

21

ERM-II samstarfið og reynsla nýrra aðildarríkja

21.1 Inngangur

Til þess að fá aðild að evrusamstarfinu þurfa ríki að uppfylla ákveðin skilyrði um efnahagslega samleitni (e. convergence) sem kennd eru við hollensku borgina Maastricht (sjá kafla 23). 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.

Meginviðfangsefni þessa kafla er að horfa til reynslu þeirra ríkja sem hafa verið aðilar að ERM-II með það fyrir augum að skoða hvað í reynslu þeirra gæti skipt máli fyrir Ísland gerist það aðili að myntsamstarfinu. Byrjað er á umfjöllun um ERM-II samstarfið en síðan er fjallað um ríkjahópinn og mismunandi gengisfyrirkomulag þeirra innan ERM-II. Að því loknu er fjallað um efnahagsþróun þessara ríkja fyrir og eftir aðild að ERM-II samstarfinu og eftir aðild að evrusvæðinu þar sem það á við. Einnig er efnahagsþróun ríkjahópsins borin saman við þróunina meðal nýrra ESB-ríkja sem enn standa utan ERM-II og við evrusvæðið í heild. Jafnframt er fjallað um efnahagsþróunina í þessum ríkjum í alþjóðlegu fjármálakreppunni sem náði hámarki árið 2008. Helstu niðurstöður eru dregnar saman í lokaorðum.

21.2 Nýju aðildarríkin

21.2.1 ERM-II gengissamstarf Evrópu

Frá stofnun Evrópusambandsins (ESB) hefur stöðugleiki gjaldmiðla aðildarríkja verið talinn mikilvægur þáttur í efnahagslegum samruna innan Evrópu. Í því ljósi var svokallað ERM-samstarf (e. European Exchange Rate Mechanism) sett á fót í mars 1979 sem hluti af almennu samstarfi í peningamálum (EMS, e. European Monetary System, sjá umfjöllun í kafla 2 um evrusamstarfið og aðdraganda þess og kafla 18 um ERM-samstarfið). Þegar evran var tekin upp í byrjun árs 1999 kom svokallað ERM-II samstarf í stað fyrra ERM-samstarfs og var það hugsað

sem vettvangur fyrir þau ríki sem gengju í ESB þangað til að þau fengu fullan aðgang að myntbandalaginu.

Að hluta til er hugmyndin á bak við ERM-II fyrirkomulagið að það þjóni hlutverki „þjálfunarbúða“ þar sem ný aðildarríki byggja upp þekkingu og stofnanir til þess að geta rekið peningastefnu grundvallaða á stöðugu gengi eigin gjaldmiðils gagnvart evru og því efnahagsstefnu án sjálfstæðrar peningastefnu. Markmiðið er að ný aðildarríki uppfylli skilyrði myntbandalagsins um lágmarks raun- og nafnsamruna (e. real and nominal convergence) sem skilgreind eru í Maastricht-skilyrðunum, en þau lúta að verðbólgu, vöxtum, halla á hinu opinbera og skuldum hins opinbera.¹ Nánar er fjallað um Maastricht-skilyrðin í kafla 23.

Með það að markmiði að hraða efnahagslegri samleitni nýrra aðildarríkja gagnvart evrusvæðinu sem mest þurfa nýju ríkin að tryggja að gengi gjaldmiðils þeirra sveiflist innan $\pm 15\%$ vikmarka, þótt sum hafi kosið að setja gengissveigjanleikanum mun þrengri skorður. Ríkin hafa eitthvert svigrúm varðandi það fyrirkomulag gengismála sem þau nota, þótt vikmörkin setji gengissveigjanleikanum skorður. Jafnframt er óheimilt að tengja gjaldmiðilinn öðrum gjaldmiðli en evrunni. Að auki verða ríki að tryggja að viðmiðunargengi gagnvart evru, sem skilgreint er í upphafi (miðja $\pm 15\%$ vikmarka), sé ekki breytt eftir að ríkin hafa gerst aðilar að ERM-II nema með samþykki allra ríkja evrusamstarfsins. Miðað er við að ríki séu a.m.k. í tvö ár innan ERM-II og mögulega lengur, eða alveg þangað til að þau hafa fullnægt Maastricht-skilyrðunum að mati Seðlabanka Evrópu (ECB) og Framkvæmdastjórnar ESB. Þá fyrst geta þau fengið aðild að Efnahags- og myntbandalagi Evrópu (EMU).

21.2.2 Stuðningur innan ERM-II samstarfsins

Mikilvægur þáttur ERM-II samstarfsins eru þau tæki og sú aðstoð sem bjóðast ERM-II ríkjum á meðan á aðlögunarferlinu stendur. ECB og seðlabankar aðildarríkja ESB sem standa utan evrunnar hafa komið sér saman um fyrirkomulag til stuðnings við gengi gjaldmiðla ERM-II ríkjanna. Fyrst og fremst er um að ræða möguleg inngrip á gjaldeyrismarkaði, skapist þrýstingur á gengi gjaldmiðils viðkomandi ERM-II ríkis, þar sem að seðlabanki viðkomandi ERM-II ríkis hafi aðgang að ótakmörkuðu lánsfé frá ECB til að styðja við gjaldmiðilinn. Aðeins er gripið til þessa stuðnings hafi aðrar leiðir til að styðja við gjaldmiðilinn (t.d. hækkun innlendra vaxta eða inngrip með eigin gjaldeyrisforða viðkomandi seðlabanka) ekki dugað og að tryggt sé að hann grafi ekki undan verðstöðugleika á evrusvæðinu. Einnig er gert ráð fyrir að lánsféð frá ECB sé endurgreitt innan þriggja mánaða (sjá t.d. Bernstein, 2010).

Mögulegur stuðningur ECB við gengismarkmið ERM-II ríkis felst fyrst og fremst í því að verja ytri mörk gengismarkmiðsins (e. interventions at the margin). ERM-II ríkjum gefst einnig kostur á að semja við ECB um inngrip innan markanna (e. coordinated intramarginal interventions) sem eiga að stuðla að auknum gengisstöðugleika innan

¹ Á meðan ríki eru innan ERM-II samstarfsins eru þau einnig undir eftirliti Framkvæmdastjórnar ESB og ECB sem líta til ýmissa efnahagslegra þátta umfram Maastricht-skilyrðin sjálf eins og t.d. þróun markaða, samkeppnisaðstæður, viðskiptajöfnuð og launþróun.

hinna hefðbundnu vikmarka. Samkvæmt því fyrirkomulagi getur seðlabanki ERM-II ríkisins keypt eða selt gjaldeyri innan ákveðins ramma án atbeina ECB.

Mögulegur stuðningur ECB og seðlabanka annarra aðildarríkja ESB leiðir til þess að gengistenging ERM-II ríkjanna öðlast mun meiri trúverðugleika innan samstarfsins en utan þess. Stuðningur ECB og seðlabanka annarra aðildarríkja við gengi krónunnar, ef Ísland tæki þátt í ERM-II ferlinu, myndi því auka trúverðugleika á gengistengingu krónunnar til muna.

21.2.3 ERM-II ríkin og samanburðarhópurinn

Í þessum kafla er megin áhersla lögð á ný aðilarríki sem gengu inn í ESB árið 2004 og tóku í framhaldinu þátt í ERM-II gengissamstarfinu: Eistland, Kýpur, Lettland, Litháen, Malta, Slóvakía og Slóvenía. Eins og fram kemur í töflu 21.1 hafa fimm þessara sjö ríkja fengið aðild að evrusvæðinu á síðustu fimm árum.² Af þessum nýju aðildarríkjum eru því aðeins Lettland og Litháen ennþá í ERM-II gengissamstarfinu. Í kaflanum er fjallað um gengisfyrirkomulag þessara ríkja innan ERM-II en einnig um það fyrirkomulag sem þau studdust við áður en þau tóku þátt í ERM-II ferlinu. Einnig er fjallað um þróun efnahagsmála þessara ríkja áður en þau fóru inn í ERM-II, á meðan á því stóð, og reynslu þeirra eftir upptöku evru.

Tafla 21.1 Ríki sem hafa verið í ERM-II

Ríki	Innganga í ESB	Innganga í ERM-II	Upptaka evru	Skiptigengi gagnvart evru
Danmörk	1. jan. 1973	1. jan. 1999	-	7,46038
Eistland	1. maí 2004	28. jún. 2004	1. jan. 2011	15,6466
Grikkland	1. jan. 1981	1. jan. 1999	1. jan. 2001	353,109 (des. '98 - jan. '00) 340,750 (jan. '00 - des. '00)
Kýpur	1. maí 2004	2. maí 2005	1. jan. 2008	0,585274
Lettland	1. maí 2004	2. maí 2005	-	0,702804
Litháen	1. maí 2004	28. jún. 2004	-	3,4528
Malta	1. maí 2004	2. maí 2005	1. jan. 2008	0,4293
Slóvakía	1. maí 2004	28. nóv. 2005	1. jan. 2009	38,455 (nóv. '05 - mars '07) 35,442 (mars '07 - maí '08) 30,126 (maí '08 - des. '08)
Slóvenía	1. maí 2004	28. jún. 2004	1. jan. 2007	239,640

Heimild: Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins (2011a og b).

Aðildarríkin sem gengu í ERM-II eftir 2004 eru borin saman við ný aðilarríki ESB sem stefna á upptöku evru en eru ekki enn þátttakendur í ERM-II gengissamstarfinu. Samanburðarhópurinn er á svipuðu þróunarstigi og þau ríki sem voru eða eru innan ERM-II og

² Eins og kemur fram í töflunni eiga Grikkir og Danir það sameiginlegt með þessum hópi nýrra aðildarríkja að hafa hvort tveggja fengið inngöngu í ESB og tekið þátt í ERM-II ferlinu. Þessi ríki verða þó undanskilin í umfjöllun þessa kafla í ljósi þess að Danmörk nýtir gengissamstarf ERM-II fyrst og fremst til að halda gengi dönsku krónunnar mjög stöðugu gagnvart evrunni, en ekki sem undirbúningur að upptöku evru. Einnig sker Danmörk sig úr hópi nýrra aðilarríkja vegna þess hve þróað hagkerfi landsins er í samanburði við nýju aðilarríkin. Grikkir eru einnig undanskildir þrátt fyrir að þeir séu að einhverju leyti áþekktari nýju aðildarríkjunum þar sem þeir gengu inn í ESB langt á undan nýju aðildarríkjunum (1981) og tóku upp evruna strax árið 2001.

samanstendur af Austur-Evrópuríkjunum Búlgaríu, Póllandi, Tékklandi og Ungverjalandi.³

21.3 Gengisfyrirkomulag nýrra aðildarríkja

Eins og áður segir er ríkjum að einhverju leyti í sjálfsvald sett hvaða fyrirkomulagi gengismála er fylgt innan ERM-II á meðan þau uppfylla Maastricht-skilyrðið um gengisstöðugleika, þ.e. að gengi gjaldmiðils þeirra sveiflist innan $\pm 15\%$ vikmarka gagnvart evru. Í því ljósi kemur e.t.v. ekki á óvart að flest ríkin hafa fylgt einhverju formi gengismarkmiðs innan ERM-II. Eins og sjá má í töflu 21.2 hefur sveigjanleiki gengistengingarinnar hins vegar verið nokkuð mismunandi. Þannig leyfðu Kýpur, Malta og Slóvenía nokkurn sveigjanleika innan vikmarka (þótt sveiflur hafi í raun jafnan verið vel innan markanna), en Lettar hafa formlega skuldbundið sig til að halda gengi latsins innan mun þrengri vikmarka. Litháar og Eistar (á meðan þeir voru innan ERM-II) gengu jafnvel enn lengra og byggðu á myntráðsfyrirkomulagi (sjá nánar umfjöllun um mismunandi útfærslur gengismarkmiðs í kafla 18).

Tafla 21.2 Fyrirkomulag gengismála

ERM-II ríkin	Fyrirkomulag gengismála í ERM-II
Eistland	Myntráð
Kýpur	Gengismarkmið með $\pm 15\%$ vikmörkum
Lettland	Gengismarkmið með $\pm 1\%$ vikmörkum
Litháen	Myntráð
Malta	Gengismarkmið með $\pm 15\%$ vikmörkum
Slóvakía	Verðbólgu­markmið og sveigjanlegt gengi en innan þeirra takmarka sem aðild að ERM-II setur
Slóvenía	Gengismarkmið með $\pm 15\%$ vikmörkum
Samanburðarhópur	Núverandi fyrirkomulag gengismála
Búlgaría	Myntráð (gagnvart evru)
Pólland	Verðbólgu­markmið og sveigjanlegt gengi
Tékkland	Verðbólgu­markmið og sveigjanlegt gengi
Ungverjaland	Verðbólgu­markmið og sveigjanlegt gengi

Heimildir: Amerini (2003), Banerjee, Kozamernik og Ódor (2011), Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (*De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks*, frá 30. apríl 2011) og heimasíður viðkomandi seðlabanka.

Slóvakía valdi hins vegar að byggja á formlegu verðbólgu­markmiði og tiltölulega sveigjanlegu gengi slóvakísku krónunnar en þó innan $\pm 15\%$ vikmarka sem eru skilyrði þátttöku í ERM-II. Það var upphaflega sett í rúmlega 38 krónur gagnvart evru sem var markaðsgengi krónunnar í nóvember 2005 þegar ákvörðunin var tekin. Eftir viðvarandi þrýsting til hækkunar var þetta viðmiðunargengi krónunnar tvívegis hækkað (árin 2007 og 2008). Eins og rakið er í

³ Fimmta ríkið, Rúmenía, er ekki tekið með í samanburðinn en þar hefur efnahagsþróunin verið með nokkuð ólíkum hætti sem gæti mögulega skekk samanburðinn og dregið úr gagnsemi hans. Ríkjahópurinn Eistland, Pólland, Slóvenía, Tékkland og Ungverjaland er oft nefndur Lúxemborgarhópurinn í höfuðið á borginni þar sem ríkjaráðstefnan var haldin sem samþykkti inngöngu landanna í ESB og ríkjahópurinn Búlgaría, Lettland, Litháen, Rúmenía og Slóvakía er nefndur Helsinkihópurinn af sömu ástæðu.

Banerjee, Kozamernik og Ódor (2011) voru þessar endurskoðanir gerðar með samþykki allra ESB-ríkja, enda töldu ECB og framkvæmdastjórn ESB að þessi gengishækkun endurspeglaði batnandi undirstöður þjóðarbúskapar Slóvaka sem komu fram í hraðari vexti framleiðni þar í landi en á evrusvæðinu (sjá umfjöllun um samspil gengisþróunar og mismunandi framleiðniþróunar í rammagrein 2.2 í kafla 2).

Mismunandi val ríkjanna á gengisfyrirkomulagi innan ERM-II endurspeglar líklega að einhverju leyti mismunandi uppbyggingu þjóðarbúskapar þeirra og þróun efnahagsmála í aðdraganda inngöngu í ERM-II en þó væntanlega að stærstum hluta hvers konar gengisfyrirkomulag var fyrir í ríkjunum.⁴ Kýpur og Malta voru t.d. aðilar að fyrra ERM-samstarfi með gengistengingu með $\pm 15\%$ vikmörk og þau héldu sama fyrirkomulagi innan ERM-II. Eystrasaltsríkin þrjú höfðu jafnframt notast við gengismarkmið alveg frá því að þau hlutu sjálfstæði frá Sovétríkjunum á fyrri hluta níunda áratugar síðustu aldar (sjá umfjöllun í kafla 18). Þannig höfðu Lettar tengt gengi latsins við viðskiptavegna myntkörfu, en Eistar og Litháar höfðu notast við myntráð (Eistar gagnvart þýsku marki og Litháar gagnvart Bandaríkjadal).

Hins vegar breyttu bæði Slóvakía og Slóvenía fyrirkomulagi gengismála sinna við inngöngu í ERM-II (sjá lýsingu á þessari þróun í Banerjee, Kozamernik og Ódor, 2011). Fram að inngöngu í ERM-II byggðu Slóvenar á fyrirkomulagi sem svipaði að sumu leyti til verðbólgu markmiðs en að einhverju leyti til skriðtengingar (e. crawling peg) þar sem stefnan var að lækka gengi slóvenska dalsins kerfisbundið en þó þannig að gengissveiflur voru innan tiltölulega þröngra marka. Við inngöngu í ERM-II var horfið frá þessari gengislækkunarstefnu, enda töldu slóvensk stjórnvöld þáverandi gengi nokkurn veginn í samræmi við undirliggjandi jafnvægisgengi. Slóvakar notuðust hins vegar við gengistengingu gagnvart þýsku marki og Bandaríkjadal fram til ársins 2005 þegar gengissveigjanleikinn var aukinn enn frekar og verðbólgu markmið notað sem peningaleg kjölfesta í stað gengismarkmiðs.

Að lokum, þegar litið er yfir samanburðarhópin sést að öll ríkin eru með verðbólgu markmið og sveigjanlegt gengi fyrir utan Búlgara sem byggja á myntráðsfyrirkomulagi búlgarska lefsins gagnvart evru. Áður en Tékkar og Pólverjar tóku upp formlegt verðbólgu markmið árið 1998, og Ungverjar tveimur árum síðar höfðu þau öll hins vegar fylgt mishörðu gengismarkmiði.

⁴ Darvas og Szapáry (2008) telja að heppilegra sé að byggja á sveigjanlegu gengi og verðbólgu markmiði fyrir tekjulægri umsóknarríki sem sjá fyrir að innlent verðlag eigi eftir að hækka nokkuð í átt að verðlagi á mynsvæðinu þar sem aðlögunin verði mögulega auðveldari og hætta á ofhitnun þjóðarbúskaparins minni. Í þessu ljósi kalla þeir eftir því að Maastricht-skilyrðunum sé breytt svo ríkjum sé gert kleift að uppfylla þau þótt gjaldmiðill þeirra fari lækkanði í aðildarferlinu.

21.4 Efnahagsþróunin í nýju aðildarríkjunum

21.4.1 Hagvöxtur og hagsveiflur

Eins og sjá má í töflu 21.3 hefur hagvöxtur almennt verið minni í ríkjum 7 eftir ERM-II aðild en hann var fyrir aðild. Að sama skapi hafa hagsveiflur aukist, eins og sést í töflu 21.4.

Tafla 21.3 Hagvöxtur, verðbólga og vextir fyrir og eftir aðild að ERM-II

Ríki	Hagvöxtur (%)		Verðbólga (%)		Langtíma nafnvextir (%)		Langtíma raunvextir (%)	
	Fyrir ERM-II	Eftir ERM-II	Fyrir ERM-II	Eftir ERM-II	Fyrir ERM-II	Eftir ERM-II	Fyrir ERM-II	Eftir ERM-II
Eistland	6,9	2,2	4,0	4,7	9,4	5,8	5,2	1,2
Kýpur	3,9	2,6	2,7	2,3	6,5	4,5	3,7	2,2
Lettland	6,5	1,2	3,5	6,9	5,4	7,3	1,5	0,8
Litháen	7,3	2,8	1,1	4,7	6,2	6,1	6,1	1,5
Malta	2,1	2,5	2,7	2,4	5,5	4,5	2,9	2,1
Slóvakía	3,8	4,8	8,3	2,9	5,9	4,4	-1,4	1,5
Slóvenía	3,8	2,5	7,2	2,9	6,8	4,2	1,0	1,3

Taflan sýnir meðaltal árlegs hagvaxtar, árlegrar verðbólgu, nafnvaxta 10 ára ríkisskuldabréfa og samsvarandi raunvaxta (út frá mismunni nafnvaxta og árlegrar verðbólgu) fyrir tímabilið fyrir og eftir inngöngu í ERM-II. Gögnin eru ársfjórðungsleg og ná frá fyrsta ársfjórðungi 2008 til fjórða ársfjórðungs 2010, nema fyrir Lettland (vextir frá öðrum ársfjórðungi 2001), Litháen (vextir frá fyrsta ársfjórðungi 2001), Möltu (vextir frá fyrsta ársfjórðungi 1999), Slóvakíu (vextir frá þriðja ársfjórðungi 2000) og Slóveníu (vextir frá öðrum ársfjórðungi 2002). Heimild: Macrobond.

Tafla 21.4 Hagsveiflur og sveiflur í verðbólgu og gengi fyrir og eftir aðild að ERM-II

Ríki	Hagsveiflur (%)		Sveiflur í verðbólgu (%)		Sveiflur í nafngengi (%)		Sveiflur í raungengi (%)	
	Fyrir ERM-II	Eftir ERM-II	Fyrir ERM-II	Eftir ERM-II	Fyrir ERM-II	Eftir ERM-II	Fyrir ERM-II	Eftir ERM-II
Eistland	4,6	8,9	2,4	3,4	5,1	2,2	4,7	2,9
Kýpur	1,5	2,7	1,4	1,4	4,2	2,5	3,9	2,6
Lettland	2,8	11,3	1,9	6,0	8,6	2,9	5,7	6,2
Litháen	4,5	8,4	2,1	3,4	5,2	2,5	3,8	4,3
Malta	4,9	2,8	0,7	1,7	2,1	3,8	2,4	3,9
Slóvakía	3,2	5,7	3,8	1,6	5,2	5,8	6,7	6,3
Slóvenía	1,3	5,1	1,7	1,7	3,2	1,5	2,8	1,9

Taflan sýnir staðalfrávik árlegs hagvaxtar, árlegrar verðbólgu og ársbreytinga viðskiptavegins nafn- og raungengis fyrir tímabilið fyrir og eftir inngöngu í ERM-II. Gögnin eru ársfjórðungsleg og ná frá fyrsta ársfjórðungi 2008 til fjórða ársfjórðungs 2010. Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn og Macrobond.

Þetta er hins vegar ekki einskorðað við ERM-II ríkin eins og kemur fram í töflum 21.5-21.6, sem sýna þróunina fyrir og eftir 2004 og samanburð við nýju ESB-ríkin sem standa utan ERM-II og við evrusvæðið í heild.⁵

⁵ Tímabilið fyrir og eftir árið 2004 samsvarar nokkurn veginn tímabilinu fyrir og eftir aðild að ERM-II, sbr. töflu 21.1.

Tafla 21.5 Hagvöxtur, verðbólga og vextir fyrir og eftir árið 2004

	Hagvöxtur (%)		Verðbólga (%)		Langtíma nafnvextir (%)		Langtíma raunvextir (%)	
	1998-2004	2005-2010	1998-2004	2005-2010	1998-2004	2005-2010	1998-2004	2005-2010
ERM-II ríkin								
Eistland	6,8	1,8	4,0	4,7	9,0	6,0	4,8	1,3
Kýpur	3,9	2,7	2,7	2,3	6,6	4,6	3,8	2,3
Lettland	6,5	1,6	3,3	6,9	5,5	7,1	2,0	0,5
Litháen	7,2	2,5	1,2	4,8	6,0	6,3	5,6	1,5
Malta	2,0	2,6	2,7	2,4	5,6	4,5	3,0	2,1
Slóvakía	3,4	5,1	9,1	2,9	6,5	4,3	-1,9	1,4
Slóvenía	3,9	2,3	6,9	2,8	6,4	4,2	1,0	1,3
Meðaltal	4,8	2,7	4,3	3,8	6,5	5,3	2,6	1,5
<i>Samanburðarhópur</i>								
Búlgarí	4,9	3,4	5,8	6,4	7,5	5,2	2,6	-1,0
Pólland	3,7	4,5	5,8	2,8	8,5	5,7	4,0	2,8
Tékkland	2,8	3,5	4,0	4,7	5,3	4,2	2,6	1,5
Ungverjal.	4,0	0,6	8,6	5,1	7,5	7,5	1,0	2,3
Meðaltal	3,9	3,1	6,4	4,1	6,9	5,2	1,7	1,4
EMU-ríkin	2,2	1,0	1,9	1,9	4,7	4,0	2,8	2,0

Taflan sýnir meðaltal árlegs hagvaxtar, árlegrar verðbólgu, nafnvaxta 10 ára ríkisskuldabréfa og samsvarandi raunvaxta (út frá mismun nafnvaxta og árlegrar verðbólgu) fyrir tímabilið fyrir og eftir árið 2004. Gögnin eru ársfjórðungsleg og ná frá fyrsta ársfjórðungi 2008 til fjórða ársfjórðungs 2010, nema fyrir Lettland (vextir frá öðrum ársfjórðungi 2001), Litháen (vextir frá fyrsta ársfjórðungi 2001), Möltu (vextir frá fyrsta ársfjórðungi 1999), Slóvakíu (vextir frá þriðja ársfjórðungi 2000), Slóveníu (vextir frá öðrum ársfjórðungi 2002), Búlgaríu (hagvöxtur, verðbólga og raunvextir frá fyrsta ársfjórðungi 1999 og nafnvextir frá fyrsta ársfjórðungi 1998), Pólland (vextir frá fyrsta ársfjórðungi 2000), Tékkland (vextir frá öðrum ársfjórðungi 2000) og Ungverjaland (vextir frá fyrsta ársfjórðungi 2001). Heimild: Macrobond.

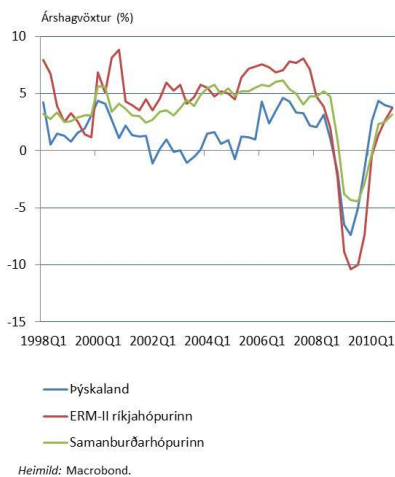
Tafla 21.6 Hagsveiflur og sveiflur í verðbólgu og gengi fyrir og eftir árið 2004

	Hagsveiflur (%)		Sveiflur í verðbólgu (%)		Sveiflur í nafngengi (%)		Sveiflur í raungengi (%)	
	1998-2004	2005-2010	1998-2004	2005-2010	1998-2004	2005-2010	1998-2004	2005-2010
ERM-II ríkin								
Eistland	4,4	9,1	2,3	3,6	4,9	2,3	4,5	3,0
Kýpur	1,5	2,6	1,4	1,4	4,3	2,4	4,0	2,5
Lettland	2,8	10,9	1,7	5,7	8,5	3,1	5,8	6,1
Litháen	4,3	8,7	2,1	3,5	5,3	2,6	3,8	4,4
Malta	5,1	2,7	0,8	1,6	2,1	3,6	2,4	3,7
Slóvakía	3,2	5,2	3,4	1,5	5,6	5,5	7,1	5,9
Slóvenía	1,3	5,2	1,9	1,8	3,1	1,5	2,7	1,9
Meðaltal	3,2	6,4	1,9	2,7	4,8	3,0	4,3	3,9
<i>Samanburðarhópur</i>								
Búlgarí	2,4	4,9	3,4	4,1	3,8	2,3	1,5	4,4
Pólland	2,1	2,1	4,0	1,2	7,3	11,1	9,1	10,5
Tékkland	1,8	4,3	2,3	3,6	6,0	6,1	6,5	6,7
Ungverjal.	0,8	3,8	3,3	1,8	6,3	6,9	4,8	8,1
Meðaltal	2,1	4,6	2,9	2,4	5,3	5,2	5,2	5,9
EMU-ríkin	1,2	2,7	0,6	1,0	7,3	4,8	7,5	4,6

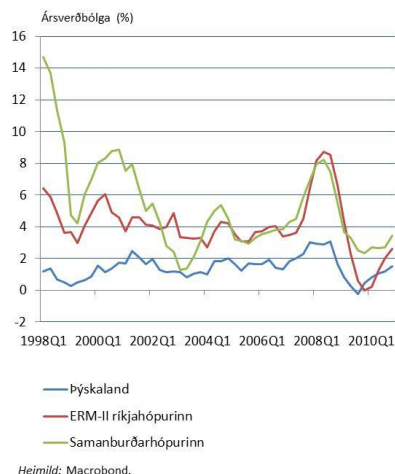
Taflan sýnir staðalfrávik árlegs hagvaxtar, árlegrar verðbólgu og ársbreytinga viðskiptavegis nafn- og raungengis fyrir tímabilið fyrir og eftir árið 2004. Gögnin eru ársfjórðungsleg og ná frá fyrsta ársfjórðungi 2008 til fjórða ársfjórðungs 2010, nema fyrir Búlgaríu (hagvöxtur og verðbólga frá fyrsta ársfjórðungi 1999). Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn og Macrobond.

Lakari árangur á seinni hluta tímabilsins (og þá eftir aðild að ERM-II) litast hins vegar mjög af áhrifum efnahagsáfallsins í kjölfar alþjóðlegru fjármálakreppunnar. Þetta sést vel á mynd 21.1 sem sýnir

Mynd 21.1
Samanburður á þróun hagvaxtar



Mynd 21.2
Samanburður á þróun verðbólgu



hagvaxtarþróunina í ríkjahópnum tveimur í samanburði við hagvaxtarþróunina í Þýskalandi. Ljóst er að svo mikill efnahagssamdráttur yfirgnæfir alla mælikvarða á meðalhagvexti og hagsveiflum. Það er því nokkuð önnur mynd sem birtist þegar eingöngu er horft á tímabilið fram að efnahagskreppunni: þá kemur í ljós að hagvöxtur er í flestum tilfellum meiri á seinni hluta tímabilsins og hagsveiflur minni.⁶ Eins og sést á mynd 21.1 virðist ágætur hagvöxtur hins vegar lítið hafa með ERM-II aðild að gera, enda hagvöxtur almennt ágætur meðal nýmarkaðsríkja, bæði í Evrópu og víðar.

21.4.2 Verðbólga og verðbólguveiflur

Eins og sést á mynd 21.2 fór verðbólga í ERM-II ríkjahópnum smám saman minnkandi fram að efnahagskreppunni. Hún jókst hins vegar töluvert í aðdraganda efnahagskreppunnar, sem endurspeglar miklar hækkanir alþjóðlegs hrávöru- og matvælavæðs, en þessir útgjaldaliðir veiga nokkuð þungt í neyslukörfu þessara ríkja vegna tiltölulega lágs tekjustigs. Þegar áhrif þessara hækkana fóru að dvína, hjaðnaði verðbólga hjá öllum ríkjum á ný.

Þróunin fyrir og eftir ERM-II aðild er þó nokkuð mismunandi innan ríkjahópsins. Þannig hefur verðbólga minnkað töluvert og orðið stöðugri í Slóvakíu og Slóveníu en verið meiri og sveiflukenndari í Eystrasaltsríkjum (sjá töflur 21.3-21.4). Þetta á við hvort heldur er horft á allt tímabilið eftir ERM-II aðild eða eingöngu á tímabilið fram að fjármálakreppunni. Hjaðnandi verðbólgu í Slóvakíu og Slóveníu má líklega að mestu leyti rekja til aukins aga í hagstjórn sem fylgdi aðild að ESB og ERM-II (sjá t.d. Banerjee, Kozamernik og Ódor, 2011). Seinni hluti síðasta áratugar einkendist hins vegar af miklu og vaxandi efnahagslegu ójafnvægi í Eystrasaltsríkjum, sem m.a. kom fram í mikilli eignaverðbólgu og vaxandi verðbólgu (sjá nánar í kafla 21.5) sem ekki var brugðist við með nægilegri festu (sjá t.d. Dabusinskas og Randveer, 2011).

Eins og sjá má á mynd 21.2 og töflum 21.5-21.6, var þróunin meðal nýju ESB-ríkjanna utan ERM-II svipuð: verðbólga fór smám saman minnkandi fram að fjármálakreppunni er hún jókst tímabundið af sömu orsökum og raktar eru hér að ofan. Í báðum ríkjahópum hélst hún hins vegar nokkru hærri en í Þýskalandi, jafnvel í þeim ríkjum sem tengja gjaldmiðil sinn gagnvart evru eða hafa gengið í EMU. Þetta gæti endurspeglað hraðari framleiðnivöxt í þessum ríkjum, enda er tekjustig þeirra nokkuð lægra en meðal þróaðri ríkja bandalagsins, eins og Þýskalands. Eins og rakið er í rammagrein 2.2 í kafla 2 má við því búast að verðbólga verði að jafnaði meiri í þeim ríkjum sem vaxa hraðar í átt að hærra tekjustigi, jafnvel þótt ríki séu saman í myntbandalagi.

21.4.3 Nafn- og raunvextir

Eins og sést í töflum 21.3 og 21.5, hafa langtíma nafnvextir farið lækkandi í öllum ríkjum, hvort sem lítið er til ERM-II ríkjanna eða nýju ESB-ríkjanna utan ERM-II. Undantekningin er þó Lettland og Litháen en þar

⁶ Nánar er fjallað um áhrif fjármálakreppunnar á þessa ríkjahópa í kafla 21.5.

hækkuðu vextir verulega frá árinu 2008 með hækkandi áhættuþóknun í kjölfar þess að fjármálakreppan skall á. Sé hins vegar eingöngu horft til tímabilsins fram að fjármálakreppunni hafa vextir í öllum ríkjunum lækkað. Sambærilega þróun má sjá þegar langtíma raunvextir eru skoðaðir. Þeir hafa lækkað í flestum ríkjum og öllum sé eingöngu horft á tímabilið fram að fjármálakreppunni. Sambærilega þróun má sjá meðal evruríkjanna í aðdraganda þess að evrusamstarfið hófst árið 1999, eins og rakið er í kafla 2.

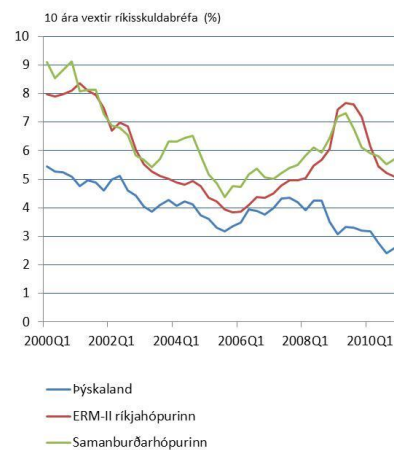
Myndir 21.3-21.4 sýna þessa þróun betur. Eins og sjá má fóru nafnvextir smám saman lækkandi í átt að vaxtastigi Þýskalands fram á miðjan síðasta áratug. Þegar myndir 21.2 og 21.4 eru skoðaðar sést að þessi lækkun nafnvaxta endurspeglar í meginatriðum samsvarandi samleitni verðbólgu fremur en að raunvaxtastigi þessara ríkja væri að lækka í átt að raunvaxtastigi Þýskalands, enda var það jafnan nokkru lægra en í Þýskalandi á þessum tíma. Þegar líða tók á áratuginn fór hins vegar að skilja á milli nafnvaxta á ný, í takt við vaxandi verðbólgu í þessum ríkjum eins og komið hefur fram. Þessi þróun magnaðist síðan enn frekar þegar fjármálakreppan hófst þegar áhættuálag á mörg þessara ríkja hækkadi verulega, eins og áður hefur verið rakið. Eftir því sem liðið hefur á fjármálakreppuna hefur þó dregið saman á ný í nafn- og raunvöxtum.

Eins og lýst er í rammagrein 2.2 í kafla 2, ætti raungengi jafnan að hækka í ríkjum þar sem framleiðnivöxtur er hlutfallslega mikill. Rammagrein 2.3 í sama kafla sýnir jafnframt að væntingar um hækkandi raungengi ættu einnig að fara saman við lægri raunvexti, í samræmi við mynd 21.4. Á móti kemur að meiri og sveiflukenndari verðbólga ætti að öðru óbreyttu að fara saman við hærri nafnvexti. Eins og rakið er í rammagrein 2.3 getur áhættuálag tengt sveiflukenndari þjóðarþúskap, vanþróaðri fjármálamörkuðum og miklum skuldum gert það að verkum að vextir eru að jafnaði hærri í mörgum ERM-II og nýjum ESB-ríkjum utan ERM-II en í stærri kjarnaríkjum EMU eins og t.d. Þýskalandi.

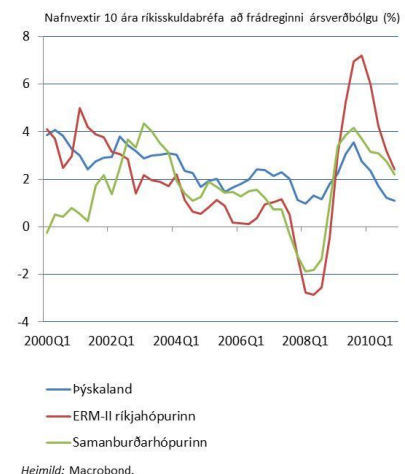
21.4.4 Gengissveiflur

Að síðustu sýna töflur 21.4 og 21.6 samanburð á sveiflum í nafn- og raungengi fyrir og eftir ERM-II aðild og fyrir og eftir árið 2004.⁷ Sé lítið á tímabilin fyrir og eftir ERM-II, sést að nafngengissveiflur hafa almennt minnkað meðal ERM-II ríkja ef Malta og Slóvakía eru frátalin. Eins og áður hefur verið rakið jókst sveigjanleiki gengisstefnu Slóvaka innan ERM-II sem skýrir þessa niðurstöðu í þeirra tilviki. Úr þessum gengissveiflum dregur hins vegar á seinni hluta tímabilsins, enda Slóvakar orðnir aðilar að evrusvæðinu frá byrjun árs 2009. Hins vegar virðist að mestu mega rekja auknar gengissveiflur í Möltu til sértækra efnahagsskella sem riðu yfir þjóðarþú Maltverja. Svipaða aukningu má einnig sjá í raungengissveiflum Lettlands og Litháens en það endurspeglar þó eingöngu áhrif efnahagskreppunnar. Svipaða þróun má sjá meðal nýju ESB-ríkjanna utan ERM-II en þar jukust í flestum tilfellum bæði nafn- og

Mynd 21.3
Samanburður á þróun nafnvaxta



Mynd 21.4
Samanburður á þróun raunvaxta



⁷ Töflurnar sýna sveiflur í viðskiptavegnu meðalgengi, sem getur sveiflast þótt viðkomandi ríki sé með fast gengi gagnvart einum gjaldmiðli eins og t.d. evru.

raungengissveiflur á seinni hluta áratugarins sem höfðu almennt minnkað fram að efnahagskreppunni.

21.4.5 Afkoma og skuldir hins opinbera

Eitt af grunnskilyrðum efnahagslegrar samleitni tilvonandi aðildarríkja að EMU snýr að sjálfbærni opinberra fjármála, þ.e. að tryggt sé að hallarekstur og skuldir hins opinbera séu ekki svo mikil að efnahagslegum stöðugleika evrukerfisins sé ógnað (sjá nánari umfjöllun í köflum 2, 15 og 23).⁸ Maastricht-skilyrðin takmarka hallarekstur við 3% af landsframleiðslu og opinberar skuldir við 60% af landsframleiðslu.

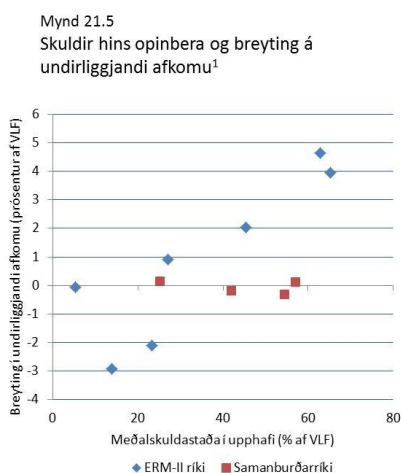
Tafla 21.7 Afkoma hins opinbera fyrir og eftir inngöngu í ERM-II

Ríki	Fyrir ERM-II	Í ERM-II	Eftir upptöku evru
Eistland	0,4	0,5	-
Kýpur	-3,9	-0,1	-3,5
Lettland	-1,9	-3,8	-
Litháen	-2,5	-3,3	-
Malta	-6,5	-2,7	-4,0
Slóvakía	-6,4	-2,5	-8,0
Slóvenía	-3,2	-1,7	-3,4

Taflan sýnir skuldir hins opinbera í hlutfall við verga landsframleiðslu (í %). Tímabilið fyrir aðild að ERM-II miðast við árin 2000 og fram að inngöngu í ERM-II. Gögnin ná til ársins 2010. Heimild: Macrobond.

Tölur 21.7 og 21.8 sýna samanburð á afkomu og skuldum ERM-II ríkjahópsins fyrir inngöngu í ERM-II, á meðan þau voru inni í ERM-II og, þar sem við á, eftir að þau gengu í EMU. Í flestum tilfellum batnaði afkoma hins opinbera eftir að ríkin gerðust aðilar að ERM-II samstarfinu (ef frá eru talin Lettland og Litháen). Hins vegar virðist skuldahlutfallið hvorki vaxa né minnka.⁹ Það breytist hins vegar við aðild að EMU, því að þá eykst hlutfallið á ný hjá flestum ríkjum. Þetta endurspeglar almennt versnandi afkomu og skuldastöðu hins opinbera í kjölfar fjármálakreppunnar, en líklega einnig það að slakað hefur verið á í opinberum fjármálum þegar Maastricht-skilyrðin hafa verið uppfyllt og ríkið hefur fengið inngöngu í evrusvæðið (sjá umfjöllun í köflum 2 og 15). Aðild að ERM-II virðist því almennt hafa aukið aga í stjórn ríkisfjármála þar sem ríkin kepptust við að uppfylla skilyrðin fyrir því að komast á næsta stig myntsamstarfsins, þ.e. inn á evrusvæðið.

Þá má sjá að bati í afkomu hins opinbera (Malta, Kýpur og Slóvakía) var mestur í þeim ríkjum þar sem skuldirnar voru mestar á meðan afkomubati var óverulegur eða þróaðist jafnvel til hins verra í þeim ríkjum þar sem opinberar skuldir höfðu verið vel innan Maastricht-skilyrðanna. Sambærilegan mun er ekki að sjá hjá samanburðarríkjum, eins og sést á mynd 21.5. Eftir upptöku evru virðist í sumum tilfellum hafa slaknað á aðhaldi í afkomu hins opinbera þótt áhrif fjármálakreppunnar eigi þar einnig hlut að máli.



1. Meðalskuldir í upphafi: frá 2000 til inngöngu í ERM-II fyrir ERM-II ríkin en fyrir árin 2000-2004 fyrir samanburðarríkin. Breyting á afkomu: samanburður á tímabilinu frá 2000 að inngöngu í ERM-II og frá ERM-II til 2010 fyrir ERM-II ríkin og á milli tímabilanna 2000-2004 og 2005-2010. Heimild: Macrobond.

⁸ Eins og rakið er í kafla 16 sýna nýleg vandamál á evrusvæðinu glögglega hvernig slíkt getur grafið undan stöðugleika mynsvæðisins í heild.

⁹ Sjá einnig umfjöllun um hagþróun þessara ríkja í köflum 18, 19 og 23. Fjallað er almennt um ríkisfjármál í myntbandalagi í kafla 15 (sjá einnig kafla 5 og 19) og um þróun opinberra fjármála innan evrusvæðisins í kafla 2.

Tafla 21.8 Skuldir hins opinbera fyrir og eftir inngöngu í ERM-II

Ríki	Fyrir ERM-II	Í ERM-II	Eftir upptöku evru
Eistland	5,3	5,2	-
Kýpur	64,6	64,0	55,7
Lettland	13,9	22,2	-
Litháen	23,4	21,3	-
Malta	64,0	65,3	65,7
Slóvakía	45,3	30,5	38,2
Slóvenía	27,1	27,1	29,2

Taflan sýnir skuldir hins opinbera í hlutfall við verga landsframleiðslu (í %). Tímabilið fyrir aðild að ERM-II miðast við árin 2000 og fram að inngöngu í ERM-II. Gögnin ná til ársins 2010. Heimild: Macrobond.

21.5 Afdrif ERM-II ríkjanna í alþjóðlegu fjármálakreppunni

Alþjóðlega fjármálakreppan sem náði hámarki síðla árs 2008, og efnahagskreppan sem skall á í kjölfarið, eru þær alvarlegustu sem flest þróuð ríki hafa upplifað frá kreppunni miklu á fjórða áratug síðustu aldar. Hin nýju ESB-ríki í Mið- og Austur-Evrópu fóru ekki varhluta af þeim og varð efnahagssamdrátturinn óvígð eins mikill og í sumum þeirra. Hér á eftir er reynt að varpa ljósi á hvort aðild að ERM-II, og þær takmarkanir á breytileika gengis sem henni fylgir, hafi leikið hlutverk í fjármála- og efnahagskreppunni.¹⁰ Þetta er gert með því að bera saman þróun landsframleiðslu, einkaneyslu og atvinnuleysis í ERM-II ríkjahópnum og hinum fimm Mið- og Austur-Evrópuríkjum sem eru innan ESB en standa utan ERM-II samstarfsins. Það gerir samanburðinn þó erfiðari að nokkur ERM-II ríkjanna gengu inn í evrusamstarfið stuttu áður en kreppan skall á haustið 2008 eða fljótlega í kjölfarið.¹¹ Fyrirkomulag gengismála var einnig mismunandi milli ríkja innan og utan ERM-II. Eins og áður hefur verið rakið voru flest ríkin innan ERM-II með gengismarkmið (Eistland, Lettland og Litháen, og Kýpur, Malta og Slóvenía) þar til að þau fóru inn á evrusvæðið en Slóvakía byggði hins vegar á sveigjanlegu gengi og verðbólguþolmið. Ríkin utan ERM-II voru jafnframt flest með fljótandi gengi og verðbólguþolmið (Pólland, Tékkland og Ungverjaland), en þó ekki öll: Búlgaríja byggði á myntráði, eins og Eistland og Litháen innan ERM-II. Þessa annmarka er rétt að hafa í huga við lestur kaflans hér á eftir.

21.5.1 Samanburður á dýpt og lengd efnahagskreppunnar

Í töflu 21.9 er ERM-II hópnum skipt upp í ríki sem voru í ERM-II þegar kreppan skall á haustið 2008 og ríki sem voru komin inn í evrusamstarfið þegar hún hófst. Taflan sýnir einnig áhrif kreppunnar á evrusvæðið í heild og meðaltal 46 meðal- og hátekjuríkja (sjá umfjöllun um þennan ríkjahóp í kafla 17). Taflan sýnir þrjá mælikvarða á alvarleika kreppunnar. Fyrst er sýnd breytingin frá hæsta árstíðarleiddréttu gildi fyrir fjármálakreppuna (á

¹⁰ Nánari umfjöllun um fjármálakreppuna, helstu orsakabætti hennar og möguleg áhrif fyrirkomulags gengismála á dýpt og lengd hennar og líkur á banka- og gjaldeyriskreppum er að finna í kafla 17 (sjá einnig kafla 16).

¹¹ Slóvenía tók upp evru í byrjun árs 2007, Kýpur og Malta í byrjun árs 2008, Slóvakía í byrjun árs 2009 og Eistland í byrjun árs 2011 (sjá töflu 21.1).

árunum 2007-2008) til lægsta árstíðarleiddrétta gildis á tímabilinu frá fjórða ársfjórðungi 2008 til fjórða ársfjórðungs 2011 (prósentumun landsframleiðslu og einkaneyslu en mismun prósentugilda fyrir atvinnuleysi). Taflan sýnir einnig sambærilega breytingu frá hæsta gildi fyrir kreppuna miðað við lokamælingu gagnatímabilsins, þ.e. fjórða ársfjórðung 2011. Að lokum sýnir taflan mat á lengd samdráttarins út frá fjölda ársfjórðunga þar sem árstíðarleiddrét landsframleiðsla og einkaneysla dragast saman milli ársfjórðunga eða atvinnuleysi eykst milli ársfjórðunga, þ.e. frá þriðja ársfjórðungi 2008 til fjórða ársfjórðungs 2011.¹²

Tafla 21.9 Samanburður á dýpt og lengd efnahagssamdráttar

	Dýpt samdráttar miðað við landsframleiðslu ¹			Dýpt samdráttar miðað við einkaneyslu ¹			Dýpt samdráttar miðað við atvinnuleysi ²		
	Til lág-punkts	Til 2011:4	Lengd	Til lág-punkts	Til 2011:4	Lengd	Til há-punkts	Til 2011:4	Lengd
<i>Ríki innan ERM-II þegar kreppan skellur á</i>									
Eistland	19,7	9,2	7	24,4	18,3	6	14,9	9,2	8
Lettland	23,9	15,9	5	29,6	22,7	6	14,5	10,6	6
Litháen	15,9	7,4	5	23,9	15,5	8	14,1	11,4	8
Slóvakía	6,0	-1,9	1	2,4	2,2	7	5,8	4,4	7
Meðaltal	16,4	5,3	5,5	20,1	14,7	6,8	12,3	8,9	7,3
<i>Ríki sem voru komin inn á evrusvæðið þegar kreppan skellur á</i>									
Kýpur	3,0	1,2	6	10,1	7,5	6	5,8	3,9	10
Malta	3,3	-0,4	4	8,2	3,0	7	1,4	0,8	8
Slóvenía	9,5	8,8	8	2,5	2,3	9	4,5	3,8	9
Meðaltal	5,3	3,2	6,0	6,9	4,3	7,3	3,9	2,8	9,0
<i>Samanburðarríkin</i>									
Búlgaría	8,9	3,8	2	10,7	7,7	8	6,3	5,9	10
Pólland	-0,9	-11,3	1	-0,6	-7,6	1	3,0	2,5	9
Tékkland	5,5	1,2	5	1,7	1,6	8	3,5	2,6	6
Ungverjal.	8,5	4,6	5	10,2	9,6	10	4,1	3,8	8
Meðaltal	5,5	-0,4	3,3	5,5	2,8	6,8	4,2	3,7	8,3
Evruríki	7,2	4,1	6,3	5,5	3,6	6,7	4,8	3,5	7,2
Öll ríki ³	6,8	1,0	5,3	6,2	1,1	5,7	4,5	3,2	6,5

1. Prósentumunur hápunkts (miðað við tímabilið 2007-2008) til lágpunkts (miðað við tímabilið frá fjórða ársfjórðungi 2008 til fjórða ársfjórðungs 2011) eða lokamælingar gagnagrunnsins, þ.e. fjórða ársfjórðungs 2011 (miðað við árstíðarleiddrét gögn). Lengd samdráttar mælir fjölda ársfjórðunga þar sem árstíðarleiddrét landsframleiðsla og einkaneysla er að dragast saman milli ársfjórðunga frá þriðja ársfjórðungi 2008 til loka tímabilsins, þ.e. fjórða ársfjórðungs 2011. 2. Sambærilegt og fyrir landsframleiðslu og einkaneyslu, nema að nú er miðað við mismun prósentugilda atvinnuleysis og fjölda ársfjórðunga sem árstíðarleiddrét atvinnuleysi er að aukast milli ársfjórðunga. 3. 42 meðal- og hátekurjirki, sjá nánar um ríkjahöppinn í kafla 17. Heimildir: Eurostat, Macrobond, OECD og Seðlabanki Íslands.

Eins og taflan sýnir mældist samdráttur landsframleiðslu að meðaltali um 7% frá hápunkti fyrir kreppu til lágpunkts eftir þriðja ársfjórðung 2008 meðal ríkjanna 46 og ríkja evrusvæðisins. Frá þeim tíma hefur hluti samdráttarins verið endurheimtur, en enn er framleiðslustigið að meðaltali um 1% undir því sem það varð hæst í aðdraganda fjármálakreppunnar meðal allra ríkjanna en um 4% meðal evruríkja. Samdráttur einkaneyslu var heldur minni að meðaltali eða um 6%. Í

¹² Þótt alþjóðlega fjármálakreppan hafi í raun hafist í Bandaríkjunum árið 2007 er hér miðað við að fjármálakreppan hafi hafist fyrir alvöru á þriðja ársfjórðungi 2008 þegar kreppan náði hámarki með falli Lehman-bankans til að forðast að blanda hefðbundinni hagsveifluaðlögun inn í mælikvarða á afleiðingum kreppunnar. Fjallað er um mismunandi mælikvarða á dýpt og lengd efnahagskreppunnar í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar og Þórarins G. Péturssonar (2011).

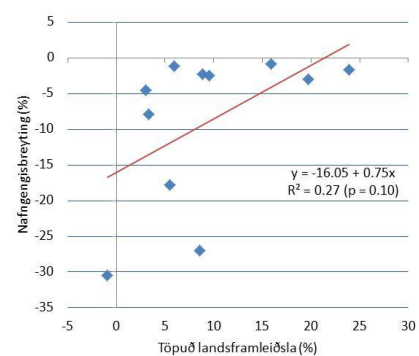
báðum ríkjahópnum jókst atvinnuleysi að meðaltali um u.þ.b. 4½ prósentu þegar mest lét og er enn rúmlega 3 prósentum hærra en í aðdraganda kreppunnar. Taflan sýnir einnig að samdráttarskeiðið varaði að meðaltali í rúmlega ár en aukning atvinnuleysis lengur eða hátt í tvö ár að meðaltali.¹³

Glöggst má sjá að í ERM-II ríkjahópnum varð samdrátturinn mun dýpri að jafnaði en að meðaltali meðal ríkjahópsins alls eða meðal evruríkja (sjá einnig mynd 21.1 hér að ofan). Þetta á sérstaklega við um Eystrasaltsríkin þrjú þar sem landsframleiðslan dróst saman um 16-24% frá há- til lágpunkts (og samdráttur einkaneyslu var jafnvel enn meiri), á meðan atvinnuleysi jókst um 14-15 prósentur.¹⁴ Áhrif kreppunnar á fjórða ERM-II ríkið, Slóvakíu, eru hins vegar mun minni en Slóvakar tóku upp evruna í ársbyrjun 2009. Hið sama má segja um ríkin þrjú sem tóku upp evru stuttu áður en kreppan skall á. Í þessum fjórum ríkjum reyndist samdráttur landsframleiðslu frá há- til lágpunkts rúmlega 5% að meðaltali, sem er svipað og meðal samanburðarríkjana fimm meðal Mið- og Austur-Evrópuríkja og á evrusvæðinu í heild. Það er því ljóst að áhrif fjármálakreppunnar á Eystrasaltsríkin þrjú hafa reynt sérlega alvarleg og langtum meiri en meðal annarra ríkja í samanburðinum. Að hvaða leyti það tengist aðild þeirra að ERM-II eða gengisfyrirkomulagi þeirra er hins vegar ekki augljóst.

21.5.2 Af hverju varð kreppan svona djúp í Eystrasaltsríkjunum?

Eins og mynd 21.6 sýnir virðist jafnan fara saman að því minni sem lækkun meðalgengisins varð eftir að fjármálakreppan brast á, því meiri reyndist samdráttur landsframleiðslunnar. Þannig var hið pólska slot að meðaltali mest um 30% lægra en það var um mitt ár 2008 en samdráttur landsframleiðslunnar þar var lítill sem enginn. Til samanburðar varð lækkun meðalgengis gjaldmiðla Eystrasaltsríkjanna einungis tæplega 2% þegar hún varð mest, en efnahagssamdrátturinn varð mun meiri eins og áður hefur verið rakið. Við fyrstu sýn mætti því ætla að ósveigjanleg gengisstefna Eystrasaltsríkjanna hafi leikið stórt hlutverk í því hversu djúp kreppan þar varð (tölfræðilegt próf gefur veika vísbendingu um slíkt neikvætt samband á milli gengislækkunar og efnahagssamdráttar ($p = 0,10$), þótt mælingarnar séu reyndar mjög fáar) (sjá t.d. Weisbrot og Ray, 2010). Sé hins vegar litið til hinna ríkjanna verður þetta sambandi ekki eins augljóst. Þannig sést að efnahagssamdrátturinn mælist mjög svipaður í þeim öllum, þótt gengislækkunin í kjölfar kreppunnar sé allt frá því að vera nánast engin (t.d. í Slóvakíu) og upp í hátt í 30% (t.d. í Ungverjalandi). Þannig eru mörg ríki í samanburðarhópnum þar sem efnahagssamdrátturinn varð mun minni en í Eystrasaltsríkjunum, þótt gengislækkunin hafi verið álíka lítil (sjá einnig kafla 16). Það bendir til þess að það hafi verið aðrir þættir en gengisfyrirkomulagið eitt og sér

Mynd 21.6
Töpuð landsframleiðsla og lækkun nafngengis 2008-2011



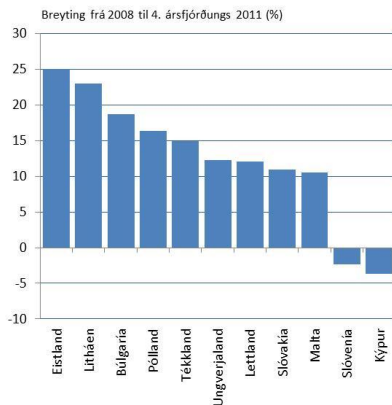
Nafngengisbreytingin er breyting viðskiptavegis nafngengis frá júlí 2008 til lágpunkts nafngengis frá júlí 2008 til desember 2011. Töpuð landsframleiðsla er mismunur árstíðarleiddrettrar landsframleiðslu frá hápunkti hennar árin 2007-2008 til lágpunkts frá 4. ársfjórðungi 2008 til 4. ársfjórðungs 2011.

Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn og Macrobond.

¹³ Mat á dýpt og lengd efnahagskreppunnar hefur breyst lítillega frá því sem það var metið í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar og Þórarins G. Péturssonar (2011) þar sem gögn um landsframleiðslu og einkaneyslu hafa verið endurskoðuð og gagnagrunnurinn lengdur til fjórða ársfjórðungs 2011 í stað síðasta fjórðungs 2009 í rannsókn þeirra.

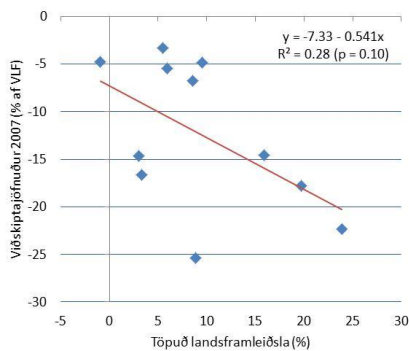
¹⁴ Mestur varð samdrátturinn í Lettlandi og kemst hann þar nálægt því að vera af sömu dýpt og varð Bandaríkjunum í kreppunni miklu á þriðja áratug síðustu aldar (sjá Dabuzinskas og Randveer, 2011).

Mynd 21.7
Þróun útflutnings vöru og þjónustu í kjölfar fjármálakreppunnar



Heimild: Eurostat.

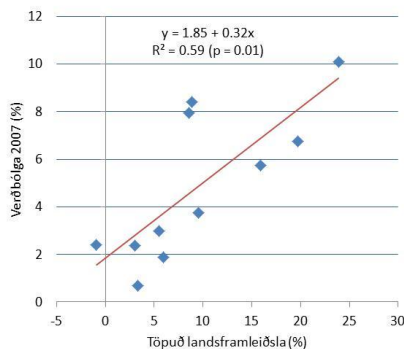
Mynd 21.8
Töpuð landsframléiðsla og viðskiptajöfnuður 2007



Töpuð landsframléiðsla er mismunur árstíðarleiddrar landsframléiðslu frá hápunkti hennar árin 2007-2008 til lágpunkts frá 4. ársfjórðungi 2008 til 4. ársfjórðungs 2011.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og Macrobond.

Mynd 21.9
Töpuð landsframléiðsla og verðbólga 2007



Töpuð landsframléiðsla er mismunur árstíðarleiddrar landsframléiðslu frá hápunkti hennar árin 2007-2008 til lágpunkts frá 4. ársfjórðungi 2008 til 4. ársfjórðungs 2011.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og Macrobond.

sem réð úrslitum um hversu alvarleg kreppan varð. Mynd 21.7 styður þetta enn frekar en hún sýnir hvernig útflutningur þessara ríkja hefur þróast frá árinu 2008. Eins og myndin sýnir hefur bati útflutnings verið hvað mestur í fastgengisríkjunum Eistlandi, Litáen og Búlgaría. Þessi bati útflutnings bendir til þess að aðrir þættir en gengisfyrirkomulag hafi ráðið hversu mikil áhrif fjármálakreppunnar á útflutningsþróun þessara ríkja urðu og hversu hraður batinn varð eftir að leið frá því að kreppan náði hámarki (t.d. samsetning útflutnings og útflutningsmarkaðir).

Það að aðrir þættir en gengisfyrirkomulagið hafi ráðið mestu um alvarleika kreppunnar er í samræmi við niðurstöður Þorvarðar Tjörva Ólafssonar og Þórarins G. Péturssonar (2011) (sjá einnig kafla 17), en þeirra niðurstaða er sú að kreppan varð alvarlegri eftir því sem efnahagslegt ójafnvægi og óstöðugleiki var meiri í aðdraganda fjármálakreppunnar (meiri verðbólga, meiri viðskiptahalli, skuldsettari einkageiri, stærri hagsveiflur og lakari ríkisfjármál). Þau ríki sem höfðu stærra bankakerfi og nánari tengsl við alþjóðlega fjármálakerfið urðu jafnframt verr úti. Nánari alþjóðleg efnahagstengsl urðu einnig til þess að dýpka kreppuna en ríki sem eru með tiltölulega háa hlutdeild utanríkisviðskipta náðu sér hins vegar fyrir á strik.

Niðurstöður þeirra benda til þess að gengissveigjanleiki hafi verið tvíeggjað vopn. Á sama tíma og samdrátturinn varð minni og skammvinnari í ríkjum með tiltölulega sveigjanlegt gengi, voru líkur á tviburakreppu (banka- og gjaldeyriskreppu) meiri. Þessu til viðbótar finna þeir engin marktæk viðbótaráhrif EMU-aðildar á efnahagssamdráttinn en komast að því að ríki með fastgengisfyrirkomulag utan EMU hafi farið sérstaklega illa út úr kreppunni. Samanburðurinn í kafla 17 á áhrifum kreppunnar á ríki innan og utan EMU gæti þó gefið vísbendingu um að batinn innan EMU hafi verið veikari og seinna á ferð.

Aðrir þættir en gengisfyrirkomulagið og aðild að ERM-II virðast því líklegri til að skýra óvenju harkaleg áhrif kreppunnar í Eystrasaltsríkjunum og hvers vegna sum ríki í Mið- og Austur-Evrópu sluppu betur. Þetta má einnig sjá á myndum 21.8-21.10 sem sýna samhengi samdráttar landsframléiðslu frá hámarki fyrir kreppu og lágmarki eftir þriðja ársfjórðung 2008 og ýmissa efnahagsstærða í aðdraganda kreppunnar (miðað við árið 2007, sjá nánar í grein Þorvarðar Tjörva og Þórarins). Myndirnar sýna að eftir því sem efnahagslegt ójafnvægi í aðdraganda kreppunnar var meira (meiri viðskiptahalli og verðbólga) og skuldsetning einkageirans meiri, því harkalegri varð efnahagssamdrátturinn.¹⁵ Á alla þessa mælikvarða var ójafnvægið mest eða með því mesta í Eystrasaltsríkjunum þremur í aðdraganda kreppunnar (samanber mikinn hagvöxt, mikla verðbólgu og lága raunvexti í töflum 21.3-21.6 hér að ofan). Nánar er fjallað um ástæður þess að svo mikið ójafnvægi byggðist upp í Eystrasaltsríkjunum í aðdraganda kreppunnar og af hverju samdrátturinn varð svo harkalegur þar í grein Dabusinskas og Randveer (2011).

¹⁵ Aðrir þættir sem skiptu máli fyrir ríkjasafnið í heild í rannsókn Þorvarðar Tjörva og Þórarins (2011) skiptu minna máli fyrir þennan ríkjahóp. Sjá einnig umfjöllun í Nowotny (2011) og Tuma og Vávra (2011), sem endurspeglar mismunandi sýn á hlutverk gengissveigjanleika í efnahagskreppunni í Mið- og Austur-Evrópu.

Hafa þarf í huga við samanburð á áhrifum alþjóðlegu fjármálakreppunnar á mismunandi ríkjahópa að kreppunni virðist hvergi nærri lokið og ný kreppa (eða seinna stig hinnar fyrri) brostin á í tengslum við skuldavanda fjölda þróaðra ríkja, þótt vandinn virðist nú um stundir sýnu verri meðal nokkurra ríkja innan evrusvæðisins. Þegar þetta er skrifað er ekki hægt að fella endanlega dóma um áhrif fjármálakreppunnar. Með hliðsjón af mismunandi gengisfyrirkomulagi þarf einnig að túlka samanburðinn varlega þar sem ekki er hægt að vita með vissu hvernig ríkjunum hefði reitt af með annars konar fyrirkomulag gengismála.

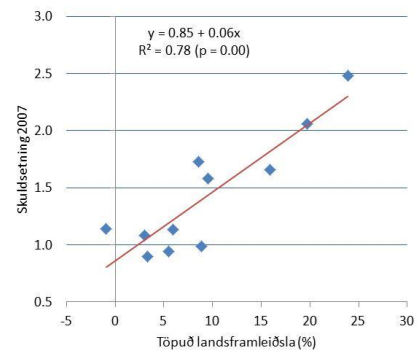
21.6 Lokaorð

Í þessum kafla hafa nýju aðildarríki myntsamstarfsins verið tekin til sérstakrar skoðunar og þá sérstaklega hvernig þeim hefur reitt af innan ERM-II gengissamstarfsins. 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 þjóðarþróun 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 fjármálakreppan 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 Eystrasaltsríkin voru óvenjumikil og mun meiri en meðal annarra ríkja innan og utan ERM-II samstarfsins. Vegna

Mynd 21.10
Töpuð landsframleiðsla og skuldsetning
einkageira 2007



Skuldsetning einkageira mæld með hlutfall innlendra út- og innlána bankakerfisins 2007. Töpuð landsframleiðsla er mismunur árstíðarleiddrettrar landsframleiðslu frá hápunkti hennar árin 2007-2008 til lágpunkts frá 4. ársfjórðungi 2008 til 4. ársfjórðungs 2011.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og Macrobond.

fastgengisfyrirkomulags innan ERM-II var gengislækkun gjaldmiðla Eystrasaltsríkjanna takmörkuð í kjölfar kreppunnar. Það er því frestandi 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 Eystrasaltsríkin 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.

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. Þróun 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 lærdóm af reynslu þeirra fyrir hugsanleg áhrif hugsanlega þátttöku Íslands í ERM-II. Hún bendir þó til að þátttaka í ERM-II gæti hjálpað til við að draga úr hagsveiflum hér á landi með því að stuðla að minni gengissveiflum að því leyti sem gengissveiflurnar eru umfram það sem rekja má til efnahagslegra grunnþátta (sjá kafla 13). Það gæti einnig hjálpað til við að draga úr sveiflum í verðbólgu, að því leyti sem þær stafa af gengissveiflum (sjá kafla 3). Minni hagsveiflur og minni verðbólga gætu einnig hjálpað til við lækkun vaxta. Að síðustu gæti þátttaka í ERM-II einnig stutt við markmiðið um aga í opinberum fjármálum og lækkun skulda.

Heimildaskrá

- Amerini, G., (2003). Exchange rates in the candidate countries. Eurostat, *Statistics in Focus*, Theme 2 – 39/2009.
- Banerjee, B., D. Kozamernik og L. Ódor (2011). The road to euro adoption: A comparison of Slovakia and Slovenia. Í bókinni *The Euro Area and the Financial Crisis*. Ritstjórar M. Beblavý, D. Cobham og L. Ódor. Cambridge: Cambridge University Press.
- Bernstein, N., (2010). The Danish krone during the crisis. *BIS Review*, 35/2010.
- Dabusinskas, A., og M. Randveer (2011). The financial crisis and the Baltic countries. Í bókinni *The Euro Area and the Financial Crisis*. Ritstjórar M. Beblavý, D. Cobham og L. Ódor. Cambridge: Cambridge University Press.
- Darvas, Z., og G. Szapáry (2008). Euro area enlargement and euro adoption strategies. *European Economy Economic Papers*, nr. 304.
- Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins (2011a). *Key dates in the history of European integration*. European Commission.
- Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins (2011b). *What is ERM II?* European Commission.
- Nowotny, E., (2011). The euro's contribution to economic stability in Central, Eastern and Southeastern Europe: Is the euro still attractive? Í bókinni *The Euro Area and the Financial Crisis*. Ritstjórar M. Beblavý, D. Cobham og L. Ódor. Cambridge: Cambridge University Press.
- Tuma, Z., og D. Vávra (2011). Is the euro still attractive for CEE countries? Í bókinni *The Euro Area and the Financial Crisis*. Ritstjórar M. Beblavý, D. Cobham og L. Ódor. Cambridge: Cambridge University Press.
- Weisbrot, M., og R. Ray (2010). Latvia's recession: The cost of adjustment with an 'internal devaluation'. Center for Economic and Policy Research, febrúar 2010.
- Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2011). Weathering the financial storm: The importance of fundamentals and flexibility. Í bókinni *The Euro Area and the Financial Crisis*. Ritstjórar M. Beblavý, D. Cobham og L. Ódor. Cambridge: Cambridge University Press.

