

HAGFRÆÐISTOFNUN HÁSKÓLA ÍSLANDS

Hagfræðistofnun Háskóla Íslands

Aragötu 14

Sími: 525 4535

Fax: 5526806

Heimasíða: www.ioes.hi.is

Netfang: sveinnag@hi.is

Skýrsla nr. R09:02

Greinargerð um áhrif alþjóðlegrar fjármálakreppu

Apríl 2009

Forsaga

Nefnd um þróun Evrópumála óskaði eftir því að Hagfræðistofnun Háskóla Íslands tæki saman greinargerð um áhrif núverandi alþjóðlegrar fjármálakreppu á Evrópusambandið almennt og á Evrópska myntbandalagið sérstaklega. Sérstaklega var óskað eftir að í greinargerðinni væri lýsing á því;

- hvernig Evrópusambandið starfar við slíkar aðstæður og
- hvort og þá hvernig evran hefur áhrif á aðstöðu þeirra ríkja sem hafa tekið hana upp.
- Enn fremur væri æskilegt að fá mat á því hvaða breytingar kunni að verða á þessum starfsháttum þegar til lengri tíma er litið, þ.e. hvort líklegt er að ESB muni taka upp samræmdari skattastefnu eða aðra þætti í átt til aukinnar miðstýringar sem lið í sameiginlegri gjaldmiðilsstefnu.
- Þá skuli hugað að Maastricht-skilyrðunum og hvernig og hvernig skuli farið ef lönd á evrusvæðinu uppfylla þau ekki.
- Einnig óskaði nefndin eftir því að Hagfræðistofnun fjallaði um áhrif þess fyrir Ísland að taka þátt í ERM II og evrusvæðinu undir þessum kringumstæðum.
- Í því sambandi þyrfti að skýra ferlið að ERM II, hvers sé krafist og hversu fljótt það gæti gerst.

Greinargerðin er skrifuð af Gylfa Zoega, prófessor í hagfræði við Háskóla Íslands.

Inngangur

Í þessari greinargerð er fjallað um stöðu Íslands og Evrópu í alþjóðlegu fjármálakreppunni. Greinargerðin er byggð upp á þann hátt að fyrst er lýsing á kreppunni sjálfri og síðan er fjallað um áhrif hennar í Evrópu. Í því samhengi er litið sérstaklega til þess hvaða áhrif sameiginleg mynt í Evrópu hefur á birtingarmynd kreppunnar á evrusvæðinu og hvaða kosti og galla sameiginleg mynt *evran* hefur í því samhengi fyrir þær þjóðir sem hana nota. Síðan verður fjallað um Maastricht-skilyrðin og hlutverk þau leika í þessu efnahagslega ölduróti. Þá er hugað að hugsanlegri inngöngu Íslands í myntsamstarf Evrópuþjóða og mögulegri samræmingu í skattamálum og ríkisfjármálum á evrusvæðinu. Í lokin er samantekt um helstu atriði greinargerðarinnar.

Fyrirkomulag gengismála

Hagfræðingar hafa lengi fjallað um kosti fasts og sveigjanlegs gengis. Kerfi fljótandi gengis felst í því að gengi ákvarðast á gjaldeyrismarkaði og engin inngríp seðlabanka eru nauðsynleg og ekki er nauðsynlegt að safna gjaldeyrisforða til þess að verja gengi gjaldmiðilsins. Kerfið hefur þann kost að gengisbreytingar geta hjálpað hagkerfinu að ná jafnvægi í kjölfar áfalla og unnt er að hafa sjálfstæða peningamálastefnu sem felst í breytingum innlendra stýrivaxta. Mikil innlend eftirspurn kallar á vaxtahækkun sem hefur í för með sér gengishækkun sem þá veldur því að hagur útflutningsgreinanna versnar og innflutningur eykst, hvorutveggja verður til þess að minnka spurn eftir innlendri framleiðslu. Lítil eftirspurn kallar á vaxtalækkun sem hefur í för með sér gengislækkun, minni innflutning og útflutningur eflist, hvorutveggja eykur spurn eftir

innlendri framleiðslu. Lengst af hefur verið talið að þessir kostir réttlæti núverandi fyrirkomulag peningamála hér á landi. Mikilvægi sjávarútvegs sem útflutningsgreinar og sveiflur afla og viðskiptakjara voru lengst af drifkraftar hagsveiflunnar hér á landi. Þá þótti rétt að láta gengi krónunnar falla þegar afli brást eða viðskiptakjör versnuðu en með því móti var einnig unnt að minnka launakostnað útflutningsatvinnuvega og draga úr innflutningi og halda þannig jöfnuði í viðskiptum við útlönd.

Árið 1994 gerðist Ísland aðili að samningnum um Evrópska Efnahagssvæðið (EES). Þá komst á frelsi í flutningum fjármagns á milli Íslands og Evrópusambandsins. Á þeim árum sem liðin eru hefur sjávarútvegur ekki verið sami áhrifavaldur hagsveiflu og áratugin á undan. Þess í stað hafa hreyfingar fjármagns til og frá landinu skapað hagsveifluna. Sú hagsveifla sem nú er að renna sitt skeið á enda hófst með miklum lántökum íslenskra banka erlendis og aukningu útlána þeirra innan lands. Útlánaaukningin olli hækkun hlutabréfaverða og fasteignaverðs og herra fasteignaverð hafði í för með sér hækkun neysluverðvísitölunnar sem síðan kallað á hærri stýrivexti seðlabankans. Hærri stýrivextir framkölluðu svokölluð vaxtamunarviðskipti (e. carry trade) sem fólst í flæði erlends fjármagn inn í íslensku viðskiptabankanna þegar erlendir fjárfestar vildu notfæra sér vaxtamuninn á milli Íslands lágvaxtaríkjanna, t.d. Japans og Sviss, til að hagnast þrátt fyrir augljósa gengisáhættur. Þá fengu bankarnir enn meira fé til útlána, og útlánabólan blés enn frekar út sem aftur kallaði á enn hærri stýrivexti. Háir vextir innan lands og væntingar um að þeir myndu haldast háir varð síðan til þess að fyrirtæki og einhverjir einstaklingar tóku lán í erlendri mynt sem ber lægri vexti, þrátt fyrir auglósá gengisáhættu. Því meiri sem þessi gengistryggða skuldsetning varð, þeim mun erfiðara varð fyrir Seðlabankann að lækka vexti vegna þess að vaxtalækkun hefði haft lækkun gengis krónunnar í för með sér sem

hefði gert mörg fyrirtæki gjaldþrota þegar skuldir þeirra í krónum aukast skyndilega í kjölfarið. Þessi þróun hélt áfram þangað til erlendir bankar vildu ekki lána íslenskum viðskiptabönkum frekar og erlendir sparifjáreigendur treystu þeim ekki lengur og tóku að taka út innistæður sínar. Þá komust þrír stærstu viðskiptabankar okkar í þrot, markaður fyrir krónur hrundi, gengi krónunnar lækkaði og þar með skuldabyrði innlendra fyrirtækja sem urðu í unnvörpum tæknilega gjaldþrota. Hlutabréfamarkaður og fasteignamarkaður hrundi. Hagkerfið beið skipbrot.

En má skýra skipbrot hagkerfisins með þeim einstöku aðstæðum sem skapast hafa í hagkerfi heimsins? Auðvelt aðgengi að ódýru lánsfé magnaði lánsfjárbóluna á síðustu fimm til sex árum, einkavæðing bankanna og ódýrt lánsfé erlendis var rót uppsveiflu hagkerfisins á síðustu árum og torvelt aðgengi síðustu tvö árin er orsök kreppunnar. En sjálfstæð peningamálastefna hér á landi gerði uppsveifluna erfiðari og kreppuna að hruni eins og nánar verður lýst hér á eftir. Og veikleiki þess að hafa sjálfstæða fljótandi mynt og frjálsa fjármagnsflutninga hafði þegar komið fram áður en þessi uppsveifla byrjaði. Síðasta hagsveifla þar á undan var í eðli sínu svipuð. Þá höfðu bankarnir ekki verið einkavæddir og aðgengi að erlendu lánsfé var ekki jafngott og síðar varð en frjálsir fjármagnsflutningar innan EES svæðisins gerðu viðskiptabönkunum kleift að auka útlán sína og valda bólu á eignumörkuðum á árunum í kringum aldamótin. Þá myndaðist mikill viðskiptahalli, hækkun eignaverða, aukning skuldsetningar og hætta á fjármálakreppu. Litlu mátti muna um vorið 2001 að ekki færi illa. En eðli þeirrar uppsveiflu og kreppunnar sem fylgdi í kjölfarið var hið sama og þeirrar uppsveiflu sem nú hefur endað með ósköpum. Skuldsetning í erlendri mynt, bólukennd eignaverð og viðskiptahalli eru hættumerki vegna þess að hækkun vaxta erlendis eða torveldara aðgengi að fjármagni hefur í för með sér gengisveikingu, lækkun eignaverða og þar með að efnahagsreikningar fyrirtækja, heimila og banka breytast þannig að

eigið fé lækkar og getur orðið neikvætt og hrina gjaldþrota og bankavandamála getur fylgt í kjölfarið. Ísland er þannig tvisvar búið að brenna sig á því að hafa sjálfstæða mynt og frjálsan flutning fjármagns á milli lands. Sveigjanleiki gengisins virðist of dýru verði keyptur.

Skipbrot íslenska hagkerfisins er birtingarmynd þess að sjálfstæðar, fljótandi örmyntir eru einungis lífvænlegar í góðæri þegar fjármagn flæðir greiðlega á milli landa. Hagkerfið er þá opnað fyrir áhrifum mikilla fjárstrauma sem innlendar stofnanir í smáríkjum ráða oft lítið við. Reynolds Evrópuríkjanna er á sömu vegu. Danir sem hafa haft eigin gjaldmiðil og fast gengi um áratugaskeið og hafa síðustu tíu árin bundið hann við evruna með aðstoð Seðlabanka Evrópu innan svokallaðs ERM II kerfis Evrópusambandsins eru nú að fhuga að taka um evruna í stað dönsku krónunnar. Baltnesku löndin, Eistland, Lettland og Litháen, sem einnig hafa fast gengi innan ERM II sækjast eftir upptöku evru áður en þau uppfylla Maastricht skilyrðin. Pólland sem er aðili að ESB en ekki enn í ERM II vill nú hefja það ferli sem fyrst til þess að geta tekið upp evru fyrr en síðar. Sameiginleg mynt Evrópusambandsins, evra, er þannig skjól í þeirri heimskreppu sem nú gengur yfir. Hún kemur í veg fyrir gjaldeyriskreppu – að gengi falli þegar fjármagn leitar úr landi – og einnig það að skuldir fyrirtækja vaxi umfram eignir vegna lækkunar gengisins. Þegar stjórnvöld þurfa ekki að hafa áhyggjur af gjaldeyrismarkaðinum og efnahagsreikningum fyrirtækjanna þá geta þau leyft sér að lækka vexti til þess að mæta samdrætt í hagkerfinu. Þannig eru vextir á evrusvæðinu mjög lágir, nú eru stýrivextir 1.5% og útlánvextir 3-4%. Með því að koma í veg fyrir gjaldeyriskreppu og gjaldþrot fyrirtækja vegna gengisbreytinga þá geta jafnvel ríki sem hafa mikil innanlandsvandamál, t.d. Grikkland og Ítalía, setið af sér storminn.

Ef Ísland hefði tekið upp evru á einhverju undangenginna ára þá það ekki lent í gjaldeyriskreppu nú í október vegna þess að enginn markaður væri þá fyrir innlenda mynt, hún væri sú sem við notuðum í alþjóðaviðskiptum. Utanríkisviðskipti hefðu þá haldið áfram og engin þörf hefði verið á gjaldeyrishöftum. Skuldir fyrirtækja og heimila hefðu verið í sömu mynt og notuð er hér innan lands og því hefðu þau ekki orðið fyrir sömu skakkaföllum og ella, þau hefðu ekki orðið tæknilega gjaldþrota vegna gengisfalls innlands gjaldmiðils. Gengi evrunnar hefði sömuleiðis ekki breyst vegna efnahagslegra hrakninga okkar. Heimili og fyrirtæki hefðu sömuleiðis haft aðgang að lánsfé fyrir ca. 3-4% vexti fyrir og eftir hrun. En hefði hrunið gerst engu að síður? Það er ekki víst. Seðlabanki Íslands hefði haft mikið magn af evrum til þess að veita íslensku bönkunum lausafjárstuðning ef nægileg veð hefðu verið fyrir hendi.

Lausafjándamál hefðu þannig ekki getað grandað íslensku bönkunum. Hins vegar hefði mikið útlánatap getað haft í för með sér gjaldþrot þegar eigið fé þrýtur og hefði þá tjónið lent á íslenska ríkinu. Það hefði því ekki verið skynsamlegt að hafa svo stórt bankakerfi í landinu á evrusvæðinu. Hver þjóð ber ábyrgð á sínum bönkum og Ísland gat engan veginn borið ábyrgð á því bankakerfi sem hér hafði orðið til. Hins vegar hefði aðild að Evrópusambandinu veitt Íslandi aðgang að ódýru lánsfé frá ESB (sbr. lán til Ungverjalands í október síðastliðnum sem fjármagnað var með útgáfa skuldabréfa ESB) og möguleikar okkar til uppbyggingar væru betri af þessum sökum.¹ Lánin eru veitt með 3.25% vöxtum. Þannig má segja að innan Evrópusambandsins sé ákveðin samtrygging sem veitir ríkjunum skjól þegar í harðbakkann slær.

¹ Hér má sjá umfjöllun um lán til Lettlands:
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/2045&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>

Uptaka evru hefur hins vegar í för með sér einn ókost. Missir stjórnækja peningamálastefnu telst ekki ókostur vegna þess að þau hafa lítil áhrif þegar fjármagnshreyfingar eru óheftar. Ókosturinn er hins vegar sá að raungengi verður ósveigjanlegra. Ef við búum við eigin gjaldmiðil má búast við því að þegar heimskreppunni lýkur verði auðveldara fyrir Ísland að efla útflutning og minnka innflutning vegna þess að fall krónunnar hefur í för með sér að raungengi lækkar skyndilega; innflutningur verður dýrari og meira fæst fyrir útflutning. Samkeppnishæfi útflutningsgreinanna á Íslandi verður þá meira og minni hætta á að landvarandi atvinnuleysisvandi myndist. Þetta er ein orsök mikils samdráttar innflutnings hér á landi á síðustu mánuðum. Önnur afleiðing er sú að þeir sem framleiða fyrir heimamarkað þurfa nú ekki að óttast samkeppni frá innflutningsaðilum. Útflutningstekjur í krónum aukast og hagkerfið aðlagar sig að breyttum aðstæðum á skjótan hátt. Á Írlandi verður hins vegar að treysta á að laun hækki minna en í samkeppnislöndunum og/eða framleiðni aukist hraðar sem mun smám saman bæta samkeppnishæfi Írlands. En það tekur lengri tíma fyrir Íra að lækka launakostnað en fyrir íslensku krónuna að lækka í verði. Írsk fyrirtæki standa nú illa að vígi í samkeppni við bresk fyrirtæki vegna þess að breska pundið hefur lækkað mikið gagnvart evrunni undanfarið. Skjótur umsnúningur utanríkisviðskipta á Íslandi í kjölfar hrunsins í október ber vitni um sveigjanleika hagkerfis sem byggir á fljótandi gengi. Ef Íslendingar ákveða að sækja um inngöngu í ESB og þar með stefna að því að taka upp evru hér á landi þá verða þeir samtímis að huga að aðgerðum í því skyni að auka sveigjanleika vinnumarkaðar, sem reyndar er mjög sveigjanlegur fyrir. Reyndar er sveigjanleiki vinnumarkaðar slíkur hér á landi að Ísland væri kjörinn þátttakandi í myntsamstarfi Evrópu, ókostir evrunnar eru mun minni hér á landi en í stóru ríkjunum á meginlandi Evrópu sem hafa ósveigjanlegan vinnumarkað. Launavísitölur síðustu mánaða, fækkun vinnustunda hjá fólki í

fullu starfi og breyting í hlutastörf ber vitni um minkinn sveigjanleika vinnumarkaðar. En engu að síður væri mikilvægt að huga að því hvernig unnt væri að tryggja samkeppnishæfi íslensks atvinnulífs ef launakostnaður hér á landi ykist meira en í viðskiptalöndunum.

En ekki er þó unnt að fullyrða að fljótandi gengi sé einungis blessun fyrir útflutningsgreinarnar. Við skilyrði frjálsra fjármagnsflutninga verða sveiflur gengis krónunnar meiri en nauðsynlegt er til þess að tryggja samkeppnishæfni útflutnings, þær verða sjálfstætt vandamál. Sveiflum gengis fylgir há og breytileg verðbólga. Hvorutveggja, sveiflur gengis og sveiflur verðbólgunnar, gera áætlanagerð vandkvæðum bundna og markaðsstarf innan lands sem erlendis erfitt. Gengissveiflurnar gera erlendum fyrirtækjum sömuleiðis erfitt um vik að koma inn á markað héraðs vegna mikillar óvissu um framtíðargengi krónunnar sem hefur áhrif á væntanlegan hagnað þeirra. Hin fljótandi króna gerir þannig hvorutveggja starfsemi útflutningsfyrirtækja erfiða og verndar fákeppnisaðstöðu innlendra aðila með því að letja erlenda keppinauta frá því að koma inn á markað hér á landi. Á þennan hátt dregur hin fljótandi króna úr umfangi utanríkisviðskipta sem hafa reynda lítið aukist frá árinu 1994 þrátt fyrir að Ísland hafi aðgang að sameiginlegum vörumarkaði ESB; hún verndar fyrirtæki í fákeppni innan lands; og hún gerir rekstur fyrirtækja óhagkvæmari með því að torvelda áætlanagerð. Segja má að Ísland hafi ekki notið samningsins um EES sem skyldi í formi aukins útflutnings og meiri samkeppni á innlendum mörkuðum af þessum sökum.

Við óhefta fjármagnsflutninga á milli landa er afar erfitt eða ómögulegt fyrir sjálfstæðan seðlabanka að fylgja fastgengisstefnu. Einhliða fast gengi felur í sér að seðlabanki er tilbúinn að kaupa og selja gjaldeyri á föstu, fyrirframákveðnu verði. Slíkt krefst gjaldeyrisforða ef það er gert einhliða. Þegar skyndilega myndast væntingar um fall kerfisins og gengislækkun þá geta

fjárfestar „veðjað gegn” seðlabanka með framvirkum samningum og valdið hruni kerfisins.

Seðlabanki Íslands mun af þessari ástæðu ekki geta, einn sín liðs, varið fast gengi krónunnar án gjaldeyrishafta.

Alþjóðlega fjármálakreppan – lýsing

Sú fjármálakreppa sem nú ríkir á helstu fjármálamörkuðum heimsins er mjög skæð. Erfitt er að bera saman kreppur á ólíkum tímabilum en þó má nánast fullyrða hún sé dýpri en flestar aðrar kreppur frá því á fjórða áratug 20. aldar. Rætur þessarar kreppu og áhrif eru þó keimlíkar fyrri kreppum. Á fyrstu stigum kreppunnar koma fram vandamál á fjármálamarkaði sem síðan leiða til efnahagskreppu þegar framleiðsla minnkar og atvinnuleysi eykst. Áhrif þessara efnahagshörmunga má sjá stað víðast hvar í hagkerfum heimsins þó nokkuð sé ólíkt milli landa og heimssvæða hve niðursveiflan er djúp eða langvarandi.

Upphaf þessarar kreppu má að miklu leyti rekja til sérstæðra aðstæðna sem ríktu í efnahagslífi heimsins á tíunda áratug síðustu aldar og fyrstu árum 21. aldar. Vextir á fjármálamarkaði voru lágir og framboð fjármagns mikið. Ástæður þess voru meðal annars þær að seðlabanki Bandaríkjanna hafði lága stýrivexti. Einnig var mikið ójafnvægi í heiminum sem fólst í tilflutningi framleiðslu til landa þar sem kostnaður vinnuafls er lægri en í ríkari iðnríkjum. Þetta hjálpaði til við að halda aftur af verðlagshækkunum þannig að lægra vaxtastig var mögulegt án mikils verðbólguþrýstings en varð jafnframt til þess að mikill viðskiptaafgangur myndaðist í sumum heimshlutum (Japan, Kína, Þýskaland, olíuframleiðsluríki) á meðan önnur lönd höfðu mikinn viðskiptahalla (Bandaríkin, Bretland, Spánn, Írland). Ísland var í síðari hópnum og naut þess að hafa aðgengi að ódýru fjármagni. Íslendingar tóku á árunum 2003-2008 lán í útlöndum

sem námu gróflega reiknað tvö þúsund krónum frá hverjum jarðarbúa! Lág t vaxtastig og mikið framboð fjármagns gerði það aftur að verkum að fjármálafyrirtæki juku útlán til að auka tekjur sínar og þá sérstaklega á húsnæðismarkaði í Bandaríkjunum en einnig í öðrum iðnvæddum ríkjum. Í Bandaríkjunum hafði þessi þróun í för með sér að húsnæðisverð hækkaði stöðugt sökum þess að auðvelt var að nálgast lánsfé hjá bönkum og öðrum fjármálastofnunum. Á Íslandi gerðist hið sama og einnig varð til ein mesta hlutabréfabóla sem sést hefur í þróuðu ríki. Þetta leiddi til víxlverkana þar sem herra húsnæðis- og hlutabréfaverð jók veðhæfi sem aftur leiddi til enn herra húsnæðisverðs og þannig koll af kolli. Áhætta vegna húsnæðislána í Bandaríkjunum fór vaxandi en vegna ógagnsæis flókinna fjármálagerninga og viðskipta með slíka samninga var sú áhætta vanmetin. Skv. reiknilíkönunum sem lágu að baki afleiðuviðskiptunum gat fasteignaverðið einungis hækkað! En þegar fátækar fjölskyldur í Bandaríkjunum tóku fasteignalán sem solumenn fjármálastofnana buðu þeim upp á sem hverri annarri þjónustu og lánin voru með þeim hætti að vaxtabyrði var lág fyrstu árin en hækkaði svo snögglega þá var þess ekki lengi að bíða að vanskil ykjust. Þau skuldabréf sem gefin voru út til þess að fjármagna fasteignakaup voru sett í skuldabréfavafninga og þeir síðan seldir áfram. Vafningarnir voru settir saman með kúnstarinnar reglum til þess að draga úr áhættu, að því er sagt var. Þegar bakslag kom á bandaríska húsnæðismarkaðinum seint á árinu 2006 kom í ljós að áhætta við fjármögnun húsnæðiskaupa hafði verið stórlega vanmetin. Allir helstu bankar og fjármálastofnanir, bæði austan hafs og vestan og í Asíu höfðu tekið þátt í fjármögnuninni með einum eða öðrum hætti með því að kaupa skuldabréfavafningana og urðu að afskrifa stóran hluta af þeim lánunum. Það jók mjög á vandann að enginn vissi hvaða tjón hver banki hafði beðið og því vildu bankar nú síður lána hver öðrum fjármagn vegna þess að traust þeirra á milli hvarf. Þannig varð eiginfjárkrísan – sem fólst í því að

eignir bankanna rýrnuðu þegar húsnæðisvafningarnir lækkuðu í verði – að lausafjárkrísu – bankarnir vildu ekki lána hver öðrum – og lausafjárkrísan leiddi svo til samdráttar útlána og frekari lækkun eignaverðs sem gerði lausafjárkrísuna enn erfiðari viðfangs. Í fyrstu voru það einkum smærri fjármálafyrirtæki sem höfðu tekið mikla áhættu með kaupum á fyrrnefndum flóknum fjármálagerningum sem lentu í vanda. Stjórnvöld gripu inn í til að tryggja innistæður fólks í bönkunum en brátt varð ljóst að umfang vandans var meira en svo að lítilsháttar inngrip hins opinbera myndu duga. Í Bandaríkjunum kom í ljós að jafnvel fjármálafyrirtæki sem talin voru stór og öflug riðuðu til falls. Ekki bætti úr skák að lausafjárþurrðin leiddi einnig til lækkunar á verði hlutabréfa, en verð þeirra hafði hækkað mjög á síðasta einum og hálfu áratug á undan. Þannig fór saman að bankarnir töpuðu útlánunum auk þess sem eignir þeirra og annarra í skuldabréfavafningum og hlutabréfum, sem mikið voru notuð sem veð fyrir öðrum lánunum, lækkuðu snögglega í verði. Æ stærri fjármálafyrirtæki lentu í vandræðum og stjórnvöld, t.a.m. í Bandaríkjunum neyddust til að dæla sífellt meira fé inn í fjármálakerfið til að halda því gangandi. Bandaríkjaþing samþykkti aðgerðaráætlun sem gerði ráð fyrir 700 milljarða dollara innspýtingu í hagkerfið en allt kom fyrir ekki. Segja má að þegar Lehman Brothers bankinn fór í þrot þar í landi hafi orðið vatnaskil. Fjármálakreppan var orðin alvarlegri en svo að hefðbundin meðul dygðu, s.s. lækkun vaxta og innspýting á opinberu fé inn á fjármálamarkaðina. Efnahagsástandið versnaði stöðugt beggja vegna Atlantshafsins og lánveitingar milli banka skruppu saman.

Íslenska bankakerfið fór ekki varhluta af þessum breyttu aðstæðum. Vöxtur þeirra byggðist á aðgengi að ódýru fjármagni á alþjóðafjármagnsmörkuðum og hrun þeirra stafaði af því að lokað var fyrir þetta aðgengi. Því miður fól vöxtur þeirra einnig í sér stóráukna skuldsetningu innlendra fyrirtækja, enduruppstokkun á eignarhaldi þeirra og stórkostlegar fjárfestingar innan lands sem

utan. Atvinnulífið var því mjög skuldsett og viðkvæmt þegar skrúfað var fyrir aðgengi bankanna að erlendu lánsfé. Heildarskuldsetning landsins var gríðarleg og er þetta ástæða þess að Ísland hefur farið mun verr út úr heimskreppunni en önnur lönd hingað til. Við fyrstu sín má ætla að Akkilesarhæll íslensku bankanna hafi legið í því að hér á landi var ekki trúverðugur lánveitandi til þrautavara en dýpri rætur má rekja til þess að hér var ekki starfandi fjármálaeftirlit sem veitti þeim aðhald og Seðlabankinn reyndi lítið að hamla vexti þeirra. Jafnvel má ganga svo langt að segja að stjórnvöld hafi hvatt til vaxtar þeirra, að hraður vöxtur bankanna hér hafi gerst með velvilja stjórnvalda. En hraður vöxtur þeirra olli bólgnu eignaverði hér á landi og bauð upp á mikið útlánatap. Krosseignatengsl og rekstur fjárfestingasjóða ýmissa tengdra aðila urðu til þess að skuldsetning erlendis varð enn meiri, kerfisveikleikar meiri og hrunið enn verra en ella hefði verið. Hér verður ekki dvalið lengur við ástæður íslenska bankahrunsins en sjónum beint að áhrifum fjármálakreppunnar á Evrópusambandið og Evrópska myntbandalagið.

Alþjóðlega fjármálakreppan og Evrópusambandið

Evrópusambandið er samband 27 lýðræðisríkja í Evrópu. Samanlagður íbúafjöldi er um 498 milljónir og flatarmál þess er rúmlega 4 milljónir ferkílómetra. Sambandið byggir á efnahagslegri og pólitískri samvinnu. Evrópusambandið sem heild er stærsta hagkerfi heimsins en VLF svæðisins nam tæplega 11. 000 milljörðum evra árið 2005. Bandaríkin koma næst á eftir með rúmlega 10.000 milljarða evru framleiðslu það ár. Um 60% af framleiðslu Evrópusambandsins er í þjónustugreinum. Þrátt fyrir að Evrópusambandið samanstandi af ólíkum löndum og þjóðum virðist sem innri markaður sambandsins sé virkur.

Eitt af meginverkefnum sambandsins síðustu árin var að koma á innri markaði fyrir vinnuafli, þjónustu, fjármagn og vörur (s.k. fjórfrelsi). Viðskipti eru mikil á milli landa í sambandinu. Meðaltal hlutfalls útflutnings hvers aðildarríkis af heildarútflutningi er nú rétt undir 70%. Upptaka sameiginlegrar myntar, evrunnar, árið 1999 var hluti af aðgerðaáætlun sem kom á sameiginlegum markaði fyrir vörur, þjónustu, fjármagn og vinnuafli innan ESB. Það var ekki ætlun sambandsins að aðildarríki kæmu inn á hinn sameiginlega markað án þess að taka jafnframt upp mynt sambandsins. En það er einmitt þetta sem Íslendingar, Bretar, Svíar og Norðmenn hafa gert. En hugum nú nánar að fjármálakreppunni á evrusvæðinu.

Evrópska myntbandalagið og kreppan

Ýmislegt hefur verið gert til að auka virkni innri markaðar í Evrópusambandinu. Í byrjun var aðallega um að ræða niðurfellingu tolla og afnám ýmissa hafta er voru við lýði og torvelduðu viðskipti á milli landa í Evrópu. Upptaka sameiginlegrar myntar var skref í þá átt að auka enn frekar viðskipti í sambandinu og bæta velferð þegnanna. Evran sjálf var tekin upp sem gjaldmiðill á alþjóðlegum fjármálamörkuðum þann 1. janúar 1999 og tók þá við því hlutverki sem evrópska mynteiningin (ECU) hafði haft. Seðlar og mynt í evrum voru síðan settir í umferð þann 1. janúar 2002.

Öll ríki sem gerast aðilar að ESB eiga að stefna að upptöku evru nema sérstaklega sé um annað samið. Upptaka evru innan ESB á sér aðdraganda sem lýst er í Maastricht samkomulaginu. Í byrjun er ríkjum þeim sem hyggjast taka þátt í myntsamstarfinu gert að uppfylla ákveðin skilyrði og haga ríkisfjármálum þann veg að flökt milli ólíkra gjaldmiðla verði sem minnst. Alls hafa 16 lönd í Evrópusambandinu tekið formlega upp evruna. Öll stærstu hagkerfi sambandsins,

nema Bretland, eru í þeim hópi. Aðrar þjóðir hafa annað hvort ákveðið að standa utan sameiginlega myntsvæðisins, s.s. Danmörk og Svíþjóð, meðan önnur ríki uppfylla ekki enn skilyrði þau sem sett eru fyrir inngöngu í myntbandalagið. Gildir það sérstaklega um lönd í austanverðri álfunni sem eru til þess að gera ný gengin inn í sambandið. Danir hafa fest gengi krónu sinnar við evru og hafa heimild til þess að vera í svokölluðum ERM II fasa til frambúðar án þess að taka upp evruna. Hremmingar á alþjóðafjármálamörkuðum undanfarna mánuði hafa þó kallað á endurmat á afstöðu þeirra.

Evrar hefur gefið þeim aðildarríkjum ESB sem hana nota skjól í fjármálakreppunni. Þessi lönd þurfa ekki að hafa áhyggjur af gjaldeyrismörkuðum – að gjaldeyriskreppa bresti á – og þau þurfa þar af leiðandi ekki að hafa háa vexti til þess að verja gengi gjaldmiðla sinna eins og Íslendingar hafa þurft að gera undanfarin ár. Einnig þurfa þau ekki að hafa áhyggjur af því að eignir og skuldir heimila, fyrirtækja og banka séu ekki í sama gjaldmiðli sem býr til hættu á að skyndilegar gengisbreytingar geri þessa aðila gjaldþrota.²

En evrulöndin hafa samt ekki farið varhluta af kreppunni. Í aðdraganda hennar var aðgengi þarlendra fjármálastofnana að ódýru fjármagni greitt, ekki síður en hér á landi. Þannig varð til mikil fasteignabóla á Írlandi og á Spáni, svo tvö dæmi séu teking. Launakostnaður jókst og samkeppnishæfni atvinnulífsins minnkaði. En þau vandamál sem þessi ríki eiga við að glíma eru allt annars konar en þau sem við höfum kynnst hér á landi. Vandinn er sá hvernig eigi að snúa við hækkun raungengis, hvort unnt sé að auka framleiðni eða lækka launakostnað fyrirtækjanna.

Þetta þarf að gera í því skyni að koma í veg fyrir hátt og langvinnt atvinnuleysi.

² Þetta er þó ekki undantekningalaust. Þannig hafa írskir bankar lánað fé til húsnæðisframkvæmda í Bretlandi og er þá eignasafn þeirra að hluta í pundum á meðan skuldahliðin er að mestu í evrum. Lækkun pundsins undanfarna mánuði veldur þeim þá erfiðleikum.

Þau ESB lönd sem ekki hafa tekið upp evruna eiga við mun meiri vanda að etja sem að mörgu leyti líkist þeim vanda sem Ísland hefur staðið frammi fyrir. Þótt Eystrasaltsríkin hafi búið við fast gengi um árabil þá hafa þau eigin gjaldmiðil sem hefur í för með sér að hætta er á því að gengi hans lækki, að fastgengiskerfið hrynji og gengi lækki mikið. Innan ERMII er þó hættan á miklu gengisfalli mun minni en var hér á landi fyrir hrunið vegna þess að þau geta reitt sig á stuðning Evrópska seðlabankans ef í harðbakkan slær. Hins vegar er það áhyggjuefni fyrir þessi lönd að standa frammi fyrir háu raungengi, minni eftirspurn og vaxandi atvinnuleysi og jafnframt mikilli skuldsetningu í evrum sem veldur því að þau geta staðið frammi fyrir sama vanda og íslendingar hvað varðar skuldastöðu heimila og fyrirtækja ef fastgengiskerfið brestur. Ísland hefur það síðan fram yfir þessi lönd að hér hefur raungengi lækkað sem getur haft í för með sér að okkar hagkefi nái sér fyrr á strik vegna þess að raungengi hefur lækkað mikið, þar með samkeppnishæfni atvinnugreina. En þessi sveigjanleiki er dýru verði keyptur: bankarnir eru gjaldþrota og ekki fyrir hendi starfhæft bankakerfi; gjaldeyrishöft við lýði; og talsverður hluti fyrirækja tæknilega gjaldþrota.

Innan evrusvæðisins felast vandamálin einkum í ríkisfjármálum aðildarríkjanna. Írland hefur ofvaxið bankakerfi og Írar hafa ábyrgst allar innstæður í írskum bönkum en þær nema margfaldri þjóðarframleiðslu Írlands. Ef nú írski bankakerfið kemst í þrot þá mun írski ríkið ramba á barmi gjaldþrots. Af þessum sökum býr það við hátt skuldatryggingarálag um þessar mundir. Ríkisfjármál Ítalíu og Grikklands eru í ólestri – af sögulegum ástæðum sem hafa að gera með innviði þessara landa – og ríkin búa sömuleiðis við hátt skuldatryggingarálag. Sú spurning hefur komið upp hvað ESB muni gera ef eitt aðildarríkjanna stendur frammi fyrir gjaldþroti ríkissjóðs. Efnahagshrellingarnar hafa hér kallað fram ýmis viðbrögð. Í fyrsta lagi hefur ESB selt skuldabréf

til þess að afla lágvaxtalána fyrir aðildarríki. Ungverjaland fékk þannig um eitt þúsund milljarða króna í lán frá ESB í október.³ Slíkt aðgengi að ódýru lánsfé væri mikill kostur fyrir Ísland á næstu árum en fyrirsjáanlegt er að ríkissjóður Íslands verður skuldugur í erlendri mynt um ókomin ár. En einnig hefur komið fram að evruríki sem horfir fram á gjaldþrot verður bjargað með lánveitingum, sbr. nýlegar yfirlýsingar fjármálaráðherra Þýskalands.⁴ Þannig má búast við því að innan ESB verði til kerfi samtryggingar sem tryggi aðildarríkin fyrir afleiðingum áfalla á fjármál ríkisins. Í stofnsamþykktum sambandsins er alls ekki gert ráð fyrir slíku fyrirkomulagi en sameiginlegir hagsmunir í heimskreppu knýja aðildarríkin til aðgerða.

Ef Ísland sækir um ESB aðild þá erum við jafnframt að ákveða að stefna að upptöku evru hér á landi. Sá möguleiki er ekki lengur fyrir hendi innan ESB að aðildarríkin haldi í eigin gjaldmiðil til langframa eins og Danir, Svíar og Bretar hafa gert. Strax við inngöngu mun hagstjórn hér á landi þurfa að setja sér það markmið að ná svokölluðum Maastricht skilyrðum fyrir upptöku evru hér á landi.

Maastricht-skilyrðin

Í svokölluðum Maastricht sáttmála eru sett skilyrði fyrir heimild til að taka þátt í því samstarfi.

Almennt má setja skilyrðin þannig fram:

- Verðbólga sé ekki meira en 1½% hærri en í þeim þremur Evrópusambandslöndum sem hafa minnsta verðbólgu.

³ Sjá <http://www.ft.com/cms/s/0/513de4ca-a5b0-11dd-9d26-000077b07658.html>.

⁴ Sjá: <http://www.ft.com/cms/s/0/825af89a-fe02-11dd-932e-000077b07658.html>.

- Að í eitt ár sé meðalnafnvextir á langtímabréfum að hámarki 2% hærri en í þeim þremur löndum Evrópusambandsins sem hafa lægsta verðbólgu.
- Að viðkomandi land hafi verið í gengissamstarfi Evrópu ERMII í að minnsta kosti tvö ár án gengisfellingar og innan vikmarka..
- Að fjárlagahalli sé ekki meiri en 3% af VLF.
- Heildarskuldir hins opinbera mega ekki vera meiri en 60% af VLF.

Ljóst er að Ísland fullnægir um þessar mundir einungis síðasta skilyrðinu og það mun jafnframt fjarlægjast eftir því sem líður á árið. Hér er verðbólga há, vextir háir, gengi óstöðugt, mikill halli á fjárlögum og skuldir ríkissjóðs fara ört vaxandi. Hins vegar væri unnt að snúa þessari þróun við og sjálfsagt að gera það hvort sem við sækjum um aðild að ESB eða ekki. Lækkandi verðbólga, lægri stýrivextir og stöðugt gengi eru sjálfsögð markmið hagstjórnar og takmarkað aðgengi íslenskra aðila að erlendum fjármagnsmörkuðum næstu árin gerir það mögulegt að ná þessu markmiði. Ljóst er að peningamálastjórnin hefur tilætluð áhrif á eftirspurn og verðbólgu þegar gjaldeyrishöft eru og/eða þegar lánstraust þjóðarinnar er nægilega lítið svo innlend fyrirtækj þurfi að fjármagna sig innan lands. Hins vegar verður erfiðara að ná ríkishallanum og –skuldum niður í kjölfar hruns fjármálakerfisins en vaxandi ríkisskuldir fylgja yfirleitt í kjölfar fjármálakreppu. Ýmislegt bendir til að kostnaður hinna ýmsu ríkja í Evrópu til bjargar fyrirtækjum og heimilum muni leiða til þess að fara verði út fyrir þann ramma sem settur er í Maastricht-skilyrðunum. Auðvitað er ekkert hægt að fullyrða um hvaða áhrif það muni hafa á hina sameiginlegu mynt en rétt er að hafa í huga að líkt og með vexti og verðbólgu skiptir hér mestu að ekki skilji um of á milli hinna ólíku ríkja í samstarfinu. Hér skiptir, eftir sem áður, mestu að aðgerðir séu sem mest

samræmdar því það skiptir meira máli að einstök lönd skeri sig ekki úr hvað varðar skuldastöðu og stöðu ríkisfjármála heldur en hver skuldastaðan og halli ríkissjóðs er í prósentum.

Það kreppuástand sem hér er um þessar mundir, vaxandi atvinnuleysi og gjaldþrot fyrirtækja mun leiða til þess að verðbólga mun lækka mjög snögg. Nýjustu verðbólguælingar sýna að verðbólgan hefur lækkað ört á síðustu mánuðum og því ekkert því til fyrirstöðu að ná Maastricht skilyrðum fyrir verðbólguna á mjög skömmum tíma. Þá geta vextir lækkað fljótt. Það sem helst myndi hamla því að ná vaxtaákvæði Maastricht samningsin er áhættuálag á Ísland og því mikilvægt að endurskipulagning fjármálakerfisins gangi sem hraðast. Veikleikinn mun felast í ríkisfjármálunum en svo fremi sem fjárlagahallinn verður ekki meiri – skattar hækkaðir eða kostnaður við rekstur ríkisins minnkaður – þá ætti að fást undanþága frá ákvæði um skuldastöðu hins opinbera.

Ef ríki nær ekki Maastricht skilyrðunum innan ESB þá heldur það áfram með sína sjálfstæðu peningamálastefnu og reynir áfram að ná markmiðunum.

ERM II

Evrópska myntkerfið (e. European Monetary System, EMS) og Evrópska gengisskráningarfyrirkomulagið (e. Exchange Rate Mechanism, ERM) voru einungis vörður á leið til upptöku evrunnar sem sameiginlegs gjaldmiðils. Þegar evran var tekin upp á alþjóðlegum fjármálamörkuðum, þann 1. janúar 1999, tók við þriðja skrefið í þessu ferli sem hefur fengið nafnið ERM II. Innganga í ERM II er hluti af því ferli sem aðildarríki fara í gegnum á leiðinni til upptöku evrunnar skv. Maastricht sáttmálanum.

Við inngöngu í ERM II lýsir viðkomandi land yfir að það tengi gengi gjaldmiðils síns við evruna á ákveðnu föstu gengi. Þó er möguleiki til að breyta því gengi ef samkomulag næst um það milli viðkomandi ríkis og Seðlabanka Evrópu. Þá er ákvarðað fyrirfram hvað gengi gjaldmiðlanna má sveiflast mikið og er yfirleitt miðað við $\pm 15\%$ en þau má þrengja með samkomulagi beggja aðila. Þetta fyrirfram ákveðna svigrúm setur um leið þá ábyrgð á herðar seðlabanka viðkomandi lands og seðlabanka Evrópu að grípa inní ef gengi gjaldmiðilsins sveiflast út fyrir þessi mörk. Sé svo er viðkomandi seðlabönkum skylt að grípa inní til að styrkja eða veikja gengi viðkomandi gjaldmiðils gagnvart evru með viðeigandi hætti. Slík inngríp má þó takmarka ef þau vinna gegn verðstöðugleika, sem er helsta markmið seðlabanka Evrópu.

Eftir að Grikkland tók upp evruna þann 1. janúar 2001 var Danmörk eina landið sem eftir er í ERM II. Danska krónan er fest við gengi evrunnar (7.46038 kr = 1 eur) og leyfileg vikmörk eru $\pm 2,25\%$. Síðan í maí 2004 hafa tíu ný ríki gengið í ESB, þ.e. Eistland, Kýpur, Tékkland, Ungverjaland, Lettland, Litháen, Malta, Pólland, Slóvakía og Slóvenía. Öllum þessum ríkjum er ætlað að taka upp evruna sem gjaldmiðil þegar þau hafa uppfyllt Maastricht-skilyrðin, þ.e. um stöðugt verðlag, heilbrigð ríkisfjármál, gjaldeyrisstöðugleika og vaxtastig. Rétt er að benda á að þeim löndum sem nú þegar hafa tekið upp evruna er einnig skylt að uppfylla þessi sömu skilyrði.

Eistland, Litháen og Slóvenía gengu inn í ERM II þann 27. júní 2004, en Kýpur, Lettland og Malta þann 29. apríl 2005. Eftir að Slóvenía, Kýpur og Malta tóku upp evruna falla þau sjálfkrafa út úr ERM II ferlinu. Það þýðir að nú eru það Eistland, Lettland og Litháen sem eru formlega þátttakendur í ERM II ásamt með Dönum.

Ríki þurfa að hafa tekið þátt í ERM II í minnst tvö ár áður en þau geta tekið upp evruna. Danmörk hefur þó verið í þessu ferli mun lengur eða allt frá stofnun þess og ekki hefur verið

tekin um það ákvörðun þar í landi að taka evruna upp sem gjaldmiðil þrátt fyrir að landið uppfylli sett skilyrði.

Tékkland, Ungverjaland, Pólland, Svíþjóð og Bretland standa utan ERM II þrátt fyrir að vera aðildarlönd að ESB. Þrjú fyrstnefndu ríkin eiga að taka hana upp þegar þau hafa náð að fullnægja Maastricht skilyrðunum en Bretlandi er hins vegar heimilt að taka hana ekki upp vegna sérstakra ákvæða í aðildarsamningum landanna. Svíar hafa hingað til komist upp með að stefna ekki að upptöku evru en ólíklegt er að ný aðildarríki geti gert hið sama.

Þátttaka Íslands í ERM II

Evrópska gjaldmiðlasamstarfið ERM II er ferli sem er hugsað þannig að það auðveldi nýjum aðildarríkjum ESB að taka upp evruna án þess að það raski evrópska myntsamstarfinu um of. Ef ríkjum væri hleypt inn á evrusvæðið án þess að hafa verið í ERM II fasa þá væri við búið að erfið aðlögun þyrfti að eiga sér stað vegna þess að raungengi væri of hátt eða lágt: of hátt raungengi kallaði þá á kreppuástand þangað til samkeppnishæfni atvinnulífs hefði batnað. Markmiðið er þannig að hagkerfi lagi sig að kerfi fasts gengis áður en upptaka evrunnar á sér stað. Þannig sé verðbólga og vextir sambærilegir við það sem gerist á evrusvæðinu og gengisflökt ekki of mikið í aðdragandanum. ERM II er hluti aðlögunarferlinu að evruupptöku innan Evrópusambandsins og ekki ætlað þeim ríkjum sem ekki eru orðnir aðilar að ESB.

Þessi atriði er rétt að hafa í huga þegar meta skal möguleika Íslands til að taka þátt í ERM II samstarfinu. Sú staðreynd að Ísland er ekki í ESB er ein og sér nægjanleg til að útiloka þátttöku Íslands í ERM II. Hins vegar er umsókn um aðild að ESB um leið ákvörðun að stefna að inngöngu í ERM II og upptöku evru þegar Maastricht skilyrðum er fullnægt. Ef Ísland vill feta í

fótspor Dana of gera ERM II að endanlegu markmiði þá væri það samningsmarkmið að fá undanþágu frá Maastricht samkomulaginu.

Aðildarumsókn Íslands til ESB fæli í sér viljayfirlýsingu stjórnvalda um að þau stefni að því að ná markmiðum um lága verðbólgu og vexti og jafnvægi í ríkisfjármálum. Hún felur einnig í sér að ætlunin sé að ná jafnvægi í efnahagsmálum sem nauðsynlegt er til þess að gengi geti haldist stöðugt. Í kjölfar aðildar að ESB væri síðan unnt að gerast aðili að ERM II og tveimur árum síðar taka upp evru svo fremi sem Maastricht skilyrðunum er fullnægt. Þátttaka í ERM II er háð því að pólitískar forsendur fyrir evruupptöku sé fyrir hendi en einnig að nægilegt jafnvægi sé í efnahagsmálum þannig að fast gengi sé mögulegt í framtíðinni. Aðildarumsókn hefði þannig bein áhrif á væntingar um gengi krónunnar og hagstjórn hér á landi. Aukin festa kæmist síðan á gengi krónunnar þegar komið væri að ERM II fasanum. Líklegt er að Ísland gæti komist inn í ERM II mjög fljótt eftir inngöngu í ESB vegna þess að sú kreppa sem landið er nú í mun hafa í för með sér lága verðbólgu og leyfa lágt vaxtastig. Einnig mun því enduruppbyggingarstarfi sem nú á sér stað í bankakerfinu vera lokið og hagkerfið komið í betra jafnvægi.

Þegar sambandsríki hefur tekið upp evruna þá verður seðlabanki þess hluti af evrukerfinu sem er myndað af seðlabönkum evrulandanna og Evrópska seðlabankanum sem stjórnar peningamálum innan evrusvæðisins án afskipta ríkisstjórna aðildarríkjanna. Afleiðingin er sú að einstök ríki geta ekki reitt sig á gengisbreytingar til þess að bregðast við áföllum. Gengislækkarir sem ná að slá á innflutning og auka útflutning eru ekki lengur mögulegar. Þess í stað verður að bregðast við með vinnumarkaðsaðgerðum. Í ERM II fasanum venjast aðildarríkin þessum aðstæðum og taka einungis upp evru þegar aðlöguninni er lokið. Það auðveldar einnig ákvörðun um endanlegt gengi gjaldmiðils við upptöku evrunnar.

Framtíð starfshátta þeirra þjóða sem tóku upp evru sem gjaldmiðil

Reynslan af upptöku evru var góð árin áður en kreppan skall á og hún hefur einnig reynst vel í kreppunni. Evran hefur forðað aðildarríkjunum frá gjaldeyriskreppu, gengisfalli og háum vöxtum. Hins vegar hafa komið upp vandamál á evrusvæðinu sem lúta að ríkisfjármálum, reglugerðum um fjármálaeftirlit og samkeppnishæfni atvinnuveganna.

Reglur ESB gera ekki ráð fyrir að sambandið komi aðildarríkjum til hjálpar ef þau lenda í fjárhagskröggum. Þetta er gert með vilja til þess að ríkin sýni ekki ábyrgðarleysi í skjóli slíks samtryggingarkerfis. En í yfirstandandi kreppu þá hefur sú spurning vaknað hvernig sambandið ætti að bregðast við yfirvofandi gjaldþroti aðildarríkis. Slíkt ástand getur auðvitað skapast bæði vegna kreppunnar og einnig vegna heimatilbúinna vandamála. Írland er dæmi um hið fyrra. Írskir bankar eru mjög stórir í samanburði við verga landsframleiðslu Írlands. Þeir hafa starfrækt útibú utan Írland og innan ESB, t.d. í Bretlandi. Írar hafa lofað að tryggja innistæður að fullu í írskum bönkum, innan lands sem utan. Nú vaknar sú spurning hvað gerast muni ef írskir bankar verða gjaldþrota en þá blasir gjaldþrot írsku ríkisins við. Þetta er meginástæða hás skuldatryggingarálags á skuldum írsku ríkisins. Ef til gjaldþrots kæmi þá myndu önnur ESB lönd sem einnig hafa stórt bankakerfi lenda í vanda, skuldatryggingarálag ríkissjóðs þeirra myndi hækka. Gjaldþrot eins aðildarríkis er þannig sameiginlegt vandamál ESB ríkjanna. Yfirlýsing fjármálaráðherra Þýskalands 17. febrúar um að einstökum ríkjum verði komið til bjargar verður að skilja í þessu ljósi:

“Mr Steinbrück told an event in Düsseldorf on Monday night that

“the euro-region treaties don’t foresee any help for insolvent

countries, but in reality the other states would have to rescue those running into difficulty”.⁵

Þannig mun á næstu árum verða hugað að því hvernig sé unnt að koma á samtryggingarkerfi innan ESB án þess að verðlauna þau lönd sem ekki sýna ábyrgð í ríkisfjármálum.

Annað vandamál lýtur að fjármálaeftirliti. Íslendingar hafa mjög tengst umræðu um ábyrgð á innistæðum í útibúum banka í öðrum löndum. Þetta tengist þeirri spurningu hvernig fjármálaeftirlit heimalands og þess lands þar sem útibúin eru staðsett eiga að skipta með sér verkum. Núverandi kreppa hefur leitt í ljós mikla hnökra á regluverki ESB á þessu sviði og er þegar farið að huga að breytingum á því. Líklegt er að eftirlit með bönkum verði gert miðlægara en tíðkast hefur á undanförunum árum.

Þriðja vandamálið mun hrjá evruríkin þegar þau reyna að rétta úr kútnum í lok kreppunnar. Þá er raungengi hátt en þarf að lækka til þess að auka samkeppnishæfni atvinnuveganna. Þetta á t.d. við um Írland, Spán og Ítalíu. Gengisbreytingar koma ekki til greina svo annað hvort verður að auka framleiðni – sem getur tekið langan tíma – eða lækka launakostnað. Ef nú vinnumarkaður er ósveigjanlegur, verkalýðsfélög ósveigjanleg og ekki tilbúin að gefa eftir í kjarasamningum, þá er afleiðingin sú að atvinnuleysi eykst og getur haldist hátt árum saman eða þangað til launakostnaður fyrirtækjanna hefur lækkað og samkeppnishæfni atvinnulífsins aukist. Samkeppnishæfi þjóða veltur á launakostnaði og framleiðni vinnuafls. Stjórnendur fyrirtækja verða þannig stöðugt að stefna að aukinni hagkvæmni í rekstri, meiri framleiðni vinnuafls, og sýna ábyrgð í samningum um kaup og kjör. Verkalýðsfélög verða sömuleiðis að sýna mikla

⁵ Sjá: Financial Times, 18. febrúar 2009 (<http://www.ft.com/cms/s/0/825af89a-fe02-11dd-932e-000077b07658.html>).

ábyrgð vegna þess að hækkun launa umfram framleiðnivöxt kemur fram í auknu atvinnuleysi. Ef nú hagkerfi fer í mikla uppsveiflu þá má búast við að launakostnaður aukist tímabundið umfram framleiðni og er þá afar mikilvægt að geta undið ofan af slíkri hækkun þegar uppsveiflunni er lokið og atvinnuleysi farið að aukast.

Kostir og gallar við Evrópusambandsaðild fyrir Ísland

Krónan gengur kaupum og sölu á gjaldeyrismarkaði. Gengi hennar er það verð sem jafnar framboð og eftirspurn. Eftir upptöku evru verður Ísland eins og hvert annað landsvæði innan Evrópu sem notar hina sameiginlegu mynt. Hér erður farið yfir kosti og galla þessa fyrirkomulags.

Kostir núverandi fyrirkomulags peningamála

Sveigjanlegt raungengi

Raungengi mælir hlutfallslegt verð á innlendri og erlendri framleiðslu. Hærra raungengi hefur í för með sér að innflutningur verður hlutfallslega ódýrari og hagur útflutningsgreina versnar.

Raungengið er háð nafngengi krónunnar og innlendu og erlendu verðlagi.

Við kerfi fljótandi gengis þá getur raungengi breyst mjög skjótt. Þannig getur það lækkað skyndilega þegar áföll verða – t.d. minni afli eða minni aðgangur að lánsfé – og þá batnar samkeppnishæfni útflutningsgreina og einnig heimaframleiðslu. Innflutningsgreinar gefa eftir. Þetta er almennt talið vera einn helsti kostur flotgengis að hann gefur hagkerfinu sveigjanleika.

Þessi sveigjanleiki stuðlar að lágu atvinnuleysisstigi en getur hins vegar valdið hárrí og breytilegri verðbólgu.

Sjálfstæð peningamálastefna

Hinn meginkostur fljótandi gjaldmiðils er sá að hann gerir seðlabanka hvers lands kleift að ákvarða vexti með það fyrir augum að minnka eða auka við innlenda eftirspurn, þ.e.a.s. hagstjórn verður möguleg með stjórnþækjum peningamála. Hins vegar hefur þetta reynst erfitt hér á landi. Meira um þetta hér að neðan.

Ókostir núverandi fyrirkomulags peningamála

Miklar gengissveiflur

Þótt sveigjanlegt raungengi geti verið kostur þá eru sveiflur gengis fljótandi gjaldmiðla oft mjög miklar. Þá er talað um yfirskot og undirskot. Sveiflurnar eiga það að auki oft rætur í kviklyndi fjármálamarkaða sem ekki tengist innlendum atvinnugreinum á neinn hátt. Þessar miklu sveiflur gera áætlanagerð fyrirtækja erfiða, sérstaklega þeirra sem hyggja á útflutning en einnig þeirra sem keppa við eða leggja stund á innflutning. Afleiðingin verður sú að fyrirtækjastjórnun felst fremur í því að bregðast við vandamálum frá einum degi til annars fremur en að gera langtímaáætlanir. Einnig mun útflutningur eiga undir högg að sækja;

Gengissveiflur bitna á rekstri fyrirtækja og markaðsstarfi í útlöndum.

Af þessu leiðir einnig að;

Gengissveiflur vernda fákeppnisstöðu innlendra fyrirtækja.

Þetta gerist vegna þess að erlend fyrirtæki veigra sér við að leggja í kostnað við að koma inn á markað hér á landi vegna óvissu um framtíðarþróun krónunnar. Bein fjárfesting þeirra í innlendum fyrirtækjum verður minni.

Bein fjárfesting útlendinga í innlendum fyrirtækjum er lítil.

Fleiri ókosti er unnt að telja upp;

Mikil og breytileg verðbólga

Erfitt getur reynst að ná verðból gumarkmiði seðlabankans, sérstaklega í mjög smáum hagkerfum eins og okkar. Þetta stafar af þeirri ástæðu að hagkerfi okkar er mjög lítið og háð innfluttum vörum og aðföngum. Gengissveiflur hafa þá mjög fljótt áhrif á innlent verðlag sem verður þá sveiflukennt. Hér er talað um “gengisleka.” Tveir lykilþættir skýra af hverju verðból gusveiflur eru meiri hér á landi en annars staðar: miklar sveiflur í áhættuþóknun krónunnar, vegna þess að innlendir gjaldeyrismarkaður er lítill, og óskilvirkur og mikill gengisleki.

Háir vextir

Vegna þess að trúverðugleiki Seðlabanka Íslands og innlends hagkerfis mun seint jafnast á við trúverðugleika seðlabanka stærstu viðskiptalandanna þá má búast við að innlendir vextir verði hærri en erlendir vextir um ókomna framtíð. Erend lán bæta ekki úr skák þótt þau hafi tíðkast hér á landi undanfarin ár vegna þess að þegar vextir eru lágir erlendis í samanburði við innlenda vexti þá má búast við gengisfalli krónunnar sem verður til þess að hækka höfuðstól erlendra lána. Slíkt væntanlegt gengisfall felur í sér kostnað fyrir lántakendur þannig að enginn kemst undan háum innlendum vöxtum með erlendum lánum til lengdar.

Bitlítil peningamálastefna

Sjálfstæður seðlabanki getur breytt stýrivöxtum sínum til þess að jafna hagsveiflu. Hækkun stýrivaxta veldur þá aðstreymi gjaldeyris, krónan styrkist og raungengi hækkar sem veldur því að innflutningur eykst og útflutningur dregst saman. Í kreppu eru stýrivextir lækkaðir og þá lækkar raungengi og samkeppnisstaða batnar. Einnig ætti vaxtahækkun að letja fjárfestingu og vaxtalækkun að örva hana.

Reynslan hér á landi hefur hins vegar verið sú að vaxtabreytingar hafa haft takmörkuð áhrif á eftirspurn. Hækkun stýrivaxta seðlabankans hefur haft lítil áhrif á vexti til langs tíma en það eru þeir sem hugsanlega gætu haft áhrif á fjárfestingu. Þetta stafar sumpart af því að trúverðugleiki seðlabankans hefur ekki verið nægilega mikill, sumpart af því að aðgengi að erlendu lánsfé hefur verið afar mikið. Vaxtahækkunir hafa hins vegar hækkað gengi krónunnar en gengishækkunir hafa síðan fyrst og fremst örvað innflutning og skuldasöfnun erlendis fremur en að draga úr innlendri eftirspurn. Ein ástæða þessa er sú að takmörkuð staðkvæmd er á milli heimaframleiðslu og innflutnings; við framleiðum ekki margt af því sem við flytjum inn. Þannig verður gengishækkun til þess að fjölskyldur flýta endurnýjun bifreiða, eða kaupa sér fleiri bifreiðar, svo dæmi sé tekið, en síður til þess að þær kaupir minna af innlendri framleiðslu.

Hugsanlegar úrbætur gætu falið í sér breytilega vexti á verðtryggðum lánum; trúverðugri stjórn seðlabanka; virkari þátttöku ríkissjóðs í hagstjórn; og höft á fjármagnsflutningum á milli landa. Það fyrirkomulag að hafa verðtryggingu og fasta vexti veikir miðlunarferli peningamálastefnunnar. Kerfi verðtryggingar og breytilegra vaxta myndi gefa virkara miðlunarferli vegna þess að þá hefði hækkun stýrivaxta mun meiri áhrif á vaxtabyrði.

Trúverðugri stjórn seðlabanka sem talaði mál sem fjármálamarkaðir skilja, og talaði í samræmi

við stefnu bankans, hefði meiri áhrif á vexti til langs tíma. Seðlabankinn hefur sömuleiðis þurft að bera hitann og þungan af hagstjórn undanfarinna ára. Æskilegt hefði verið að ríkisstjórnin hefði lagt hönd á plóginn með því t.d. að hækka skatta eða minnka útgjöld til þess að sporna við eftirspurn. Með höftum á fjármagnsflutninga á milli landa væri sannanlega unnt að auka áhrifamátt sjálfstæðrar peningamálastjórnar. Hins vegar myndu slík höft hafa neikvæð áhrif á fjárfestingar erlendra aðila hér á landi og aðgang atvinnulífsins að lánsfé.

Fjármálalegur óstöðugleiki

Vaxtahækkningar verða til þess að krónuvextir hækka í samanburði við vexti í öðrum myntum. Þetta kallar á „vaxtamunarviðskipti“ þegar fjárfestar taka lán í lágvaxtamýntum og nota lánin til þess að festa kaup á skuldabréfum í krónum. Þetta veldur gengisstyrkingu krónunnar og auðveldar innlendum viðskiptabönkum að fjármagna sig í krónum. Gengisstyrkingin verður til þess að innflutningur eykst – viðskiptahalli eykst þar með einnig – og erlendar skuldir aukast. Aukið framboð króna á lágum vöxtum í bankakerfinu verður til þess að útlán þeirra aukast og þar með getur verið á eignum – fasteignum og hlutabréfum – hækkað umtalsvert.

Erlend skuldsetning er hættuleg stöðugleika fjármálakerfisins vegna þess að gengisbreytingar breyta höfuðstól lána mjög skjótt. Eignaverðbólga er einnig hættuleg vegna þess að lækkun eignaverðs hefur sömuleiðis þau áhrif að efnahagsreikningar fyrirtækja og heimila versna. Hávaxtastefna sem rekin er til þess að hafa hemil á eftirspurn og innlendri verðbólgu getur á þennan hátt aukið hættu á fjármálakreppu. Fjármálakreppan verður þegar vaxtamunarviðskiptin snúast við, gengið lækkar og eignaverðin lækka sömuleiðis. Þá minnkar eða hverfur eigið fé fyrirtækja og heimila, þau verða gjaldþrota, og útlánatöp bankanna setja rekstur þeirra í hættu.

Óinnleyst krónubréf sem nú nema um 400 milljarða króna gera hagstjórn afar erfiða hér á landi um þessar mundir. Þau eru afleiðing peningamálastjórnar – þ.e. hárra stýrivaxta seðlabankans – undanfarinna ára.

Samantekt

Í kjölfar þess að verðbólguþröskurinn var tekið upp hér á landi árið 2001 tókst að ná verðbólgu niður í markmið á tiltölulega skömmum tíma og halda henni í kringum það þangað til líða tók á árið 2004. Eftir þann tíma hefur verðbólga aukist nánast viðstöðulaust og verðbólguþröskurinn orðið æ meiri og ýktari. Reynslan af verðbólguþröskurinu frá árinu 2005 hefur því augljóslega ekki verið góð. Viðskiptahalli hefur verið gríðarlegur, oft yfir 20% af vergri landsframleiðslu, og skuldsetning þjóðarbúsins erlendis mjög mikil. Betur hefur gengið erlendis þótt mörg þessara landa hafi einnig þurft að þola mikinn viðskiptahalla og gengissveiflur.

Sjálfstæður fljóttandi gjaldmiðill gefur sveigjanlegt raungengi sem hjálpar hagkerfinu að bregðast við ýmis konar hnykkjum en þessi eiginleiki er of dýru verði keyptur. Lækningin sem á að felast í breytilegu gengi verður sjúkdómseinkenni þegar hreyfingar fjármagns á milli landa fara að valda miklum gengissveiflum án þess að breytingar hafi orðið í starfsemi fyrirtækja, atvinnustigi, aflabrogðum, eða innlendri eftirspurn. Peningakerfið er þá farið að valda sveiflum í raunhagkerfinu í stað þess að hjálpa til í kjölfar raunskella (t.d. minni sjávarafla). Þessar miklu sveiflur valda breytilegri og of hárra verðbólgu; ótryggu og ófyrirséðu rekstrarumhverfi fyrirtækja; fákeppni innan lands; og fábreyttum útflutningi. Þær eru hemill á atvinnulíf. Heimili þurfa að greiða háa vexti; þau standa frammi fyrir síbreytilegu verðlagi á vörum og þjónustu; og þau þurfa að verja tíma í að spá fyrir um gengi helstu gjaldmiðla. Ekki er því æskilegt að halda

áfram til lengdar með kerfi fljótandi krónu nema önnur sjónarmið, t.d. í landbúnaðar- eða sjávarútvegsmálum, og sveiflujöfnun vegna sveigjanlegs raungengis réttlæti slíkt.

Fast gengi – ERM II

Tvíhliða tenging felur í sér að gengi tveggja gjaldmiðla, t.d. krónunnar og evru, er fest af seðlabönkum beggja landanna sem vinna saman við að verja gengið. Evrópusambandið býður upp á slíka tengingu við evru og er hún kölluð ERM II. Þetta er það fyrirkomulag sem Danir hafa valið sér. Seðlabankarnir leyfa genginu að sveiflast innan ákveðinna marka. Ótakmörkuð inngríp seðlabankanna eru leyfð svo fremi sem verðstöðugleika á Evrópusvæðinu er ekki ógnað.

Í reynd hefur tenging lítil gjaldmiðils, eins og krónunnar, og mun stærri gjaldmiðils, t.d. evru, það í för með sér að vextir í krónum þurfa að fylgja evruvöxtum og þurfa einnig yfirleitt að vera aðeins hærri. Sveiflur á alþjóðafjármálamörkuðum og áhættufælni fjárfesta getur síðan haft í för með sér að vaxtabilið vaxi, eins og gerst hefur í Danmörku undanfarið.

Með stuðningi evrópska seðlabankans þá er þessi kostur mögulegur en hann er háður aðild að Evrópusambandinu og því að viðkomandi ríki stefni að upptöku evru. Krónan getur þannig lifað í skjóli evrópska seðlabankans og gegnt hlutverki sínu betur en þegar hún flýtur ein síns liðs. Hins vegar er ekki líklegt að Íslendingar gætu farið inn í ERM II kerfið án þess að taka síðar upp evru. Sá kostur stendur sennilega ekki til boða að hafa krónuna áfram innan ESB, eins og Svíar hafa gert, en slíkt gæti þó verið sammingsmarkmið.

Kostir

Öruggt fastgengiskerfi sem gefur alla kosti slíkra kerfa í formi lágrar verðbólgu, stöðugs gengis, og lágra vaxta. Einnig finnst sumum kostur að hafa eigin seðla og mynt sem eru tákn um sjálfstæði þjóðar. Einnig getur þetta kerfi möguleika á að setja gengið á flot síðar meir ef sérstakar aðstæður skapast.

Ókostir

Vextir á Íslandi yrðu væntanlega hærri en á evrusvæði – þátttaka í sameiginlegri mynt gæfi lægri vexti. Dæmi um lönd í ERM II: Grikkland frá 1999 til 2001 þegar landið tók upp evru; Eistland, Litháen og Slóvenía síðan í júní 2004; Kýpur og Malta frá maí 2005 fram á þetta ár þegar löndin tóku upp evru; Lettland frá maí 2005; og Slóvakía frá nóvember 2005.

Samantekt

Þátttaka í ERM II er forleikur evrunnar, ekki sjálfstæður möguleiki innan ESB. En um leið og krónan væri komin inn í ERM II mætti búast við mun meiri stöðugleika gengisins.

Evra sem sameiginlegur gjaldmiðill

Með aðild að Evrópusambandinu og upptöku evru sem gjaldmiðils væri komið á traustu fastgengiskerfi gagnvart ríkjum sambandsins. Hins vegar yrðu áfram gengissveiflur gagnvart öðrum myntum, svo sem pundi og dollar.

Kostir

Minni gengisáhætta

Öll áætlanagerð auðveldari fyrir bæði innlend fyrirtæki sem hyggja á útflutning, nota innflutt aðföng eða keppa við innflutning og erlend fyrirtæki sem vilja hasla sér völl hér á landi. Þetta veldur því að innlend fyrirtæki njóta ekki jafnmikillar verndar gegn erlendri samkeppni á innanlandsmarkaði og þegar gengi er fljótandi. Minni gengisáhætta dregur þannig úr fákeppni innan lands. Jafnframt verður útflutningur öflugri.

Aukið traust á efnahagslífinu

Væntingar um að Ísland verði ESB ríki innan fárra ára og taki upp evru mun efla traust erlendra fjárfesta á landinu. Verð skuldabréfa mun hækka og vextir geta lækkað, aðgengi íslenskra fyrirtækja að erlendu lánsfé mun líklega batna fyrir en ella.

Lægri vextir og verðtrygging að mestu afnumin

Öll gengisáhætta er nú úr sögunni við kaup og sölu skuldabréfa innan evrusvæðisins. Þess vegna mun verða sameining fjármálamarkaða og vextir hér á landi færast nær vöxtum á evrusvæðinu.

Eftir sem áður mun áhætta sem tengist einstökum lántakendum hafa áhrif á vexti, t.d. getur ríkissjóður Íslands þurft að greiða hærri vexti en ríkissjóðir margra evrulanda.

Trúverðugleiki evrópska seðlabankans í baráttu við verðbólgu gerir verðtryggingu óþarfa.

Aukinn stöðugleiki fjármálakerfisins

Eftir upptöku evru og aðild að Evrópusambandinu þá verður seðlabanki Evrópu í raun bakhjarl viðskiptabanka hér á landi. Minni hætta verður þá á því að þeir lendi í lausafjárvandræðum en hins vegar lendir gjaldþrot banka (neikvætt eigið fé) ávallt á heimalandinu.

Innlendir fjármáلامarkaðir munu sameinast markaði Evrópuríkjanna og þá verður auðveldara að fá erlenda aðila til þess að leggja til hlutfé í innlend fyrirtæki. Einnig verður sala skuldabréfa greiðari. Lífeyrissjóðir, einstaklingar og stofnanir geta nú einnig fjárfest erlendis án þess að taka á sig gengisáhættu.

Minni viðskiptakostnaður

Minni viðskiptakostnaður fyrir fyrirtæki og einstaklinga vegna viðskipta, fjármagnshreyfinga og ferðalaga innan Evrópu.

Aukin viðskipti við evrulöndin

Sameiginlegur gjaldmiðill verður til þess að viðskipti á milli landa aukast. Þótt erfitt sé að meta nákvæmlega hver þessi áhrif eru þá er ljóst að þau eru nokkur, jafnvel mjög mikil.

Ókostir

Ósveigjanlegt raungengi

Með því að taka upp evru þá er ekki lengur unnt að láta (nafn) gengisbreytingar hjálpa hagkerfinu að ná jafnvægi. Gengislækkarnir geta ekki bætt samkeppnisstöðu þegar illa árar og gengishækkarnir hafa ekki þau áhrif að minnka eftirspurn innan lands. Þetta getur skapað hættu á viðvarandi atvinnuleysi. Samt sýnir reynsla Dana, Finna og Íra að svo þarf alls ekki að vera. Hátt atvinnuleysi í Þýskalandi, Frakklandi og á Ítalíu orsakast einkum af stofnunum vinnumarkaðar í þessum löndum og þær eiga sér ekki rætur í lögum og reglum ESB.

Hagfræðingurinn Robert Mundell hélt því fram árið 1961 að til þess að tvö landssvæði tækju upp sameiginlegan gjaldmiðil þá þyrfti a.m.k. eitt eftirfarandi skilyrða að vera fullnægt: 1) samhverf hagsveifla, 2) vinnuafli flytjanlegt á milli svæðanna, 3) laun sveigjanleg svo atvinnuleysi

skapist ekki þótt skilyrði 1) og 2) haldi ekki. Lengst af hefur hagsveifla Íslands og evruríkjanna ekki verið samhverf vegna mikilvægis sjávarútvegs hér á landi. Einnig var lengi unnt að halda því fram að vinnuafli væri ekki nægilega hreyfanlegt á milli landa og laun ekki nægjanlega sveigjanleg. Hins vegar hefur reynsla síðustu ára sýnt að samhverfa hagsveiflu er orðin meiri og hreyfileiki vinnuafli mun meiri vegna hingað flutnings erlends vinnuafli. Þess má geta að Mundell sjálfur er eindreginn fastgengismaður og hefur lagt til að gengi krónunnar sé fest við gengi helstu viðskiptalanda.

Reynslan Evrópuþjóðanna hefur einnig sýnt að hagsveifla einstakra evruríkja verður smám saman líkari, sameiginlegur gjaldmiðill hefur þau áhrif að viðskipti aukast á milli landa og hagsveiflur þeirra verða líkari. Þannig verður þessi ókostur enn veigaminni með tíð og tíma. Vinnumarkaður hér á landi er einstaklega sveigjanlegur og því vel til þess fallinn að við tökum upp evru. Unnt er að auka sveigjanleikann enn frekar í aðdraganda upptöku evru með því t.d. að feta í fótspor Finna og koma upp sveiflujöfnunarsjóði sem fælist í því að launatengd (opinber) gjöld hækkuðu í uppsveiflu og lækkuðu í niðursveiflu þannig að launakostnaður fyrirtækja lækki sjálfkrafa í niðursveiflu til þess að atvinna dragist síður saman.

Samantekt

Þátttaka í ERM II og/eða upptaka evru í kjölfar aðildar að Evrópusambandinu hefði marga kosti í för með sér og myndi bæta hag fyrirtækja og auka velferð þjóðarinnar. Helsti ókostur við slíka þátttöku er hins vegar eftir sem áður að fórnað væri sveigjanleika raungengisins og þeim jákvæðu áhrifum sem það hefur á sveiflujöfnun í hagkerfinu. Hætta á atvinnuleysi ykist.