

# 1

## Stefnan í gjaldmiðils- og gengismálum

---

### 1.1 Inngangur

Íslendingar standa á næstu misserum frammi fyrir mikilvægum ákvörðunum er varða fyrirkomulag gjaldeyris- og peningamála, regluverk og uppbyggingu fjármálakerfisins og tengsl íslensks þjóðarbúskapar við umheiminn. Í því efni þarf að taka mið af reynslunni af fjármálakreppunni og reynslu Íslendinga af stjórn peningamála.

Ísland hefur sótt um aðild að Evrópusambandinu (ESB) og ef af henni verður mun það marka ofangreindum þáttum afgerandi braut. Verði niðurstaðan sú að ganga ekki í ESB stendur valið um aðra kosti. Í báðum tilfellum liggur það verkefni fyrir að losa núverandi fjármagnshöft. Samkvæmt regluverki ESB skal því lokið áður en til mögulegrar aðildar kemur. Reynsla undanfarinna áratuga sýnir hins vegar að fullkomlega óheftum fjármagnshreyfingum fylgir töluverð áhætta. Til að draga úr þeirri áhættu þarf að þróa regluverk sem gerir íslenskt fjármálakerfi í stakk búið til að takast á við sviptivinda óheftra fjármagnshreyfinga á ný. Það regluverk kann að fela í sér einhverjar takmarkanir á fjármálalega samþættingu Íslands við umheiminn, einkum varðandi alþjóðlegt athafnafrelsi innlendra fjármálastofnana. Í hve ríkum mæli svo verður er þó háð því hvaða kostur verður ofan á í gjaldmiðilsmálum Íslendinga.

Þessu riti var upphaflega ætlað að skýra með ítarlegum hætti hvað fælist í aðild að ESB og þátttöku í evrusamstarfinu varðandi gengis- og peningamál og greina kosti og galla þess fyrir Ísland að fara þá leið. Árið 1997 gaf Seðlabanki Íslands út sams konar rit undir heitinu *Efnahags- og myntbandalag Evrópu – EMU*. Mikið vatn hefur runnið til sjávar síðan þá. Myntbandalagið hefur verið við lýði í nær einn og hálfan áratug sem einkenndist af velgengni framan af en alvarlegri kreppu um þessar mundir. Ísland stendur nú með mun meira afgerandi hætti frammi fyrir því að vega og meta kosti og galla aðildar en þá var. Því er full þörf á að gefa út nýtt rit um þetta efni. Þetta rit er töluvert víðfeðmara þar sem í því er einnig fjallað um kosti og galla annarra leiða sem fela annaðhvort í sér skilgreind mörk á gengi krónunnar, t.d. gengistengingu með

vikmörkum og myntráð, eða upptöku annars gjaldmiðils. Sumum þessara leiða hefur verið stillt upp í opinberri umræðu að undanförunu sem valkostum við annaðhvort aðild að evrusvæðinu eftir samningsleið ESB eða sveigjanlegt gengi á grundvelli eigin gjaldmiðils. Þessa kosti þarf því að greina eins og aðrar mögulegar leiðir. Sá kostur að búa áfram við sveigjanlegt gengi á grundvelli eigin gjaldmiðils með viðeigandi breytingum á hagstjórnarramma og fjármálalegu regluverki með tilliti til reynslu undanfarinna ára var hins vegar til umfjöllunar í riti sem Seðlabanki Íslands gaf út á árinu 2010 og bar heitið *Peningastefnan eftir höft*. Í þessu riti eru þessum valmöguleika ekki gerð jafn ítarleg skil. Í kafla 3 er hins vegar ítarleg umfjöllun um reynslu Íslendinga af sjálfstæðri peningastefnu og sveigjanlegu gengi. Í umræðum og stefnumótun komandi mánaða og missera verður einnig að taka mið af þessu efni ef allir valkostir eiga að vera undir. Einnig þarf að taka til umræðu hvaða varúðarreglum yrði beitt til þess að draga úr áhættu tengdri erlendum eignum og skuldum innlendra fjármálastofnana og annarri áhættu sem tengist óheftum fjármagnshreyfingum til og frá landinu. Þessum reglum eru gerð skil í riti Seðlabankans sem ber heitið *Varúðarreglur eftir fjármagnshöft* og kom út fyrir skömmu. Þar er fjallað um þær takmarkanir á lausafjár- og gjaldeyrisáhættu og alþjóðlegri starfsemi innlendra fjármálafyrirtækja sem þurfa vera við lýði ef fjármagnshreyfingar eru að öðru leyti óheftar, einkum ef Ísland býr við eigin gjaldmiðil. Í umfjölluninni hér á eftir verður því einnig tekið mið af þessum tveimur ritum.<sup>1</sup>

## 1.2 Reynsla Íslendinga af eigin gjaldmiðli

Íslendingar hafa haft eigin gjaldmiðil síðan árið 1885 en jafnvirði var haldið við dönsku krónuna þar til í júní 1922 þegar gengið var fellt um 23% og síðan sett tímabundið á flot (sjá kafla 12). Segja má að þá hafi krónan orðið til sem sjálfstæður gjaldmiðill. Reynslan af því er blendin og illa hefur gengið að varðveita verðgildi gjaldmiðilsins. Þannig er verðgildi krónunnar um þessar mundir einungis 0,05% af því sem hún var fyrir gengisfellinguna árið 1922 og hefur því rýrnað um 99,95%. Gagnvart neysluvörum og þjónustu hefur krónan rýrnað enn meir eða um 99,99%. Séð frá öðru sjónarhorni er kaupmáttur hennar gagnvart vörum og þjónustu um þessar mundir því aðeins 0,013% af því sem hún var við stofnun Lýðveldisins í júní 1944. Eigi að síður þróast Ísland á þessu tímabili frá því að vera með tekjulægri ríkjum Evrópu yfir í að vera með þeim tekjuhærrí, sé miðað við landsframleiðslu á mann. Það varð þó ekki vegna þrálátrar verðbólgu enda fylgir henni efnahagslegur kostnaður. Gengislækkunar og tímabundin verðbólga í kjölfar þeirra hafa þó stundum flýtt fyrir nauðsynlegri aðlögun þjóðarbúsins í kjölfar efnahagsfalla og þannig komið landinu hraðar á hagvaxtarbraut.

Fjallað er um ákveðna þætti í reynslu Íslendinga af sjálfstæðum gjaldmiðli í köflum 3 og 12. Þá er í köflum 9 og 13 spurt tveggja lykilsurninga. Sú fyrri er hversu skilvirk peningastefnan sé í að ná þeim

<sup>1</sup> Sjá Seðlabanki Íslands (2010), *Peningastefnan eftir höft*, *Sérrit nr. 4*, og Seðlabanki Íslands (2012), *Varúðarreglur eftir fjármagnshöft*, *Sérrit nr. 6*.

markmiðum sem henni eru sett. Hin seinni er hvort sveigjanleiki gjaldmiðilsins hafi stuðlað að aðlögun og stöðugleika eða þvert á móti vakið og magnað sveiflur. Þegar þetta efni er dregið saman fæst sú niðurstaða að árangur Íslendinga af sjálfstæðri peningastefnu og sveigjanlegu gengi hafi verið slakari en víða, þ.e.a.s. að peningastefnunni hafi ekki tekist að ná þeim markmiðum sem henni hafa verið sett og að sveigjanleiki gengis krónunnar hafi fremur verið sveiflumagnandi en sveiflujafnandi þáttur. Þó er líklegt að sveigjanlegt gengi krónunnar hafi við vissar aðstæður auðveldað aðlögun þjóðarbúsins eftir alvarleg áföll eins og í kjölfar hruns síldarstofnsins undir lok sjöunda áratugar síðustu aldar svo og í þeim mikla efnahagssamdrætti sem kom í kjölfar fjármálakreppunnar við lok fyrsta áratugar þessarar aldar.

Í ofangreindum köflum er reynt að grafast fyrir um ástæður þessa. Ekki eru þar öll kurl komin til grafar og þyrfti frekari rannsóknir sem ná út fyrir ramma þessa rits og hefðbundinna viðfangsefna hagfræðinnar til að varpa ljósi á hvers vegna stefna lítillar verðbólgu og efnahagslegs stöðugleika virðist eiga undir högg að sækja hér á landi og hvers vegna agaleysi í hagstjórn og lausatök í regluverki og eftirliti með fjármálakerfinu fengu að viðgangast á árunum fyrir fjármálakreppuna. Hins vegar eru leidd rök að því í ritinu að sá vandi að sjálfstæð peningastefna er ekki að fullu skilvirk og að sveigjanlegt gengi geti verið sveiflumagnandi sé ekki einskorðaður við Ísland og eigi ekki einungis rætur að rekja til ómarkvissrar hagstjórnar. Hann má að einhverju leyti einnig rekja til sveiflueiginleika gengis gjaldmiðla sem svipar til annars eignaverðs þar sem væntingar og spákaupmennska leika mikið hlutverk. Þess utan eru vísbendingar um að minni ríki eigi erfiðara en þau stærri með að reka sjálfstæða peningastefnu á sama tíma og þau samþættast æ meir alþjóðavæddum heimi. Í því sambandi er athyglisvert að Ísland var fyrir fjármálakreppuna langminnsta ríkið með fljótandi gjaldmiðil. Nánar er fjallað um mögulegar ástæður vanda lítilla ríkja í þessu sambandi í köflum 9 og 13.

### 1.3 Evrusamstarfið

Meginuppistaða þessa rits er umfjöllun um evrusamstarfið. Fjallað er um hvað felst í aðild að því og hverjir styrkleikar og veikleikar þess hafa reynst hingað til. Þannig er fjallað í köflum 2 og 16 um efnahagsþróunina á evrusvæðinu frá upphafi og sérstaklega í kjölfar fjármálakreppunnar og í kafla 17 eru áhrif fjármálakreppunnar á ríki innan og utan myntsvæðisins borin saman, með sérstakri áherslu á samanburð á þróuninni á Íslandi og Írlandi. Markmiðið er að veita lesandanum upplýsingar og skýra frá niðurstöðum rannsókna með það fyrir augum að stuðla að vandaðri umræðu og stefnumótun um þetta stóra mál. Þá er í kafla 24 leitast við að skýra hvaða breytingar munu þurfa að koma til á íslenskum lögum og reglum varðandi gjaldmiðilinn og Seðlabanka Íslands ef ákveðið verður að feta þessa braut.

Kaflar 21-25 lýsa evrusamstarfinu og því hvernig ríki verða aðilar að því. Samkvæmt regluverki ESB ber aðildarríkjum að taka upp evruna þegar þau hafa uppfyllt svokölluð Maastricht-skilyrði um efnahagslega samleitni. Þau eru að halli og skuldir hins opinbera séu innan tiltekinna

marka, að verðbólga og langtímavextir víki ekki of mikið frá því sem gerist meðal þeirra þriggja ESB-ríkja þar sem verðbólga er minnst og að viðkomandi ríki hafi tekið þátt í gengissamstarfi ríkja sem stefna að aðild að evrusvæðinu (svokölluðu ERM-II samstarfi) í a.m.k. tvö ár. Aðeins Danmörk og Bretland hafa varanlega undanþágu frá aðild að evrusamstarfinu og ekki er gert ráð fyrir að ný aðildarríki ESB fái slíka undanþágu.

Í kafla 23 er fjallað um Maastricht-skilyrðin en í kafla 21 um það hvað felst í ERM-II samstarfinu og hvernig nýjum aðildarríkjum hafi reitt af innan þess. Niðurstöður varðandi það eru langt í frá ótvíræðar. Samleitniþróunin sem átti sér stað í aðdraganda evrusamstarfsins reyndist mörgum ríkjum skeinuhætt þar sem fjármagnsinnstreymi, lækkandi vextir og aukin bjartsýni stuðlaði að mikilli hækkun eignaverðs og raungengis. Það hafði í för með sér viðskiptahalla og skerta samkeppnisstöðu sem hélst, og í sumum tilfellum magnaðist, löngu eftir inngöngu á evrusvæðið þar sem skiptigengið við inngöngu á myntsvæðið varð af ofangreindum sökum í ósamræmi við undirliggjandi jafnvægisgengi (sjá kafla 22). Svipaða þróun mátti sjá fyrir fjármálakreppuna meðal þeirra ríkja sem aðild áttu að ERM-II, sérstaklega meðal Eystrasaltsríkjanna. Á móti hafa ERM-II ríkin sloppið við gjaldeyriskreppu.

Af þessu má draga lærdóma fyrir Ísland komi til þess að það feti þessa braut. ERM-II er gagnlegur aðdragandi að fullri aðild að myntbandalaginu og mun að öðru óbreyttu draga úr gengissveiflum. En aðildin er engin töfralausn og ferlið inn á evrusvæðið getur reynt áhættusamt. Því er mikilvægt að hagstjórn og regluverk miði að því að viðhalda sem bestu jafnvægi í þjóðarbúskapnum og haldi fjármálalegri áhættu innan viðunandi marka. Flestar breytingar sem munu gagnast til að bæta hagstjórn með sveigjanlegu gengi krónunnar munu því einnig nýtast í aðdraganda evruaðildar og er nánar fjallað um þær breytingar síðar í þessum kafla.

Í kafla 24 er fjallað um hvað felst í aðild að evrusvæðinu og fullri þátttöku í starfi Seðlabanka Evrópu (ECB). Gera þarf margvíslegar breytingar á lögum um Seðlabanka Íslands þannig að hann geti tryggilega uppfyllt þær kröfur sem gerðar eru til þjóðbundinna seðlabanka á evrusvæðinu varðandi sjálfstæði og getu til að sinna þeim verkefnum sem aðildin kallar á. Þá eru gerðar meiri kröfur en áður um þátttöku seðlabankanna í mótun og framkvæmd fjármálastöðugleikastefnu eins og lýst er í kafla 25.

Peningum er ætlað að vera greiðslumiðill (e. medium of exchange), reiknieining (e. units of account) og verðmætisgeymir (e. store of value). Því betur sem þeir halda verðgildi sínu gagnvart vöru og þjónustu og öðrum gjaldmiðlum því betri verðmætisgeymir og ábyggilegri reiknieining eru þeir. Því meira sem þeir eru notaðir í viðskiptum og njóta almennari viðurkenningar í greiðsluuppgjöri, því betri eru þeir sem greiðslumiðill. Á þessa mælikvarða hefur evran heppnast vel og núverandi kreppa á evrusvæðinu hefur enn sem komið er litlu breytt hvað það varðar. Evran er annar stærsti forðagjaldmiðill heims á eftir Bandaríkjadal og viðurkennd í viðskiptum hvarvetna. Að baki henni er einn af tveimur stærstu og öflugustu fjármálamörkuðum

heims. Eins og fram kemur í kafla 2 hefur verðbólga lengst af verið nálægt markmiði á líftíma evrunnar, en það er talið vera um 2%, að meðaltali 2,1% frá byrjun árs 1999 til miðs árs 2012 og um þessar mundir tæplega 2½%. Evran hefur á heildina litið einnig haldið verðgildi sínu gagnvart öðrum gjaldmiðlum. Í lok ágúst 2012 var gengi hennar gagnvart Bandaríkjadal t.d. nærri 6½% hærra en þegar evran kom til sögunnar í byrjun árs 1999 og 4% yfir meðaltali alls tímabilsins. Greiðslumiðlunarkerfi evrunnar hafa reynst vel, einnig í fjármálakreppunni. Þá hafa engar hömlur verið lagðar á fjármagnsflutninga með evrueignir, innan eða utan evrusvæðisins. Því er ekki gjaldeyriskreppa á evrusvæðinu og í raun villandi að tala um kreppu evrunnar sem slíkrar.

Þetta breytir því ekki að evrusvæðið glímir nú við flókið samspil margvíslegra erfiðleika sem gætu í versta tilviki ógnað sjálfri tilvist þess, ef fjarar undan pólitískum stuðningi við myntbandalagið. Þeir efnahagslegu og fjármálalegu erfiðleikar sem við er að glíma á evrusvæðinu eiga að hluta til rætur að rekja til þess að ásamt Bandaríkjunum, Bretlandi og Sviss var evrusvæðið ein af upptökum fjármálakreppunnar sem hófst um mitt ár 2007 og náði hámarki haustið 2008. Kreppan hafði í upphafi lítið með galla á gerð evrusvæðisins að gera. Þróunin sem hún hleypti af stað afhjúpaði þá hins vegar. Þegar öllu er á botninn hvolft eiga þessir gallar rætur að rekja til þess að þrátt fyrir að samningarnir að baki evrusvæðinu noti heitið Efnahags- og myntbandalag Evrópu (e. Economic and Monetary Union, EMU), vantaði í raun efnahags- og ríkisfjármálaþáttinn að verulegu leyti í bandalagið (sjá kafla 15). Þá er regluverk ESB um bankastarfsemi yfir landamæri meingallað þar sem athafnafrelsi banka á svæðinu í heild fór saman við þjóðbundið eftirlit og innlánstryggingar og reyndar einnig þjóðbundna lausafjárfyrirgreiðslu í tilviki ESB-ríkja utan evrusvæðisins. Þetta gerði það mun erfiðara en ella að takast á við erfiðleika í bankakerfinu þegar fjármálakreppan var í hámarki. Það kann að einhverju leyti að skýra hvers vegna ekki var tekið nægilega vel til í evrópsku bankakerfi á þeim tíma og í minna mæli en t.d. í Bandaríkjunum. Þar með var bankakerfið einnig veikara fyrir þegar ríkisskuldakreppan braust út í sumum aðildarríkjum evrusvæðisins en hún átti rætur að rekja til langvarandi agaleysis í ríkisfjármálum (sjá kafla 15), hagstjórn og í fjármálakerfi einstakra ríkja.

Evrusvæðið glímir því um þessar mundir við ríkisfjármálakreppu í sumum aðildarríkjum, samkeppnis- og viðskiptajafnaðarkreppu innan svæðisins, djúpa bankakreppu í sumum þeirra og veikleika bankakerfisins í mörgum öðrum þeirra sem myndu aukast ef ríkisskuldakreppa einhverra aðildarríkja endar með greiðslufalli ríkissjóða þeirra. Gjaldeyriskreppa eða kreppa gjaldmiðilsins sem slíks er hins vegar ekki hluti af vandanum fremur en að gjaldeyriskreppa var hluti af fjármálakreppunni í Bandaríkjunum.

Eins og fjallað er nánar um í köflum 16 og 25 hefur þegar verið gripið til margvíslegra aðgerða til að draga úr hönnunargöllum evrusvæðisins. Óvíst er þó að þær dugi til að varðveita bandalagið í núverandi mynd. Ekki er hér staður né stund fyrir spádóma um hvernig kreppan á evrusvæðinu muni þróast á næstunni. Enn er ekki fullreynt hvort þær umbætur sem nú er unnið að skili tilætluðum árangri. Ef illa

tekst til gæti kreppan versnað og í versta falli haft alvarlegar afleiðingar fyrir framtíð evrusvæðisins í núverandi mynd. Ef vel tekst til gætu umbæturnar eftir evrusamstarfið. Í þessu efni þarf að bíða dóms reynslunnar.

#### 1.4 Ávinningur og áhætta Íslendinga af aðild að evrusvæðinu

Samkvæmt hefðbundnum hagfræðikenningum um hagkvæm myntsvæði (sjá kafla 5) á tiltekið ríki fremur erindi á stærra myntsvæði eftir því sem áföll og búhnykkir eru í meira mæli sameiginlegir öðrum ríkjum svæðisins, hlutdeild utanríkisviðskipta er meiri, hlutdeild viðkomandi myntsvæðis í utanríkisviðskiptum landsins meiri og sveigjanleiki innlends vinnumarkaðar meiri. Þessi svokölluðu skilyrði fyrir hagkvæmni aðildar að myntsvæði lúta að kostnaði við að afsala sér sjálfstæðri peningastefnu á móti ávinningi af lækkun viðskiptakostnaðar (sjá einnig kafla 6). Ef áföll og búhnykkir eru sameiginlegir mun hin sameiginlega peningastefna sjá um viðbrögð við þeim og því ekki þörf á sveigjanlegu gengi til að milda áhrif efnahagsskella. Því meiri sem hlutdeild utanríkisviðskipta er því meiri ávinningur má ætla að verði sakir lægri viðskiptakostnaðar. Um leið verða áhrif nafngengisbreytinga á raunhagkerfið minni, sérstaklega í litlu, opnu hagkerfi sem verðleggur útflutning í erlendum gjaldmiðli og stendur frammi fyrir gefnu erlendu innflutningsverði. Önnur leið til að orða þetta er að segja að nafngengisbreytingar koma þá í minna mæli fram í raungengisbreytingum. Ef efnahagsskellir ná einungis til heimalandsins og sameiginleg peningastefna dugar ekki til getur aðlögun sveigjanlegs vinnumarkaðar að hluta komið í stað aðlögunar á nafngengi eftir að heimagjaldmiðillinn hefur verið lagður af.

Þegar ofangreint próf er tekið á grundvelli sögulegra gagna er niðurstaðan ekki ótvíræð varðandi hugsanlega aðild Íslands að evrusvæðinu. Íslensk hagsveifla hefur verið í takmörkuðum tengslum við hagsveiflur evrusvæðisins og reyndar flestra annarra svæða og ríkja (sjá kafla 10). Gerð íslenskrar útflutningsstarfsemi er einnig nokkuð frábrugðin því sem þekkist meðal annarra þróaðra ríkja (sjá kafla 4). Hins vegar er hlutdeild utanríkisviðskipta tiltölulega mikil og evrusvæðið vegur langþýngst í utanríkisviðskiptum Íslendinga (sjá kafla 4, 8 og 20). Eins og rakið er í kafla 14 er sveigjanleiki innlends vinnumarkaðar jafnframt nokkur þótt ekki hafi mikið reynt á sveigjanleika nafnlauna til lækkunar en tiltæk gögn benda til þess að hann hafi hingað til verið fremur lítil.

Kenningin um hagkvæm myntsvæði er á margan hátt takmörkuð og tekur ekki til margvíslegs hugsanlegs ávinnings af aðild að stærra myntsvæði eins og evrusvæðinu. Söguleg reynsla bendir einnig til þess að myntbandalög geti gengið vel þótt ríkin sem mynda þau hafi ekki uppfyllt skilyrði kenningarinnar, a.m.k. ekki í upphafi (sjá kafla 5). Í því sambandi má nefna eftirfarandi:

- Rannsóknir benda til að aðild að myntbandalagi muni örva viðskipti við bandalagið án þess að dragi úr viðskiptum við önnur ríki. Að hluta til má rekja þessi áhrif til þess að innlend

fyrirtæki eiga auðveldara með að eiga í utanríkisviðskiptum þar sem þau geta gert það án gengisáhættu. Í kafla 8 er lagt mat á hversu mikið utanríkisviðskipti gætu aukist ef Ísland yrði hluti af evrusvæðinu og komist að þeirri niðurstöðu að hlutfall vöruviðskipta af landsframleiðslu gæti aukist um 4-11 prósentur af landsframleiðslu og að landsframleiðsla á mann gæti aukist varanlega í kjölfarið um 1½-11% við aðild.

- Rannsóknir benda jafnframt til þess að aukin viðskipti milli aðildarríkja sem fylgja sameiginlegum gjaldmiðli geti smám saman gert efnahagssveiflu aðildarríkjanna líkari þannig að skilyrðin verði betur uppfyllt með tímanum.
- Peningakerfum og notkun peninga fylgir töluverð stærðarhagkvæmni, t.d. í tengslum við útgáfu peninga, kostnað við að veita opinbera þjónustu á þessu sviði (t.d. í stjórn peningamála og greiðslumiðlun) og gjaldeyrisviðskipti milli landa. Aðild að stærra myntsvæði mun því að öðru óbreyttu leiða til skilvirkara og ódýrara peningakerfis.
- Með aðild að myntbandalagi geta lítil ríki sparað gjaldeyrisforða miðað við það sem þarf með sjálfstæða mynt.
- Innlendir gjaldeyrismarkaður er lítill og vanþróaður og tiltölulega dýrt er að eiga þar viðskipti (sjá kafla 12). Aðild að evrusvæðinu felur í sér aðgang að stórum og djúpum fjármálamarkaði án gengisáhættu. Það mun auðvela áhættudreifingu innlendra aðila. Til viðbótar eykst framboð fjármálaafurða og samkeppni í fjármálaþjónustu sem lækkar fjármagnskostnað. Hermireikningar í stílfærðu jafnvægislíkani í kafla 7 benda til þess að innlendir raunvextir myndu lækka, innlendir fjármagnsstofn stækka og landsframleiðsla á mann hækka varanlega af þessum sökum við inngöngu lítils lands eins og Íslands í stærra myntsvæði (sjá einnig umfjöllun um reynslu annarra ríkja í köflum 2 og 21).
- Við aðild að evrusvæðinu hafa neytendur aðgang að stórum markaði þar sem þeir geta notað sama gjaldmiðil og heima fyrir. Það auðveldar verðsamanburð og eykur samkeppni. Einnig verður auðveldara fyrir innlend fyrirtæki að hasla sér völl á stærri mörkuðum og ná þannig að nýta betur stærðarhagkvæmni í framleiðslu og rekstri.
- Aðild að evrusvæðinu felur í sér að áhætta í bankastarfsemi yfir landamæri minnkar þar sem hún verður að stærri hluta í heimamynt og ECB sér um lausafjárfrigreiðslu til bankakerfisins. Því verður hægt að draga úr hömlum á slíka starfsemi sem ella þurfa að vera til staðar vegna mögulegrar gjaldeyrisáhættu og gjalddagamisræmis í eignum og skuldum banka í erlendum gjaldmiðlum.
- Aðild að ESB og evrusvæðinu fylgja kvaðir varðandi stefnuna í ríkisfjármálum og aðra þætti efnahagsstefnunnar sem ætlað er að sporna á móti agaleysi í hagstjórn. Til viðbótar kemur þátttaka í margvíslegu samráði um efnahagsstefnu og fjármálastöðugleika sem ætti einnig að stuðla að betri stefnu á þessum sviðum. Þá fæst við hana aðgangur að björgunarsjóðum

og sameiginlegu öryggisneti sem ætlað er að takast á við áföll í einstökum ríkjum og draga úr smithættu á milli þeirra.

Aðild að evrusvæðinu fylgir hins vegar einnig áhætta fyrir Ísland. Ekki yrði lengur hægt að beita sjálfstæðri peningastefnu og sveigjanlegu gengi til að draga úr áhrifum áfalla og hraða aðlögun þjóðarbúsins að breyttum þjóðartekjum. Þessi möguleiki hefur við vissar aðstæður nýst Íslendingum. Á heildina litið hefur þó sjálfstæð peningastefna ekki verið sérlega skilvirk við að ná settum markmiðum og sveigjanlegt gengi hefur oftast en ekki verið sveifluvaki fremur en sveiflujafnari eins og áður hefur verið rakið. Ekki er því víst að þetta sé mikil fórn nema það takist með umbótum að bæta skilvirkni peningastefnunnar og draga úr umframsveiflum gengis. Nánar er fjallað um þann möguleika síðar í þessum kafla.

Önnur áhætta felst í núverandi kreppu á evrusvæðinu og þeim hönnunargöllum í regluverki þess sem hún á að hluta rætur í. Það er því áhættusamt fyrir Ísland að gerast aðili að evrusvæðinu áður en sést hvernig úr rætist, þ.e. hvort evrusvæðið verður verri eða álitlegri kostur þegar upp verður staðið.

## 1.5 Gengismarkmið og upptaka annars gjaldmiðils

Gerð íslensks þjóðarbúskapar kallar að sumu leyti á sveigjanlegt gengi. Á móti koma umframsveiflur í gjaldmiðlum og rannsóknir sem benda til að íslenska krónan hafi verið fremur sveiflumagnandi en -jafnandi. Þá er margt konar ávinningur af aðild að evrusvæðinu í gegnum samningsferli ESB, svo sem varðandi aukin utanríkisviðskipti og aðgang að djúpum fjármálamarkaði án gengisáhættu eins og fjallað var um hér að framan. En ef aðild að ESB verður ekki lengur inn í myndinni, t.d. sakir þess að ekki fæst viðunandi lausn á kreppunni á evrusvæðinu og/eða ekki reynist meirihluti fyrir aðild meðal þjóðarinnar, og Íslendingar treysta sér ekki heldur til eða tekst ekki að taka á þeim göllum sem voru á peningastefnunni og hagstjórnarráttum fyrir fjármálakreppu án þess að fórna sveigjanlegu gengi, þarf að skoða aðrar leiðir sem felast í einhvers konar gengismarkmiði eða einhliða eða tvíhliða upptöku annars gjaldmiðils. Fjallað er um þessa kosti í köflum 18 og 19. Kafli 20 fjallar síðan um mismunandi sjónarmið við val á gjaldmiðli til að tengjast eða til að taka upp.

Gengismarkmið felst í því að sett eru yfirlýst mörk á gengissveiflur og tækjum peningastefnunnar er þá beint að því að halda genginu innan þeirra marka. Slík mörk geta verið misjafnlega þröng, skuldbindingin að baki yfirlýsingunni misjafnlega afdráttarlaus og hún getur verið misjafnlega mikið studd öðrum yfirlýsingum og aðgerðum sem skjóta frekari stoðum undir markmiðið.

Eitt form gengismarkmiðs sem Íslendingar þekkja vel er yfirlýsing um tengingu við tiltekið gildi gengisvísitölu með skilgreindum vikmörkum. Slíkt fyrirkomulag var við lýði hér á landi áður en verðbólguþolmarkmið og flotgengi var tekið upp í mars 2001 (sjá kafla 12). Í upphafi voru vikmörkin fremur þröng eða  $\pm 2\frac{1}{2}\%$ . Þau voru síðan víkkuð í  $\pm 6\%$  og aftur í  $\pm 9\%$  eftir að erfiðara, og á vissan hátt áhættusamara,



reyndist að halda gengi krónunnar innan þröngra vikmarka eftir að fjármagnshreyfingar urðu óheftar. Það var þó einnig vaxandi ójafnvægi í þjóðarþúskaðum sem gerði út af við fyrirkomulagið. Það ójafnvægi átti síðan að hluta til rætur að rekja til þess að hagstjórnin var ekki nægilega aðhaldssöm og studdi ekki nægjanlega við gengisstefnuna.

Gengistenging af þessu tagi hefur þann kost að verðbólga mun til lengdar hafa tilhneigingu til að verða svipuð og á því svæði sem tengt er við á sama tíma og gengissveiflur minnka. Ofangreind reynsla Íslendinga, og reyndar fjölda annarra þjóða, sýnir hins vegar að það er erfitt að viðhalda slíkri einhliða gengistengingu þegar fjármagnsflutningar eru óheftir og gengisstefnan er ekki nægjanlega studd af stefnunni í ríkisfjármálum og annarri hagstjórn (sjá kafla 18). Það er því ekki víst að það sé heppilegur valkostur fyrir Íslendinga að fara aftur inn á þessa braut enda alls óvíst að slík stefna þætti trúverðug í ljósi fyrri reynslu. Öðru máli kann að gegna um gengistengingar og mörk á gengissveiflur sem eru studdar alþjóðlegu samstarfi. Trúverðugleiki slíkrar stefnu er meiri að því leyti að hún er einnig studd af aðgerðum og trúverðugleika gagnaðilanna. Hið alþjóðlega gengissamstarf sem kennt var við Bretton-Woods og var við lýði frá lokum seinna stríðs til ársins 1973 er dæmi um þetta. Sá munur er þó að flest aðildarríkin voru einnig með höft á fjármagnsflutningum. ERM-II er hins vegar dæmi um gengismarkakerfi byggt á alþjóðlegu samstarfi og óheftum fjármagnsflutningum. Það gengur hins vegar upp vegna inngripaskyldu og trúverðugleika ECB auk þess sem um er að ræða tímabundna ráðstöfun með skýrri útgönguleið inn í evrusamstarfið. Markaða er því ekki endalaust freistað með loforði um fast gengi sem mikill hagnaður myndi hafast af að rjúfa.

Myntráð hefur sömu kosti og hefðbundin gengistenging að því leyti að yfir lengri tímabil ætti verðbólgan að verða að jafnaði jöfn verðbólga á því svæði sem tengt er við (sjá kafla 18). Vegna þess að myntráð byggist á skuldbindingu sem er bundin í lög eða jafnvel stjórnarskrá um að hinum innlenda gjaldmiðli sé skipt á gefnu gengi fyrir kjölfestugjaldmiðilinn hverfa gengissveiflur gagnvart honum. Vegna þess að skuldbindingin er harðari en í tilfelli hefðbundinnar einhliða fastgengistengingar gæti hún einnig orðið trúverðugri. Jafnframt er erfiðara fyrir spákaupmenn að knýja fram gengisbreytingu en afleiðingarnar gætu að sama skapi orðið mun meiri ef það tekst. Því er afar mikilvægt að myntráð eins og önnur fastgengisstefna njóti stuðnings af stefnunni í ríkisfjármálum og annarri hagstjórn. Sé stefnan í opinberum fjármálum ekki í samræmi við fastgengismarkmiðið er líklegt að það muni á endanum breyta, hversu hörð sem formlega skuldbindingin er.

Ókostir myntráðs felast fyrst og fremst í því að möguleikar seðlabanka til að draga úr lausafjársvæflum bankakerfisins skerðast verulega og peningamagn í umferð sveiflast í raun með gjaldeyrisforðanum. Þetta gæti valdið áraun á innlent fjármálakerfi og felur í sér áhættu fyrir fjármálastöðugleika. Þá þarf að halda stærri gjaldeyrisforða en þegar gengið er sveigjanlegt. Flest ríki sem hafa tekið upp myntráð með árangursríkum hætti eru smáríki með sérstakt samband við ríki kjölfestugjaldmiðilsins eða ríki sem eru á leiðinni inn á evrusvæðið.

Nokkuð hefur verið rætt um þann möguleika að taka einhliða upp annan gjaldmiðil hér á landi, en fjallað er um þann kost í kafla 19. Einhliða upptaka annars gjaldmiðils felst í því að gjaldeyrisvaraforðinn er notaður til að kaupa seðla og mynt viðkomandi gjaldmiðils og setja í umferð í stað innlendra seðla og myntar. Innstæðum ríkissjóðs og fjármálafyrirtækja í seðlabankanum er þá umbreytt í viðkomandi erlenda gjaldmiðil og sama á við innlendar eignir og skuldir fjármálafyrirtækja. Þessi umbreyting er vel framkvæmanleg en spurningin er hvað tæki þá við.

Kostir og gallar einhliða upptöku annars gjaldmiðils eru að hluta til þeir sömu og aðildar að evrusvæðinu: betri kjölfesta fæst fyrir verðbólgu, gengisáhætta hverfur í viðskiptum við myntsvæðið en á móti kemur fórn sjálfstæðrar peningastefnu og sveigjanlegs gengis sem tækja til að takast á við sérstök efnahagsáfall. Sumir gætu litið á það sem kost umfram aðild að evrusvæðinu í gegnum samningsferli að breytingin krefst ekki samninga og getur því gengið hratt fyrir sig. En í samningsleysi felast þó margvíslegir ókostir þessarar leiðar, bæði miðað við aðild að evrusvæðinu og áframhaldandi tilvist eigin gjaldmiðils. Helsti vandinn er að framboð hins nýja gjaldmiðils í landinu mun sveiflast með fjármagnsstreymi til og frá landinu á sama tíma og mótvægisáðgerðir eru mun takmarkaðri en með eigin gjaldmiðli eða fullri aðild að evrusvæðinu. Þannig gæti fjármagnsstreymi frá landinu fljótt orðið að lausafjáranda fyrir bankakerfið og lánsfjármögnun ríkissjóðs sem gæti endað með greiðslufalli og fjármálakreppu án þess að innlend yfirvöld geti mikla rönd við reist. Hægt væri að draga úr líkum á slíku með fyrirbyggjandi mótvægisáðgerðum svo sem eins og þeim að ríkissjóður sé að jafnaði rekinn með verulegum afgangi og að innlendir bankar séu skyldaðir til að hafa stóran eigin gjaldeyrisforða eða lánalínur við erlenda banka, en slíkar fyrirbyggjandi áðgerðir kosta verulega fjármuni, gjaldeyrisforði er alltaf takmarkaður og reynslan sýnir að lánalínur við einkabanka eru ótryggjar, sérstaklega þegar mest á reynir. Slíkar áðgerðir geta því aldrei komið í stað getu seðlabanka til lausafjárstuðnings í eigin gjaldmiðli sem er nánast ótakmörkuð meðan bankar eru gjaldhæfir og geta lagt fram fullgild veð. Einhliða upptaka annars gjaldmiðils getur því falið í sér mikla áhættu fyrir stöðugleika fjármálakerfisins. Að vísu heyrast þær raddir að lausafjárstuðningur seðlabanka við bankakerfið sé skaðlegur og því sé þetta ekki endilega ókostur. Vandinn er hins vegar sá að þótt bankakerfi sem byggist á því að festa fé sem safnað er til skemmri tíma í lengri tíma eignum hafi skilað miklu til hagvaxtar og efnahagsframfara er það verulega áhættusamt án seðlabanka, eins og fyrri reynsla vitnar um. Það getur því farið í þrot „að óþörfu“ með miklum kostnaði í formi efnahagssamdráttar og aukins atvinnuleysis.

Þessu til viðbótar má nefna þann ókost að þurfa að eyða gjaldeyrisforða þjóðarinnar til að afla seðla og myntar en með upptöku evru í gegnum samningsleið mun ECB afhenda Seðlabanka Íslands evrur fyrir alla útistandandi seðla og mynt að kostnaðarlausu. Þá mun myntsláttuhagnaður renna óskiptur til hins erlenda seðlabanka og þegar seðlar og mynt tynast eða eyðileggjast er það tap Íslands og hagnaður hins erlenda ríkis. Þegar um er að ræða eigin gjaldmiðil eða þátttöku í evrusamstarfi er slíkt tap hins vegar einstaklingsins en ekki þjóðarbúsins.

Eins og fram kemur í kafla 19 hafa tiltölulega fá ríki tekið upp gjaldmiðla annars ríkis og eru þau flest smá, oft fyrrverandi nýlendur þess ríkis sem gefur út viðkomandi gjaldmiðil eða eru með sérstöðu í Evrópu. Þær fáu rannsóknir sem eru tiltækar benda til þess að einhliða upptaka annars gjaldmiðils skili litlum marktækum efnahagslegum árangri. Þannig hefur Panama sem hefur lengsta reynslu af þessu fyrirkomulagi þurft að leita alls sautján sinnum til Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og fengið sinn skerf af bankakreppum, sem m.a. má rekja til ónógs aga í stjórn ríkisfjármála.

Hægt væri að sníða af suma agnúa einhliða upptöku annars gjaldmiðils með því að gera tvíhliða samning við viðkomandi ríki um lausafjárþingreiðslu seðlabanka viðkomandi ríkis við bankakerfið, hlutdeild í myntsláttuhagnaði, varðandi endurnýjun seðla og myntar og þátttöku í mótun peningastefnu. Slíkt fyrirkomulag myndi því að vissu marki líkja eftir aðild að evrusvæðinu. Í þessu efni gæti þó orðið við ramman reip að draga og engin dæmi eru um slíka samninga. Í öllu falli er líklegt að slíkir samningar yrðu skilyrtir því að viðkomandi ríki og seðlabanki hafi eitthvað að segja um regluverk fyrir fjármálakerfið hér á landi og aðild að innlendu fjármálaeftirliti enda sögulegur uppruni fjármálaeftirlits lausafjárþingreiðsla og lánveitingar seðlabanka til þrautavara. Tvíhliða samningur af þessu tagi fæli í sér umtalsvert valdaframsal, jafnvel meira en á sér stað við formlega aðild að evrusvæðinu.

## 1.6 Sveigjanlegt gengi og endurbættur rammi um hagstjórn og fjármálakerfi

Eins og fram hefur komið hefur reynsla Íslendinga af sjálfstæðri peningastefnu og sveigjanlegu gengi krónunnar verið í meira lagi blandin. Peningastefnan hefur ekki verið nægjanlega árangursrík og oftast en ekki hefur gengi krónunnar verið sveiflumagnandi fremur en -jafnandi. Þannig eru sveiflur í einkaneyslu mun meiri hér á landi en meðal annarra þróaðra ríkja og mun meiri en réttlæta má með sveiflum í ytri skilyrðum þjóðarbúsins. Það er hins vegar ákveðið vandamál varðandi ýmsar útfærslur fastgengistenginga að rannsóknir á gerð íslenska hagkerfisins hníga að sumu leyti að því að sveigjanlegt gengi sé heppilegt fyrirkomulag fyrir Ísland. Einnig er ljóst að það mun taka nokkurn tíma að ná niðurstöðu í samningum um aðild að ESB og enn lengri að komast inn á evrusvæðið, verði sá kostur ofan á. Það er því mjög mikilvæg spurning hvort hægt sé að gera þær umbætur á peningastefnunni, annarri hagstjórn og regluverki og eftirliti með fjármálastarfsemi að sveigjanlegt gengi á grundvelli krónunnar verði vænlegur kostur og það án þess að fórnar óheftum fjármagnshreyfingum. Slíkt fyrirkomulag gæti þá gagnast Íslandi hvort sem er í aðdraganda þess að farið er inn á evrusvæðið, aðrir kostir valdir eða til lengri framtíðar.

Í ritinu *Peningastefnan eftir höft* er fjallað um hugsanlegar umbætur sem myndu miða að því að draga úr þeim ágöllum sem voru á hagstjórn og regluverki fyrir fjármálakreppuna. Í ritinu *Varúðarreglur eftir fjármagnshöft* er síðan fjallað um það regluverk sem myndi draga úr þeirri áhættu fyrir fjármálakerfið sem getur fylgt óheftum

fjármagnshreyfingum. Saman myndu þessar tillögur gera innlenda peningastefnu skilvirkari og vonandi draga úr umframsveiflum í gengi krónunnar. Jafnframt yrði sú áhætta sem steðjar að fjármálastöðugleika minni, m.a. þar sem gjaldmiðlatengd áhætta innlendra aðila yrði minni og hægt væri að sporna gegn óhóflegum vexti bankakerfisins. Samandregið eru þessar mögulegu breytingar eftirfarandi:

- Stefnan í ríkisfjármálum styðji betur við stefnuna í peningamálum. Vel útfærðar ríkisfjármálareglur geta hjálpað til í því sambandi.
- Endurbætt fjármálastöðugleikastefna þar sem varúðarreglum og öðrum tækjum er beitt til að vinna gegn áhættu í fjármálakerfinu í heild og gegn sveiflumagnandi samspili þess og raunhagkerfisins (svokölluð þjóðhagsvarúð).
- Inngrip á gjaldeyrismarkaði sem miði að því að leggjast á móti óhóflegu fjármagnsinnstreymi og milda neikvæð áhrif fjármagnsútstreymis á stöðugleika fjármálakerfisins. Slík inngrip miði einnig að því að draga úr umframsveiflum í gengi krónunnar.
- Varúðarreglur eftir að fjármagnshreyfingar verða óheftar:
  - Reglur um laust fé í erlendum gjaldmiðlum og gjaldeyrisjöfnuð innlendra banka sem miði að því að draga úr gjaldeyrisáhættu og lausafjánhættu í erlendum gjaldmiðlum meðal innlendra fjármálastofnana og gera þeim jafnframt erfiðara um vik að veita innlendum aðilum erlend lán sem ekki hafa tekjur sem fylgja erlendum gjaldmiðlum.
  - Takmörk á söfnun innlána erlendis í útibúum.
  - Bann eða aðrar takmarkanir á lán í erlendum gjaldmiðlum til aðila sem ekki hafa gjaldeyristengdar tekjur.
  - Tímabundið gjald eða bindiskylda til að tempra óhóflegt fjármagnsinnstreymi.
- Hugsanlegar endurbætur á ramma peningastefnunnar, þ.m.t. lengri sjóndeildarhringur við mótun stefnunnar sem býður upp á meiri sveigjanleika til að taka tillit til áhættu fyrir verðstöðugleika lengra fram í tímann, þ.m.t. vegna fjármálastöðugleikaáhættu.
- Breytingar á fjármálakerfinu miði einnig að því að bæta miðlunarferli peningastefnunnar.

Þessi leið hefur þann kost að Ísland viðheldur sjálfstæðri peningastefnu og sveigjanlegu gengi og getur þannig brugðist við sérstökum áföllum og búhnykkjum sem kunna að dýnja á íslenskum þjóðarbúskap í framtíðinni. Hún hefur líka þann kost að innlent áhlaup á ríkissjóð og/eða gjaldfæra banka verður viðráðanlegt. Einnig er dregið úr hættu á fjármálalegum óstöðugleika vegna óhóflegs fjármagnsinnstreymis og síðar áhlaups á erlenda fjármögnun bankakerfis og ríkissjóðs. Ókostir þessarar leiðar felast í því að möguleikar utanríkisviðskipta án gengisáhættu verða áfram takmarkaðir og innlent fjármálakerfi verður áfram dýrara og einangraðra frá stærri erlendum

fjármálakerfum en ella. Þá mun þurfa takmarkandi varúðarreglur á alþjóðlega starfsemi innlendra fjármálafyrirtækja. Auk þess er vænleiki þessarar leiðar háður því að nauðsynlegar umbætur fái stuðning. En jafnvel þótt það skilyrði verði uppfyllt er ekki líklegt að umframsveiflur gengis hverfi þar sem þær eiga einnig rætur að rekja til sveiflunkennds eðlis eignaverðs og lítills gjaldeyrismarkaðar. Það þurfa þó ekki að vera stærri sveiflur en margar aðrar og stærri þjóðir virðast geta búið við. Að lokum er vert að undirstrika að sjálfstæð peningastefna með sveigjanlegu gengi getur tekið á sig margvísleg form, svo sem varðandi útfærslu markmiðs um verðstöðugleika og hlut peningamagns og útlána við móttun stefnunnar. Það getur því breyst frá einum tíma til annars án þess að afgerandi ákvarðanir um gjaldmiðilinn sem slíkan séu teknar.

## 1.7 Fjármagnshöft og valkostir í gengis- og gjaldmiðilsmálum

Losun fjármagnshafta er í senn eitt mikilvægasta og flóknasta úrlausnarefnið í íslenskum efnahagsmálum um þessar mundir. Höftin reyndust mikilvæg við að ná stöðugleika í þjóðarbúskapnum í framhaldi af fjármálaáfallinu. Í því samhengi voru þau samþykkt af aðildarþjóðum EES-samningsins þrátt fyrir að þau gangi gegn anda samningsins. Hins vegar er nauðsynlegt til lengdar að losa höftin. Þar kemur a.m.k. tvennt til. Í fyrsta lagi hafa þau í för með sér kostnað sem vex með tímanum og verður til lengdar meiri en ávinningurinn. Í öðru lagi eru það alþjóðlegar skuldbindingar Íslendinga. Ekki mun ganga til lengdar að vera með altæk höft á útstreymi fjármagns og vera samtímis innan EES-svæðisins. Íslendingar þurfa því að gera heiðarlega tilraun til að losa höftin. Það kann að reynast flókið og þurfa tíma en hitt er ekki í boði að hverfa frá verkefninu.

Þá vaknar spurningin um hvernig losun fjármagnshaftanna tengist vali á stefnu í gjaldmiðils- og gengismálum. Gera sumir kostir í þeim efnum losun haftanna auðveldari en ella? Hvort kemur fyrst, losun haftanna eða niðurstaða í gjaldmiðilsmálinu? Á hvaða gengi á að skipta svokölluðum aflandskrónum ef tekið yrði upp myntráð eða annar gjaldmiðill einhliða? Er hugsanlegt að losun hafta bíði alveg fram að eða jafnvel fram yfir inngöngu í ESB? Svörin við þessum spurningum eru ekki einföld og þeim verða ekki gerð full skil hér, en þó er hægt að lista upp nokkra möguleika.

Það hlýtur að vera fyrsti kostur að freista þess að losa höftin áður en niðurstaða fæst í gjaldmiðilsmálinu. Í fyrsta lagi þurfa Íslendingar sjálfra sín vegna og vegna alþjóðlegra skuldbindinga sinna að freista þess að losa þau fyrr en síðar og verkið er þegar hafið. Í öðru lagi virðist ljóst að annaðhvort eru höftin losuð áður en tekið er upp myntráð eða annar gjaldmiðill, eða álandskrónum og aflandskrónum verða innleystar á sama gengi. Annað gæti verið talið greiðslufall með slæmum afleiðingum fyrir framtíðaraðgang Íslendinga að erlendum lánamörkuðum. Í þriðja lagi gerir regluverk ESB ráð fyrir að fjármagnshöft séu losuð áður en kemur til aðildar.

Gangi losun haftanna það erfiðlega fyrir sig að Íslendingar sjái sér ekki fært að framkvæma hana án utanaðkomandi aðstoðar, sem vonandi verður þó ekki, liggur beinast við að setja vandamálið á borð EES-samstarfsins þar sem óheftar fjármagnshreyfingar eru hluti af þeim samningi. Háð úrlausn þar og framgangi aðildarviðræðna við ESB gæti vandamálið komið til úrlausnar í tengslum við aðildarferlið sjálft. Óljóst er á þessu stigi hvaða form utanaðkomandi aðstoð gæti tekið en því meir sem það eru yfirlýsingar um mörk á gengissveiflur krónunnar sem styðjast við trúverðugleika og mikla getu til inngripa á gjaldeyrismarkaði og í minna mæli í formi lánsfjárstuðnings, því betra. Hitt virðist ekki umflúið að ef kæmi til aðildar að evrusvæðinu yrði að skipta öllum krónum á sama gengi af sömu ástæðum og rætt var um varðandi myntráð og einhliða upptöku annars gjaldmiðils.

Þó að tengsl fjármagnshafta og kosta í gjaldmiðilsmálum séu að mörgu leyti flókin á það ekki við í sama mæli um varúðarreglur sem takmarka erlend umsvif innlendra fjármálafyrirtækja. Þannig yrði óhætt að slaka á þeim reglum ef Ísland væri aðili að evrusvæðinu og fjármálafyrirtækin gætu stundað mikinn hluta erlendra viðskipta í heimagjaldmiðli. Það ætti svo enn frekar við ef rammi bankastarfsemi yfir landamæri innan ESB hefði verið lagfærður með þeim hætti að þeir bankar sem væru virkir á öllu svæðinu lytu eftirliti ESB, innlánstryggingar væru samevrópskar og inngrip í erfiðleikum á vegum sameiginlegrar stofnunar aðildarríkjanna.

## 1.8 Lokaorð

Ekki verða á þessu stigi dregnar einhlítar niðurstöður um það hvaða leið er best fyrir Íslendinga í gjaldmiðils- og gengismálum. Allar leiðir hafa bæði kosti og galla. Þótt mat á þeim byggist á tiltölulega traustum hagfræðilegum grunni er engin hagfræðileg forskrift að því hvernig vega á þessa kosti og galla saman til að fá skýra niðurstöðu. Auk þess er óvissa um hvernig þessir kostir og gallar þróast í framtíðinni. En þá þarf að hafa í huga að víða í ritinu er að finna niðurstöður sem benda til þess að val á gjaldmiðils- og gengisstefnu skipti e.t.v. minna máli fyrir efnahagslega velferð og stöðugleika en halda mætti ef tekið er mið af umræðunni um þessi mál. Dæmi um þetta er hvernig ríki komu út úr fjármálakreppunni (sjá kafla 16 og 17) og hversu hætt er við eignaverðsbólum innan og utan myntbandalags (sjá kafla 11). Þar kemur í ljós að stefnan í ríkisfjármálum, uppbygging og regluverk um fjármálakerfið og hvatar og möguleikar einkaaðila til lántöku skipta mun meira máli, að því er best verður séð af þeirri takmörkuðu reynslu sem fyrir liggur.

Ein af ástæðum þess að erfitt er að komast að einhlítri niðurstöðu á þessu stigi varðandi það hvaða kost Íslendingar ættu að velja í gjaldmiðils- og gengismálum er að óvissa er um hvernig þeim tveim kostum sem helst virðast koma til greina muni reiða af á næstu misserum. Þar er annars vegar um að ræða endurbætta umgjörð um krónuna og losun hafta á fjármagnshreyfingar, og hins vegar aðild að ESB og evrusvæðinu. Það virðist því skynsamlegt að halda um hríð áfram á þeirri braut sem fetuð hefur verið að undanförunni að þróa og skýra þessa tvo kosti, annars vegar með því að vinna af krafti að endurbættum

ramma um krónuna og hins vegar í gegnum aðildarumsókn Íslands að ESB.

Takist að leysa kreppuna á evrusvæðinu á komandi misserum og búa því öruggara regluverk til frambúðar og Íslendingar velji þann kost að gerast aðilar að evrusvæðinu mun endurbættur rammi um krónuna einnig nýtast í aðdraganda aðildar að evrusvæðinu. Í besta falli getur ekki orðið af aðild fyrr en eftir allmörg ár. Fyrir dyrum stendur að gera afgerandi tilraun til að losa fjármagnshöftin. Það er því brýnt að endurbæta þá gengis- og peningastefnu sem þá gæti tekið við. Hún þarf að geta dugað fram að aðild að evrusvæðinu, verði það niðurstaðan, þó að einhverjar breytingar gætu komið til í ferlinu, svo sem eins og við inngöngu í ERM-II. En hún þarf einnig að geta dugað til lengri framtíðar. Hún þarf í þeim mæli sem mögulegt er að geta orðið valkostur við evruaðild þannig að Íslendingar geti metið kosti og galla leiða sem teljast boðlegar. Seðlabanki Íslands hefur á undanförunum misserum lagt í mikla vinnu í þessu skyni, samanber þau rit sem vitnað er til í þessum kafla, og mun sú vinna halda áfram á næstunni. Seðlabankinn hefur einnig lagt fram mikla vinnu varðandi þá þætti sem að honum snúa varðandi umsókn um aðild að ESB, rétt eins og allir seðlabankar aðildarumsóknarlanda hafa gert.

Þó að stefnan í gjaldmiðils- og gengismálum sé að hluta til tæknilegt úrlausnarefni verða ákvarðanir í þeim efnum aldrei slitnar úr pólitísku samhengi. Þjóðir taka afstöðu til þessa á grundvelli sögu sinnar og tengsla við umheiminn hverju sinni. Full aðild að evrusvæðinu verður ekki nema í gegnum samningsferli og aðild að ESB. Sú ákvörðun nær langt út fyrir ramma hagfræðilegra álitafna og verður aldrei tekin nema í gegnum pólitískt ferli þar sem þjóðin sjálf hefur síðasta orðið. Það er ekki hlutverk Seðlabankans að taka afstöðu í því stóra máli. Þegar hún er tekin á hvorn veginn sem er hefur það hins vegar afgerandi áhrif á kosti Íslands í gjaldmiðils- og peningamálum. Seðlabankinn hefur hlutverki að gegna við að skýra hverjir þeir kostir eru. Það er einmitt hlutverk þessa rits. Það er von Seðlabankans að það muni nýtast til að stuðla að vandaðri og málefnalegri umræðu um stefnuna í gjaldmiðils- og gengismálum.

Að lokum vil ég þakka fjölmörgum starfsmönnum Seðlabanka Íslands sem lögðu ómælda vinnu í gerð þessa rits, ekki síst aðalhafgræðingi bankans, Þórnari G. Péturssyni, sem hefur stýrt vinnunni við gerð þess síðustu tvö ár.

7. september 2012



