildi launa er t.d. nokkuð hátt hér á landi en á móti kemur að lágmarkslaunin ná ekki til stórs hluta vinnumarkaðarins. Íslensk fyrirtæki hafa jafnframt töluverðan sveigjanleika við uppsagnir starfsfólks. Skattlagning launatekna á Íslandi er einnig minni en að meðaltali meðal OECD-ríkja, Evrópusambandsríkja og hinna Norðurlandanna. Hins vegar er hlutfall atvinnuleysisbóta af lægstu launum tiltölulega hátt hér á landi og bótatímabilið langt þótt nýleg lenging þess sé einungis hugsuð sem tímabundin. Að lokum hafa starfstengd úrræði til handa atvinnulausum hér á landi verið í takt við það sem alþjóðlegar rannsóknir sýna að best reynist til að vinna gegn langtímaatvinnuleysi.

Að öllu samanteknu virðist sveigjanleikinn á íslenskum vinnumarkaði allnokkur í samanburði við önnur lönd stærra myntbandalags. Fyrirtæki hafa t.d. svigrúm til að bregðast fljótt við áföllum með breyttum vinnutíma, breyttu starfshlutfalli eða uppsögnum. Breytingar í atvinnuþátttöku og fólksflutningar hjálpa einnig til við aðlögun þjóðarbúsins eftir efnahagsskelli. Nafnlaun virðast hins vegar nokkuð tregbreytanleg niður á við, sem bendir til þess að erfitt gæti orðið að laga þjóðarbúskapinn að nýjum aðstæðum eftir stór efnahagsáfall með því að lækka almennt kostnaðarstig í landinu. Að sama skapi hefur launakostnaður kerfisbundið hækkað meira en sem nemur framleiðni aukningu vinnuafsis en á móti hefur gengi krónunnar lækkað til að viðhalda samkeppnisstöðu atvinnuveganna. Innan myntbandalags er sá kostur ekki lengur fyrir hendi. Því myndi myntbandalagsaðild kalla á breytingar á ákvörðunum um nafnlaun hér á landi eigi samkeppnisstaða þjóðarbúsins ekki smám saman að veikjast sem gæti endað með alvarlegum vanda svipuðum þeim sem sum ríki á evrusvæðinu glíma nú við.

Reynslan af evrusvæðinu sýnir að ekki er tryggt að myntbandalagsaðild knýi sjálfkrafa á um umbætur á vinnumarkaði. Vinnumarkaðir evrusvæðisins voru töluvert ósveigjanlegir fyrir stofnun myntbandalagsins og litlar breytingar hafa verið gerðar eftir að myntbandalagið tók til starfa, þótt sveigjanleiki hafi að einhverju leyti verið aukinn í sumum ríkjum með tvískiptingu vinnumarkaðar þar sem hluti hans nýtur lakari kjara og minni uppsagnarverndar. Nafnlaun á evrusvæðinu eru enn mjög ósveigjanleg og mismunur í þróun launakostnaðar milli evruríkja hefur jafnvel aukist eftir aðild. Fólksflutningar innan evrusvæðisins eru tiltölulega litlir og töluvert minni en t.d. innan Bandaríkjanna. Þessir fólksflutningar virðast ekki hafa aukist þrátt fyrir samninginn um frjálst flæði vinnuafis (samninginn um Evrópska efnahagssvæðið) og Schengen-samninginn, sem áttu að auðvelda hreyfanleika vinnuafis. Aðlögun á vinnumarkaði hefur því í auknum mæli þurft að eiga sér stað í gegnum sveiflur í atvinnu og atvinnuleysi með tilheyrandi efnahags- og félagslegum vandamálum.

15 Hlutverk fjármálastefnu hins opinbera í myntbandalagi

Fjármálastefna hins opinbera er annar af tveimur meginþáttum innlendrar eftirspurnarstjórnar. Hinn er stjórn peningamála. Fjármálastefna hins opinbera gegnir mikilvægu hlutverki við að jafna hagsveiflur og styðja markmið peningastefnunnar um stöðugt verðlag. Upplýsingaskortur, tímatafir í framkvæmd og pólitískir eiginleikar fjármálastefnu hins opinbera setja skilvirkni hennar við sveiflujöfnun hins vegar ákveðin takmörk. Algengt er að stefnan verði of aðhaldslítill yfir hagsveifluna, þannig að skuldir safnast upp. Það dregur úr svigrúmi til þess að beita stefnunni þegar efnahagsáfall skella á þjóðarbúinu. Vaxi skuldirnar úr hófi fram getur fjármálastefnan jafnvel grafið undan viðleitni peningastefnunnar til að tryggja verðstöðugleika. Stjórnvöld hafa því í æ ríkari mæli lagt áherslu á að treysta á virkni

fjármálastefnunnar í gegnum sjálfvirka sveiflujöfnun opinberra fjármála. Jafnframt hafa æ fleiri ríki tekið upp formlegar fjármálareglur til að skapa opinberum fjármálum traustari kjölfestu og gera fjármálastefnuna sem kerfisbundnasta og fyrirsjáanlegasta.

Í fastgengisfyrirkomulagi eða innan myntbandalags verður hagstjórnarhlutverk fjármálastefnu hins opinbera enn veigameira, enda ekki lengur hægt að beita peningastefnunni til að bregðast við sértækum innlendum efnahagsskellum. Áhrifamáttur fjármálastefnu hins opinbera verður jafnframt meiri að jafnaði enda eru mótvægisáhrif innlendra vaxta og nafngengis ekki lengur til staðar. Við fastgengisfyrirkomulag eru þessu hagstjórnarhlutverki opinberra fjármála hins vegar takmörk sett þar sem fjármálastefnan getur ekki verið á skjön við markmiðið um fast gengi gjaldmiðilsins. Sé ekki að þessu gætt, grefur aðhaldsleysi opinberra fjármála smám saman undan trúverðugleika gengistengingarinnar. Skortur á trausti getur leitt til fjármagnsflóttu og áhlaups spákaupmanna á gjaldmiðilinn, sem oft hefur leitt til þess að gengisfelling verður óhjákvæmileg og hverfa verður frá gengismarkmiðinu, a.m.k. tímabundið.

Fast gengi innan myntbandalags nýtur eðli máls samkvæmt meiri trúverðugleika en einhliða gengistenging vegna þess að ekki þarf að nota takmarkaðan gjaldeyrisforða til þess að verja tiltekið gengi. Aðeins er hægt að hverfa frá aðild að myntbandalagi með pólitískri ákvörðun. Því ætti að vera minni hættu á að agaltil opinber fjármál grafi undan trúverðugleika aðildar að myntbandalagi. Kostnaður agaleysis getur eigi að síður birst í flóttu fjármagns frá skuldabréfamörkuðum viðkomandi ríkja, sem leiðir til þess að vaxtaálag á skuldbindingar ríkissjóðs verður hærra en ella, og fjármögnun banka á markaði verður torveld. Leiði aðhaldsleysi til þess að innlent verðlag hækki meira en í samkeppnislöndum og samkeppnisstaða útflutningsatvinnugreina versni getur orðið um vítahring að ræða, sem erfitt getur verið að brjótast úr. Þróunin á evrusvæðinu á undanförunum misserum sýnir að agaleysi í opinberum fjármálum getur jafnvel grafið svo undan stuðningi við aðild að myntbandalagi að úrsögn verði ekki lengur óhugsandi. Langvarandi agaleysi í opinberum fjármálum hefur smám saman leitt til þess að skuldsetning sumra evruríkja er orðin slík að efasemda gætir á mörkuðum um sjálfbærni þeirra og jafnvel framtíð evrusamstarfsins. Þótt gripið hafi verið til ýmissa endurbóta á reglum um fjármálastefnu hins opinbera á evrusvæðinu, m.a. með veigamiklum breytingum á Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmála bandalagsins, eru stór álita- og úrlausnarefni innan myntbandalagsins enn óútkljáð þegar þetta er skrifað.

Kjósi Íslendingar að gerast aðili að evrusamstarfinu munu þeir þurfa að undirgangast ákvæði Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálans og Maastricht-skilyrðin. Umgjörð fjármálastefnunnar hér á landi myndi því breytast frá því sem nú er en eins og sakir standa gilda aðeins formlegar fjármálareglur um fjármál íslenskra sveitarfélaga en engin um ríkisfjármál. Vinna er þó hafin við endurskoðun umgjörðar fjármálastefnu hins opinbera í samstarfi við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn sem miðar m.a. að því að setja fjármálastjórn hins opinbera heildstæðar og formlegar

fjármálareglur. Slíkt skref myndi gera aðlögun að fjármálareglum Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálans auðveldari ef til aðildar kæmi.

Fjármálastefnan hér á landi hefur einkennst öðru fremur af sértækum ákvörðunum um útgjalda- og skattbreytingar fremur en því að áhrifum sjálfvirkrar sveiflujöfnunar hafi verið leyft að ákvarða aðhald fjármálastefnunnar. Aðild að evrusvæðinu myndi því setja fjármálastjórninni auknar skorður og gera hana kerfisbundnari en nú er. Eins og staða opinberra fjármála er um þessar mundir er þó ljóst að ekki dugar að beita einungis sjálfvirkum sveiflujöfnurum til að uppfylla reglur sem opinberum fjármálum á evrusvæðinu eru settar. Til viðbótar þarf sérstakar aðhaldsaðgerðir svo að tryggja megir að hið opinbera uppfylli skilyrðin. Þessi skilyrði eru þó þess eðlis að í meginatriðum gildir að æskilegt er að stjórnvöld setji sér þessi markmið óháð því hvort tekin er ákvörðun um aðild að evrusamstarfinu eða ekki.

16 Evrusamstarfið og fjármálalegur stöðugleiki

Ótímabært er að kveða upp endanlegan dóm um það hvort fjármálastöðugleiki á Íslandi er betur tryggður utan eða innan stærra myntbandalags. Aðild að myntbandalagi getur haft áhrif á bæði dýpt samdráttar og lengd aðlögunar í kjölfar fjármálaáfalls. Ef efnahagsbati ríkja sem ganga í gegnum snarpan samdrátt hefst fyrr en þeirra sem ganga í gegnum mildari samdrátt getur verið erfitt að bera saman útkomuna á meðan kreppan stendur enn yfir.

Meginlærdómur þessa kafla, sem staðfestur er af niðurstöðum annarra kafla (t.d. kafla 11 og 17), er að rætur fjármálaóstöðugleika eru fjölþættar og að fjölmargir aðrir þættir en aðild að myntbandalagi skipta þar máli. Reynsla evruríkjanna sýnir að aðild að myntbandalagi getur verið vörn gegn lausafjárkreppu en um leið getur hún torvelað aðlögun í kjölfar alvarlegra áfalla á fjármálakerfið. Á hinn bóginn sýnir reynsla margra ríkja sem búa við sveigjanlegt gengi, þ.á m. Íslands, að gengisaðlögun getur jafnvel verið lækning sem er verri en sjúkdómurinn, sem gengissveiflur að auki áttu sinn þátt í að breiða út. Skuldsett fyrirtæki, heimili og bankar, gjaldeyrisáhætta og umfangsmikil bankastarfsemi yfir landamæri getur verið hættuleg blanda, sérstaklega í ríkjum sem hafa ekki greiðan aðgang að lausafjárfyrirgreiðslu á stóru myntsvæði.

Skuldakreppunni á evrusvæðinu er ekki lokið. Hún hefur afhjúpað ákveðna veikleika í stofnanagerð Evrópusambandsins og evrusamstarfsins. Hvernig til tekst um lausn þeirra mála mun ráða miklu um hvort tekst að ráða niðurlögum skuldavandans tiltölulega fljótt. Líklegt er að samvinnan verði dýpkuð á ákveðnum sviðum, sérstaklega á sviði banka- og ríkisfjármála, sem m.a. gæti leitt til sameiginlegs ríkisskuldabréfamarkaðar. Samkomulag um slíkar lausnir virðist þó enn eiga nokkuð langt í land, þótt miðað hafi áleiðis á nýlegri ríkjaráðstefnu aðildarríkjanna. Skuldakreppan á evrusvæðinu sýnir að skynsamleg stefna á sviði opinberra fjármála er mikilvæg forsenda fjármálastöðugleika og ræður um leið getu ríkja til að bregðast við óstöðugleika.

Íslensku bankarnir gengu fyrir ætternisstapa þar sem þeir höfðu byggt upp gífurlega lausafjánhættu í erlendum gjaldmiðlum sem raungerðist í fjármálakreppunni. Vandí þeirra var hins vegar meira en lausafjándandi enda eigið fé þeirra væntanlega undir lögbundnum eiginfjánhlutföllum undir lokin þegar leiðrétt er fyrir lánveitingum þeirra til að fjármagna hlutfjáreign í þeim sjálfum. Það er því alls óvíst að meiri lausafjárstuðningur Seðlabanka Evrópu en þeir nutu í gegnum útibú sín hefði dugað til að bjarga þeim. Á móti kemur að vísbendingar eru um að líkt hafi verið ástatt um ýmsa evrópska banka sem flutu áfram í gegnum hátopp fjármálakreppunnar vegna lausafjárstuðnings Seðlabanka Evrópu. Vangaveltur um það sem hefði getað gerst ef Ísland hefði verið aðili að evrusvæðinu eru hins vegar ekki aðalatriðið. Meiru skiptir að reynslan sýnir mikilvægi þess að bankakerfi hafi lausafjárstuðning í þeim gjaldmiðli sem það starfar í.

Efnahagsbatinn hefur reynst kröftugri hér á landi en meðal margra evruríkja og líklegt er að sveigjanlegt gengi krónunnar hafi þar átt nokkurn þátt. Ekki virðist hins vegar mikill munur á útflutningsþróun Íslands og annarra ríkja sem fóru illa út úr fjármálakreppunni, t.d. Írlands, Eystrasaltsríkjanna og Spánar, og virðist hún fremur ráðast af samsetningu útflutnings. Hins vegar er líklegt að gengisaðlögunin hafi dýpkað samdrátt innlendrar eftirspurnar að því marki að skuldir heimila og fyrirtækja jukust verulega og útlánatöþ hlutust af, auk þess sem mikil tilfærsla á sér stað á milli kynslóða og hópa, bæði einstaklinga og fyrirtækja, þegar svo miklar gengisbreytingar verða. Í tilfelli Íslands lenti kostnaðurinn þó að mestu leyti á erlendum lánveitendum bankanna. Þegar skuldaaðlögunin hefur átt sér stað ýtir það undir batann. Einnig þarf að horfa til þess hve langan tíma tekur að ná fyrri efnahagsstyrk. Enn er of snemmt að fullyrða um hlutfallslegan árangur ríkja innan og utan evrusvæðisins. Skuldakreppan á evrusvæðinu er t.d. enn óleyst og fjármagnshöftin eru enn óleyst vandamál á Íslandi. Þau hafa komið í veg fyrir fjármagnsflötta af því tagi sem átti sér stað í Grikklandi, en þau hafa langtímakostnað í för með sér.

Tvennt takmarkaði skaðann af fjármálaáfallinu í tilfelli Íslands: í fyrsta lagi féll stór hluti af kostnaðinum á erlenda lánveitendum gömlu bankanna í stað þess að lenda á innlendum heimilum, fyrirtækjum og hinu opinbera. Kostnaður hins opinbera reyndist eigi að síður með því mesta á meðal þróaðra ríkja. Í öðru lagi var skuldastaða ríkissjóðs það góð fyrir fjármálaáfallið að komast mátti hjá langvarandi skuldakreppu. Hvort var meira, tjónið sem sjálfstæður gjaldmiðill olli eða ábatinn, er erfitt matsatriði, sérstaklega þegar langtímaáhrif fjármagnshaftra eru tekin með í reikninginn.

Það er hins vegar verkefni framtíðarinnar að tryggja fjármálastöðugleika á Íslandi, hvort heldur innan eða utan evrusvæðisins, án þess að draga úr vaxtargetu þjóðarbúsins. Takist evruríkjunum og Evrópusambandinu að leysa úr núverandi vanda með viðunandi hætti er e.t.v. auðveldara að ná því markmiði innan evrusvæðisins, vegna þess að ýmis áhætta tengd gjaldmiðlinum minnkar. Ávinningurinn er hins vegar háður því að innlend efnahagsstefna einkennist af fullnægjandi aðhaldssemi, að opinberum skuldum verði haldið í skefjum, aðilar á vinnumarkaði hafi getu til að aðlagast ytri áföllum, eftirlit með

fjármálakerfinu sé nægilegt og að þjóðhagsvarúðartækjum verði beitt til þess að draga úr þeirri tilhneigingu fjármálakerfisins að ýta undir sveiflur í þjóðarþúskaðum, án þess þó að skaða eðlilega framþróun efnahagslífisins.

17 Áhrif alþjóðlega fjármálakreppunnar á ríki innan og utan evrusvæðisins

Í þessum kafla er lagt mat á hvort alþjóðlega fjármálakreppan sem náði hámarki haustið 2008 hafi haft mismikil efnahagsleg áhrif á ríki innan og utan evrusvæðisins. Fyrst eru efnahagsleg áhrif fjármálakreppunnar borin saman í stórum hóp milli- og hátektjuríkja sem inniheldur jafnt ríki innan evrusvæðisins og ríki utan myntbandalagsins. Niðurstöðurnar sýna að dýpt efnahagskreppunnar, þegar horft er til þróunar landsframleiðslu, einkaneyslu og atvinnuleysis frá hápunkti í aðdraganda kreppunnar til lágpunkts frá þriðja ársfjórðungi 2008, meðal ríkja innan og utan evrusvæðisins var að jafnaði mjög svipuð. Hins vegar eru vísbendingar um að batinn hafi hafist fyrr utan evrusvæðisins og verið kröftugri. Munurinn verður hins vegar ekki eins augljós þegar tekið hefur verið tillit til annarra hugsanlegra orsakabátta fjármálakreppunnar, eins og efnahagslegs ójafnvægis í aðdraganda kreppunnar, skuldsetningar og stærðar bankakerfisins. Einnig þarf að hafa í huga að mörg samanburðarríkin utan evrusvæðisins eru nýmarkaðsríki og ríki sem byggja útflutning sinn á hrávöru- og matvælaframleiðslu sem tók kröftuglega við sér með vaxandi alþjóðaviðskiptum fljótlega eftir að fjármálakreppan náði hámarki. Ekki er heldur tölfræðilega marktækur munur á tíðni bankakreppna innan og utan evrusvæðisins.

Samspil gengisfyrirkomulags og alvarleika fjármálakreppunnar er því óljóst. Niðurstöður tölfræðigreiningar benda til þess að efnahagssamdrátturinn hafi að jafnaði verið minni og varað skemur í ríkjum með tiltölulega sveigjanlegt gengi. Sveigjanlegt gengi virðist hins vegar hafa aukið hættu á gjaldeyris- eða tvíburakreppu (banka- og gjaldeyriskreppu). Gengissveigjanleikanum virðast því hafa fylgt bæði kostir og gallar. Viðbótaráhrif evruaðildar eru ekki tölfræðilega marktæk. Ekki virðist því hægt að draga ótvíræðar ályktanir af því hvort aðild að evrusvæðinu hafi haft bein eða óbein áhrif á dýpt og lengd efnahagskreppunnar eða hvort líklegri hafi verið að ríki lentu í banka- og gjaldeyriskreppu.

Í seinni hluta kaflans er reynsla Íslendinga í fjármálakreppunni borin saman við reynslu Íra, en Írar fóru eins og Íslendingar sérstaklega illa út úr kreppunni. Þessi samanburður er einkum áhugaverður vegna þess að Írland er innan evrusvæðisins en Ísland utan þess. Það sem gerir þennan samanburð einnig áhugaverðan er að ríkin tvö eru á margan hátt lík: þau eru bæði lítil og opin hátektjuríki með álíka þróaðar stofnanir. Efnahagsþróunin í aðdraganda fjármálakreppunnar var einnig áþekkt: hagvöxtur var mikill og mikið efnahagslegt ójafnvægi hafði byggst upp, sem birtist í ört stækkandi bankakerfi, hækkun eignaverðs og raungengis, aukinni skuldsetningu og ójafnvægi í viðskiptum við útlönd. Alþjóðlega fjármálakreppan skall því á með óvenjumiklum þunga á báðum þessum

ríkjum. Landsframleiðslan dróst heldur meira saman hér á landi en samdráttur einkaneyslu var mun meiri. Á móti kemur að áhrif samdráttarins á írskan vinnumarkað hafa verið meiri en á íslenskan vinnumarkað. Batinn hefur einnig verið kröftugri á Íslandi en á Írlandi. Á heildina litið er þó erfitt að meta að hve miklu leyti má rekja þessa þróun til aðildar að myntbandalaginu og hve mikið megi skýra með öðrum þáttum eins og ólíkri samsetningu útflutningsframleiðslu.

Þegar afdrif ríkja innan og utan evrusvæðisins eru borin saman þarf einnig að hafa í huga að kreppunni er ekki lokið. Fjöldi þróaðra ríkja glímir við alvarlegan skuldavanda. Að undanfögnu hefur athyglin einkum beinst að nokkrum evruríkjum sem annaðhvort voru mjög skuldsett áður en alþjóðlega fjármálakreppan brast á eða urðu mjög illa fyrir barðinu á henni. En skuldavandinn er einnig til staðar utan evrusvæðisins (sjá nánar um samspil skulda- og fjármálakreppunnar í kafla 16). Því er of snemmt að kveða upp endanlega dóma um áhrif fjármálakreppunnar á ríki innan og utan evrusvæðisins.

Vegna þess að ekki er hægt að vita með vissu hvernig ríkjum sem voru innan evrusvæðisins hefði reitt af utan þess og hvernig ríkjum utan evrusvæðisins hefði reitt af innan þess verður þeirri spurningu hvort ábati umfram kostnað hafi fylgt evruaðild í fjármálakreppunni líklega seint fullsvarað. Niðurstöður þessa kafla benda hins vegar til þess að það hafi verið aðrir þættir en aðild að evrusvæðinu og fyrirkomulag gengismála sem skiptu mestu máli fyrir efnahagsleg afdrif ríkja í hinni alþjóðlegu fjármálakreppu.

18 Mismunandi gengismarkmið: Frá mjúkri gengistengingu til myntráðs

Í þessum kafla er fjallað um helstu kosti og galla ólíkra tegunda af gengismarkmiði og áhersla lögð á umfjöllun um mjúka gengistengingu og myntráð og hvort slíkt fyrirkomulag sé raunverulegur valkostur fyrir Ísland. Reynsla nokkurra ríkja af ólíkum tegunda gengismarkmiða er einnig rakin.

Gengismarkmið felst í því að stjórnvöld festi gengi gjaldmiðilsins við annan gjaldmiðil eða körfu gjaldmiðla. Helstu kostir slíks fyrirkomulags eru þeir að gengissveiflur verða að jafnaði minni og aðhald og trúverðugleiki innlendrar hagstjórnar getur aukist þar sem kjarnaríkið tekur yfir innlenda peningastefnu. Einnig getur gengismarkmið hentað betur ríkjum þar sem áhrif gengissveiflna á verðbólgu eru mikil. Helstu ókostir tengjast ýmsum vandkvæðum sem koma upp ef markmiðið skortir trúverðugleika og hættunni á spákaupmennskuárásam sem því fylgir. Við upptöku gengismarkmiðs tapast einnig hagstjórnartæki þegar ekki er lengur hægt að reka sjálfstæða peningastefnu þar sem gengissveiflur taka á sig hluta aðlögunar þjóðarbúsins í kjölfar efnahagsskells. Hvort gengismarkmið er vænlegur kostur fer síðan að nokkru leyti eftir því hversu tengd hagsveifla viðkomandi lands er við hagsveiflu þess lands sem gengið er fest við og hversu vel sveigjanlegt gengi dugur til að sinna ofangreindu hlutverki. Einnig er líklegt að

gengismarkmið í alþjóðlegu samstarfi njóti meira trausts en gengismarkmið sem tekið er upp einhliða.

Hægt væri að ganga enn lengra í að niðurnjörva gengistenginguna með því að taka upp myntráð. Með slíku fyrirkomulagi skuldbinda stjórnvöld sig til þess að skipta innlendum gjaldmiðli út fyrir kjölfestugjaldmiðilinn á fyrirfram ákveðnu gengi og er skuldbindingin jafnan fest í lög til að auka trúverðugleika hennar enn frekar. Til þess að uppfylla þessi skilyrði þarf myntráðið að byggja upp gjaldeyrisforða sem nægir til þess að slíkur innleysanleiki sé tryggður. Þar sem kostnaðurinn við stofnun myntráðs er mikill og kostnaður við að víkja frá gengismarkmiðinu að sama skapi mikill hefur stofnun myntráðs jafnan í för með sér meira traust á markmiðinu en við annars konar gengistengingu.

Báðir þessir valkostir gætu komið til greina fyrir Ísland. Einhliða gengismarkmið var notað hér á landi meira eða minna fram til ársins 2001. Þótt reynslan frá tíunda áratug síðustu aldar gefi til kynna að slík stefna henti ágætlega til að ná tókum á verðbólgu, sýnir hún einnig glögglega hversu undirorpin hún er spákaupmennskuárásam, sem jafnan reynast ákaflega kostnaðarsamar. Líklegt er að aftur myndi reyna á fastgengistenginguna, ekki síst í ljósi þess hve innlend hagsveifla virðist laustengd hagsveiflu annarra iðnríkja (sjá kafla 10). Að þessu leyti gæti myntráðsfyrirkomulagið verið heppilegra þar sem trúverðugleiki þess yrði meiri, þótt grundvöllur þess trúverðugleika væri í báðum tilvikum byggður á því að innlend hagstjórn styðji við gengismarkmiðið. Auk þess þyrfti að halda mjög mikinn gjaldeyrisforða til að styðja við gengistenginguna. Hann þyrfti einnig að vera nægilega mikill til þess að mögulegt sé að veita innlendu fjármálakerfi lausafjárfrigreiðslu lendi fjármálafyrirtæki í lausafjávanda, a.m.k. á meðan þau eru að mestu í innlendri eign. Að því leyti er nauðsyn mikils gjaldeyrisforða jafnvel enn brýnni við fyrirkomulag myntráðs. Í öllu falli þarf að hafa í huga að svo mikill gjaldeyrisforði er kostnaðarsöm ráðstöfun. Að lokum er brýnt að viðtækur pólitískur stuðningur sé um að bera þann skammtímakostnað sem fylgt getur gengismarkmiði af hvers kyns tagi.

19 Einhliða upptaka annars gjaldmiðils

Í þessum kafla er fjallað um möguleikann á að taka einhliða upp annan gjaldmiðil. Með upptöku alþjóðlega viðurkennds gjaldmiðils með litla og stöðuga verðbólgu myndu verðbólga og skammtímaxextir hér á landi lagast að því sem gerist á myntsvæðinu. Áhættuálag myndi líklega einnig lækka þótt ekki sé víst að innlendir vextir færu jafn lágt og vextir á kjarnasvæðinu. Viðskiptakostnaður myndi einnig lækka sem myndi væntanlega leiða til aukinnar erlendar fjárfestingar og utanríkisviðskipta.

Helstu gallar þess að taka gjaldmiðil upp einhliða er að nokkur viðbótarkostnaður fylgir því að skipta út gamla gjaldmiðlinum fyrir þann nýja. Í öðru lagi býr bankakerfið ekki við lausafjárfrigreiðslu seðlabanka og engin lánveitandi til þrautavara er til staðar. Lausafjárfrigreiðsla í gegnum erlenda banka gæti reynst dýr og ótrygg, sérstaklega þegar mest á reynir. Í þriðja lagi á einhliða upptaka erlends gjaldmiðils það sameiginlegt með þátttöku í myntbandalagi að ekki verður lengur hægt að jafna

sérstakar innlendar hagsveiflur með sjálfstæðri peningastefnu. Sumar rannsóknir benda hins vegar til að sveigjanlegt gengi auki frekar á sveiflurnar en mildi þær. Því gæti kjölfestan sem erlendur gjaldmiðill veitir reynst kostur, eins og fjallað er um í kafla 13.

Ríki sem tekið hafa upp annan gjaldmiðil einhliða eru ekki mörg og þróunarstig þeirra og efnahagsuppbygging og -staða um margt ólík og því varasamt að draga víðtækar ályktanir um lærdóm fyrir Ísland af reynslu þeirra. Þar að auki er tíminn frá því að annar gjaldmiðill var tekinn upp jafnan stuttur og því liggja ekki margar samanburðarrannsóknir á efnahagslegum áhrifum einhliða upptöku annars gjaldmiðils fyrir. Þær fáu rannsóknir sem gerðar hafa verið benda þó til þess að einhliða upptaka annars gjaldmiðils skili litlum efnahagslegum árangri. Þær benda jafnframt til þess að ríki sem búa við sveiflukennnd viðskiptakjör, eru ekki mjög samþætt ákveðnu viðskiptalandi og hafa fjármálakerfi sem er að mestu starfrækt í innlendum gjaldmiðli séu ólíklegust til að njóta ábata af einhliða upptöku annars gjaldmiðils þar sem þau munu eiga í erfiðleikum með að mæta ytri áföllum en ábati tengdur lægri vaxtakostnaði og auknum aga í ríkisfjármálum reynist oft ekki öruggur í hendi. Þetta eru mikilvægar niðurstöður og nauðsynlegt að hafa þær til hliðsjónar áður en jafn afdrifarík ákvörðun og einhliða upptaka annars gjaldmiðils er tekin. Auk skorts á samanburðarráðgjöfnum er einnig lítið um að fjallað sé samtímis um það hvaða breytingum stofnanaumhverfið þarf að taka til þess að mæta nýjum aðstæðum og tryggja að einhliða upptaka grafi ekki undan innlendu fjármálakerfi.

Sú ráðstöfun ein og sér að skipta út íslenskum krónum og færa bankareikninga í t.d. evru fjölgar ekki þeim evrum sem þjóðin hefur úr að spila. Í hvert skipti sem fyrirtæki eða einstaklingur færði innstæðu sína af íslenskum bankareikningi yfir á erlendan eða tæki hana út gengi á evrusjóð landsmanna. Fjármagnsflótti kæmi ekki lengur fram í breytingu á gengi gjaldmiðilsins heldur sem lækkun á lausafé innlendra bankastofnana. Lausafjárskortur banka getur leitt til gjaldþrots þeirra. Mjög vafasamt er að Ísland fengi lausafjár- eða þrautavarafyrirgreiðslu hjá Seðlabanka Evrópu ef evran yrði tekin upp einhliða. Ef hugmyndin er að taka upp einhvern annan gjaldmiðil en evru er ekki óhugsandi að hægt yrði að semja um fyrirgreiðslu fyrir íslenska banka hjá þeim seðlabanka sem gefur út gjaldmiðilinn, en það er með öllu óvíst. Fengist slík fyrirgreiðsla ekki né hlutdeild í myntsláttuhagnaði af grunnfé sem notað yrði hér á landi er ljóst að einhliða upptöku á erlendri mynt mun fylgja nokkur viðbótarkostnaður auk áhættu fyrir innlendar fjármálastofnanir vegna lausafjárviðbúnaðar í erlenda gjaldmiðlinum.

Hægt væri að draga úr ágöllum einhliða upptöku annars gjaldmiðils með tvíhliða samningi. Það þarf hins vegar tvo til og alls ekki víst að slíkt verði í boði. Eins og nú standa sakir er ljóst að engir samningar verða gerðir um upptöku evru nema í gegnum hið skilgreinda ferli Evrópusambandsins.

20 Hvaða gjaldmiðill?

Í köflum 18 og 19 er fjallað um aðra valkosti varðandi tengingu við eða upptöku annars gjaldmiðils en þann að ganga í Efnahags- og

myntbandalag Evrópu í gegnum aðild að Evrópusambandinu. Í fyrri kaflanum er fjallað um mismunandi möguleika á tengingu krónunnar við annan gjaldmiðil en í seinni kaflanum er fjallað um upptöku á öðrum gjaldmiðli án formlegrar aðildar að myntsvæðinu. Þessi kafli fjallar hins vegar um hvaða gjaldmiðill væri heppilegastur yrði einhver þessara leiða farin.

Eðlilegt er að nálgast valið út frá því að markmiðið sé að lágmarka kostnað sem fylgir því að eiga viðskipti við önnur lönd og draga sem mest úr gengissveiflum gagnvart öðrum gjaldmiðlum. Út frá þessu sjónarmiði er því nærtækast að horfa til þess hversu mikil viðskipti eru við þau myntsvæði sem koma til greina, sem til lengdar getur haft áhrif á tengsl innlendrar hagsveiflu og hagsveiflu á svæðinu. Einnig skiptir máli hversu stórt svæðið er og hversu algengt er að önnur ríki tengist því. Ábatinn í formi stöðugra gengis verður því meiri sem fleiri gjaldmiðlar tengjast svæðinu. Hversu mikið viðkomandi gjaldmiðlar eru notaðir í uppgjöri alþjóðlegra viðskipta þjóðarinnar og hvernig samsetningu erlendra skulda þjóðarbúsins er háttað kann einnig að skipta máli. Að lokum er mikilvægt að viðkomandi gjaldmiðill sé traustur þannig að peningaleg kjölfesta sé til staðar á myntsvæðinu.

Þegar lítið er til allra þessara þátta virðist tenging við eða upptaka evru augljósasti kosturinn, sé á annað borð ákveðið að tengja gengi krónunnar öðrum gjaldmiðli eða að taka hann upp. Evrusvæðið vegur langþýngst í utanríkisviðskiptum þjóðarinnar og erlendum skuldum hennar og er evran algengasta uppgjörsmýnt erlendra viðskipta hennar ásamt Bandaríkjadal. Evrusvæðið er jafnframt næststærsta myntsvæði heimsins á eftir því bandaríska. Því fylgir tengingu við evruna viðbótarábati, vegna þess að fjöldi annarra ríkja gerir slíkt hið sama eða reynir að draga úr sveiflum gagnvart henni. Tengsl innlendrar hagsveiflu við hagsveiflu evrusvæðisins eru hins vegar takmörkuð. Niðurstöður rannsókna benda þó til þess að slík tengsl aukist jafnan við aðild að myntbandalagi.

Sé miðað við tengsl hagsveiflunnar gætu norrænu gjaldmiðlarnir einnig komið til greina, þótt tengslin séu ekki mikil gagnvart neinum þeirra. Yrði evran ekki fyrir valinu virðist danska krónan vera vænlegasti kosturinn af norrænu gjaldmiðlunum, vegna þess að hún er fasttengd evru. Því fengist hluti af ábata þess að tengjast evrusvæðinu óbeint með tengingu eða upptöku dönsku krónunnar. Af öðrum valkostum hafa Bandaríkin þann kost að vera stórt myntsvæði og Bandaríkjadalur er forðagjaldmiðill. Því myndi töluverður ábati í formi nettenglaáhrifa fylgja upptöku Bandaríkjadals. Hins vegar eru viðskipti Íslands við Bandaríkin tiltölulega lítil og tengsl við hagsveiflu þeirra takmörkuð. Þótt breska myntsvæðið sé minna en hið bandaríska hefði Sterlingspundið þann kost að breska hagsveiflan virðist vera tengdari Íslandi og viðskipti við Ísland meiri. Tenging við Kanada virðist hins vegar að flestu leyti lakur kostur: kanadíska myntsvæðið er lítið og engin önnur ríki tengjast því, viðskipti við Kanada eru nánast engin og tengsl kanadísku hagsveiflunnar og hinnar íslensku mjög takmörkuð. Stjórn peningamála í Kanada er hins vegar traust.

Tenging við körfu gjaldmiðla kæmi einnig til greina, einkum ef um hefðbundna gengistengingu yrði að ræða. Á móti kemur að slík

tenging yrði ógagnsærri en tenging við einn kjölfestugjaldmiðil og veitir að því leyti minni peningalega kjölfestu. Ábata tengingar við myntkörfu er auk þess hægt að ná fram að töluverðu leyti með tengingu við stórt myntsvæði sem fjöldi annarra gjaldmiðla tengist.

21 ERM-II samstarfið og reynsla nýrra aðildarríkja

Til þess að geta tekið upp evru þurfa ríki að uppfylla ákveðin skilyrði um efnahagslega samleitni sem kennd eru við hollensku borgina Maastricht. Meðal skilyrðanna er að ríkin taki þátt í ERM-II samstarfinu um gjaldeyrismál í a.m.k. tvö ár og nái að halda gengi gjaldmiðla sinna innan ákveðinna marka.

Í þessum kafla eru ný aðildarríki myntsamstarfsins tekin til sérstakrar skoðunar og þá sérstaklega hvernig þeim hefur reitt af innan ERM-II gengissamstarfsins, með það að markmiði að draga lærdóm af reynslu þeirra fyrir hugsanleg áhrif mögulegrar þátttöku Íslands í ERM-II. Hafa þarf þó í huga að flest ríki sem hingað til hafa farið í gegnum ERM-II á leið inn á evrusvæðið hafa verið nýmarkaðsríki á nokkru lægra tekjustigi en evruríkin. Aðlögun þjóðarbúskapar þeirra innan ERM-II einkennist því fyrst og fremst af aðlögun þeirra að hærra tekjustigi og þróaðra markaðshagkerfi. Að því leyti er vandasamt að draga afgerandi lærdóm varðandi hugsanlega reynslu Íslendinga.

Þótt eitt af Maastricht-skilyrðunum eigi að takmarka gengissveiflur innan ákveðinna marka á meðan ríkin eru í ERM-II á leið inn á evrusvæðið, hafa ríkin haft vissan sveigjanleika við útfærslu gengisstefnunnar innan ERM-II. Flest þeirra hafa byggt á gengismarkmiði, og þá oft innan mjög þröngra marka, en einnig eru dæmi um ríki sem hafa byggt á tiltölulega sveigjanlegu gengi og notast við verðbólguþröngumarkmið sem peningalega kjölfestu. Ef Ísland gengi í Evrópusambandið og tæki þátt í ERM-II samstarfinu hefði það því val um að byggja á sveigjanlegu gengi innan tiltölulega víðra vikmarka ERM-II fyrirkomulagsins og notast við verðbólguþröngumarkmið, en Ísland hefur nokkra reynslu af því fyrirkomulagi, eða byggja á gengismarkmiði eins og flest ríki sem hafa verið í ERM-II samstarfinu.

Þegar efnahagsþróun nýju aðildarríkjanna í aðdraganda aðildar að ERM-II er borin saman við þróunina eftir aðild að ERM-II, kemur í ljós að verðbólga hjaðnaði í átt að því sem viðgekkst í Þýskalandi, þótt hún hafi jafnan verið meiri en þar enda framleiðnivöxtur meiri í nýju aðildarríkjunum á meðan þjóðarbúskapur þeirra er að ná þróunarstigi þróaðri Evrópuríkja. Hagvöxtur var jafnframt yfirleitt meiri og hagsveiflur minni. Þó ber að hafa í huga að tímabilið frá stækkun Evrópusambandsins til austurs um miðjan síðasta áratug var afar sveiflukennt, fyrst með miklum alþjóðlegum hagvexti á tímum lausafjárnóttar fyrir alþjóðlegu fjármálakreppuna, og svo með miklum samdrætti eftir að kreppan hófst. Þessi þróun er ekki einskorðuð við nýju Evrópusambandsríkin og ætti að skoða samanburðinn á milli tímabila í því ljósi. Nafnvextir í ERM-II ríkjunum lækkuðu einnig í átt að því sem viðgengst í Þýskalandi í takt við aukna samleitni verðbólgu en slíka samleitni virðist síður að finna í þróun raunvaxta, enda voru þeir þegar svipaðir fyrir aðild að ERM-II. Nafn- og raungengissveiflur hafa að sama skapi minnkað. Samanburður við

efnahagsþróun nýrra Evrópusambandsríkja utan ERM-II, sem flest byggja á flotgengisstefnu, bendir hins vegar til þess að í meginatriðum sé þessi þróun óháð því hvort ríkin voru innan eða utan ERM-II.

Samanburður á áhrifum alþjóðlegu fjármálakreppunnar sýnir að áhrif hennar á Eyrstrasaltsríkin voru óvenjumikil og mun meiri en meðal annarra ríkja innan og utan ERM-II samstarfsins. Vegna fastgengisfyrirkomulags innan ERM-II var gengislækkun gjaldmiðla Eyrstrasaltsríkjanna takmörkuð í kjölfar kreppunnar. Það er því freistandi að ætla að takmarkaður gengissveigjanleiki hafi valdið því að samdráttur í raunhagkerfinu varð meiri þar en ella. Þetta er hins vegar ekki augljóst þar sem áhrif kreppunnar á raunhagkerfi hinna ríkjanna virðast óháð því hversu mikil gengislækkunin varð þar í kjölfar kreppunnar. Óvenjumikil áhrif kreppunnar á Eyrstrasaltsríkin virðist fremur mega rekja til annarra efnahagsþátta í aðdraganda kreppunnar eins og óvenjumikils efnahagslegs ójafnvægis sem birtist m.a. í miklum viðskiptahalla, mikilli verðbólgu og mikilli skuldsetningu einkageirans. Ekki er þó útilokað að fastgengissamstarfið hafi átt þátt í að auka á ójafnvægið og að það muni hægja á batanum. Á móti kemur að aðild að ERM-II, og síðan evruaðild hjá sumum þeirra í kjölfarið, gæti hafa veitt ríkjunum ákveðið skjól, þá helst með því að koma í veg fyrir gjaldeyriskreppu. Á heildina litið er því ekki augljóst hvaða hlutverki aðild að ERM-II, og gengisfyrirkomulagið almennt, gegndi í aðdraganda kreppunnar og hvaða áhrif það hafði á hvernig kreppan lék þjóðarbúskap þessara ríkja. Ef eitthvað er virðist þróunin fremur benda til þess að það hafi verið aðrir þættir eins og efnahagslegt ójafnvægi sem gegndu þar lykilhlutverki en gengisfyrirkomulagið eitt og sér.

22 Skiptigengi við inngöngu í myntsvæði

Í þessum kafla er farið yfir nokkur viðmið varðandi ákvörðun á skiptigengi gjaldmiðils við inngöngu í nýtt myntsvæði. Lögð er áhersla á mikilvægi þess að skiptigengið sé ákvarðað þannig að raungengið sé sem næst jafnvægisgildi sínu þannig að hvorki komi til ofþenslu né versnandi samkeppnisstöðu við inngöngu í myntsvæðið. Í því samhengi er fjallað um mat á jafnvægisraungengi Íslands en samkvæmt því er gengi krónunnar nú um stundir eitthvað undir því. Líklegt er að jafnvægisraungengið breytist yfir tíma með breytingum á efnahagsaðstæðum, m.a. þeim breytingum sem inngangan í myntbandalagið veldur. Því er mikilvægt að sveigjanleiki raungengis sé enn fyrir hendi þótt nafngengisbreytingar séu ekki lengur mögulegar. Reynsla ýmissa ríkja í kjölfar aðildar að evrusvæðinu sýnir glögglega hvernig alvarleg vandamál geta komið upp í kjölfar aðildar að myntbandalagi ef ekki er hugað að samkeppnisstöðu samkeppnisgreina og ytri jöfnuði þjóðarbúsins.

Að lokum er í kaflanum fjallað um mikilvægi þess að undirbúa og tilkynna skiptigengi gamla gjaldmiðilsins gagnvart þeim nýja nokkru fyrir gjaldmiðlaskiptin til að koma í veg fyrir hagnaðartækifæri af spákaupmennsku í aðdraganda skiptanna.

23 Maastricht-skilyrðin

Ríki sem ganga í Evrópusambandið skuldbinda sig til þess að taka þátt í þriðja áfanga Efnahags- og myntbandalags Evrópu sem felur í sér aðild að evrópska seðlabankasamstarfinu og evrusamstarfinu. Áður en að evruaðild kemur þurfa ríkin hins vegar að uppfylla ákveðin skilyrði um efnahagslega samleitni sem kennd eru við hollensku borgina Maastricht. Þau voru sett til þess að tryggja stöðugleika á evrusvæðinu og draga úr hættu á efnahagslegum áföllum á hluta myntsvæðisins, sem gætu gert sameiginlega stjórn peningamála mun erfiðari en ella. Í þessum kafla er fjallað um Maastricht-skilyrðin og inngönguferlið í myntbandalagið og hvernig Evrópusambandsríki standa gagnvart skilyrðunum, einnig þau ríki sem hafa tekið upp evruna. Þá er staða Íslands gagnvart Maastricht-skilyrðunum skoðuð.

Maastricht-skilyrðin eru mjög skýr. Hins vegar virðist vera einhver sveigjanleiki í ákvörðunum um hvort ríki uppfylli skilyrðið um heildarskuldir hins opinbera. Þótt þær hafi verið umfram það sem Maastricht-skilyrðin kveða á um í nokkrum ríkjum, var talið að í öllum tilfellum myndu þær lækka til lengri tíma litið, enda hafði skuldastaða allra ríkjanna farið lækkandi í aðdraganda evruaðildarinnar. Þrátt fyrir versnandi þróun skulda hins opinbera meðal ríkja sem var veitt undanþága í upphafi er þessi sveigjanleiki enn til staðar í sáttmála Evrópusambandsins.

Þrátt fyrir að Ísland uppfylli enn ekki nema eitt af Maastricht-skilyrðunum, þ.e. skilyrðið um langtímavexti, gera áætlanir ráð fyrir að tvö þeirra, þ.e. þau sem snúa að verðbólgu og afkomu hins opinbera verði uppfyllt á allra næstu árum. Hins vegar er ekki gert ráð fyrir að heildarskuldir hins opinbera verði komnar niður fyrir viðmiðið í náinni framtíð þótt áætlað sé að þær muni lækka frá þessu ári. Miðað við fordæmin er því ekki útilokað að Ísland gæti talist uppfylla skilyrðin um þátttöku í evrusvæðinu varðandi kuldir hins opinbera lækki þær nægilega hratt og teljist lækkunin trúverðug. Reynslan af agaleysi í opinberum fjármálum á evrusvæðinu og nýlegar breytingar á sáttmálum bandalagsins (sjá nánar í kafla 15) gætu þó gert það að verkum að framvegis verði túlkun þessa ákvæðis harðari.

24 Evrukerfið

Í þessum kafla er stofnanauppbyggingu evrukerfisins lýst og sérstaklega horft til meginstoðar evrukerfisins, þ.e. Seðlabanka Evrópu og samspils hans við seðlabanka aðildarríkjanna og seðlabanka þeirra Evrópusambandsríkja sem standa utan evrusvæðisins.

Einnig er fjallað um þær breytingar sem gera þyrfti á starfsemi Seðlabanka Íslands og innlendri greiðslumiðlun við aðild að evrusvæðinu og nauðsynlegar lagabreytingar er snúa að bankanum og tengdri starfsemi. Þótt margt sé líkt í uppbyggingu og framkvæmd peningastefnunnar á evrusvæðinu og hér á landi, er ljóst að margháttaðar breytingar verða á skipulagi Seðlabanka Íslands og framkvæmd og útfærslu peningastefnunnar hér á landi verði af aðild Íslands að Evrópusambandinu og evrusvæðinu. Þá þarf að gera

veigamiklar breytingar á lögum um Seðlabanka Íslands þannig að hann uppfylli örugglega kröfur um sjálfstæði og getu til að uppfylla skilyrði þátttöku í Evrópska seðlabankakerfinu. Einnig er ljóst að margs konar breytingar verða á skipulagi þeirra fjármálamarkaða sem standa næst framkvæmd peningastefnunnar. Þá yrði að gera breytingar á innlendra greiðslumiðlun, þar sem Ísland yrði þátttakandi í sameiginlegu greiðsluuppjörskerfi evrusvæðisins, TARGET2.

25 Skipulag fjármálaeftirlits í Evrópusambandinu og hlutverk seðlabanka

Til að varpa ljósi á hvaða áhrif aðild Íslands að evrusvæðinu hefði á hlutverk Seðlabanka Íslands í fjármálaeftirliti hér á landi og í Evrópusambandinu er í þessum kafla fjallað um innri markað sambandsins á sviði fjármálastarfsemi, með áherslu á þróun fjármálamarkaða og skipulags fjármálaeftirlits á innri markaðnum, sérstaklega eftir að evran kom til sögunnar. Ýmis álitamál hafa komið upp varðandi skipulag fjármálaeftirlits á svæðinu í heild og skiptingu ábyrgðar á milli aðildarríkja, bæði heima- og gistiríkja, og stofnana sambandsins. Eftir að alþjóðlega fjármálakreppan skall á hefur orðið gagnger breyting á stofnanaumgjörðinni þótt enn sé nokkuð í land með að skilgreina betur hvar ábyrgð á fjármálastarfsemi yfir landamæri á best heima. Í þessu sambandi hefur áhersla verið lögð á að lýsa hlutverki Seðlabanka Evrópu, sem sögulega hefur haft hlutverk á sviði peningamála en ekki á sviði fjármálastöðugleika. Nú hefur mikil breyting orðið á bæði varðandi eftirlit bankans með kerfisáhættu á innri markaðnum í heild eftir að Evrópska kerfisáhætturáðið tók til starfa og hlutverk hans sem lánveitanda til þrautavara er í mikilli gerjun.

Verði af aðild Íslands að Evrópusambandinu, mun Seðlabanki Íslands fá hlutverk í starfsemi viðeigandi stofnana sambandsins varðandi þessi atriði. Til viðbótar við greiningarvinnu og samráð vegna þátttöku í mótun peningastefnu á svæðinu í heild munu því koma til samráðsskyldur á sviði fjármálastöðugleika í tengslum við Evrópska kerfisáhætturáðið. Nýlegri þróun á sviði þjóðhagsvarúðartækja er einnig lýst, en almennt er þróunin í þá átt hjá Evrópusambandsríkjunum að veita seðlabönkum aukna ábyrgð og vald til að beita slíkum tækjum.

Nýlegar breytingar á stofnanagerð eftirlits með fjármálastöðugleika í Evrópusambandinu bæta eftirlit með kerfisáhættu á innri markaðnum. Um leið og umgjörð fyrirbyggjandi aðgerða er styrkt og getan til að takast á við áföll er aukin, má vera ljóst að þær breytingar miðast aðallega við ríki í Evrópusambandinu og sérstaklega á evrusvæðinu. Þær breytingar taka því ekki á ýmsum mikilvægum atriðum varðandi þátttöku ríkja sem standa utan Evrópusambandsins og myntsamstarfsins en eru með fjármálafyrirtæki sem taka þátt á innri markaðnum á grundvelli samningsins um Evrópska efnahagssvæðið og eigin gjaldmiðils.

