

27. september 2012

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Valkostir Íslands í gjaldmiðilsmálum

Erindi flutt á fjármálaráðstefnu sveitarfélaga 27. september 2012.

Góðir fundarmenn!

Umræða um skipan gjaldmiðilsmála á Íslandi hefur færst í aukana undanfarin misseri. Fyrir því eru margvíslegar ástæður. Í fyrsta lagi hefur reynsla Íslands af sveigjanlegri gengisstefnu með verðbólguþröngum ekki borið þann árangur sem vonast var til. Í öðru lagi hefur fjármála- og gjaldeyriskreppa undanfarinna ára, sem leiddi til gjaldeyrishafta og lokaði aðgengi Íslands að erlendum lánamörkuðum, vakið upp spurningar um þátt óstöðugs gjaldmiðils í að magna uppsveifluna fyrir bankahrunið og síðan niðursveifluna í kjölfar þess. Í þriðja lagi eru viðræður um hugsanlega aðild Íslands að Evrópusambandinu (ESB) nú komnar vel á veg og gætu leitt til gagngerra breytinga á tilhögun gjaldmiðilsmála landsins, ekki aðeins eftir að evran yrði tekin upp heldur einnig í aðdraganda þess. Að lokum hefur fjármálakreppa skekið evrusvæðið undanfarin misseri og vakið efasemdir hjá ýmsum um sjálfbærni myntbandalagsins og þar með ábata þess að taka upp evru.

Hinn 17. þessa mánaðar gaf Seðlabankinn út skýrslu sem fjallar um ýmsar hliðar þessa margbrotna álitaefnis. Það er ekki hlutverk skýrslunnar að færa almenningi og ráðamönnum sannleika málsins á silfurfati heldur fremur að gera aðgengilegan efnivið rannsókna og greiningar sem gagnast gæti lesendum við að komast að eigin niðurstöðu. Ég mun ekki gera efni þessarar viðamiklu úttektar viðhlítandi skil á þessum vettvangi, en læt duga að draga nokkrar ályktanir af þeim efnivið sem í skýrslunni er að finna. Rétt er að taka fram að þær ályktanir þurfa ekki endilega að endurspeglar afstöðu Seðlabankans eða annarra yfirmanna bankans.

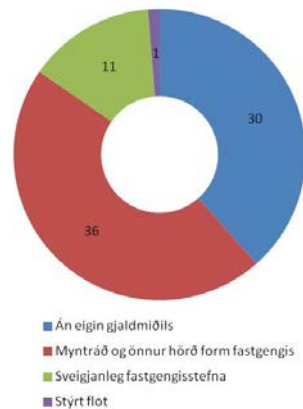
Tæki til aðlögunar eða kjölfesta?

Sjálfstæður gjaldmiðill og gengisstefnan sem fylgt er geta gegnt tvíþættu hlutverki: annars vegar að vera tæki til aðlögunar og hins vegar að vera peningaleg kjölfesta. Togstreita getur verið á milli þessara hlutverka og stundum geta þau rekist illilega á. Á Íslandi

hefur hlutverk gjaldmiðilsins sem tækis til aðlögunar jafnan haft yfirhöndina og skýrir að nokkru leyti hvers vegna krónan hefur tapað nær öllu upphaflegu verðgildi sínu gagnvart hinni dönsku móðurkrónu. Kjölfesturökin verða almennt sterkari eftir því sem lönd eru smærri. Því er ekki undarlegt að flest smáríki skuli styðjast við einhvers konar fastgengi. <Sjá mynd 1> Eigi gengisstefnan að vera kjölfesta efnahagsstefnu sem miðar að stöðugu verðlagi, líkt og í Danmörku og í Eyrstrasaltslöndunum, getur það ekki orðið nema hlutverki gjaldmiðilsins sem tækis til aðlögunar sé fórnað, a.m.k. að verulegu leyti. Spurningin sem íslenska þjóðin stendur frammi fyrir er því tvíþætt: Hve mikils virði er hlutverk krónunnar sem tækis til aðlögunar og hve mikils virði gæti kjölfesta hins endanlega fasta gengis gagnvart upptökugjaldmiðlinum orðið, t.d. evru, verði hún fyrir valinu?

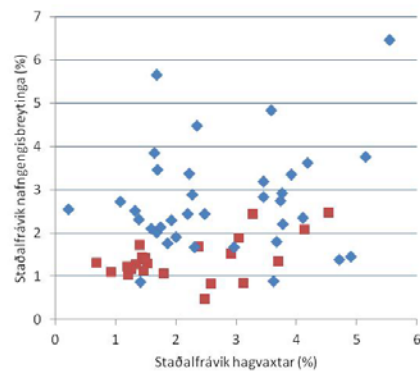
Flest smáríki búa við harða fastgengisstefnu eða annan gjaldmiðil

Gengisfyrirkomulag 78 smárikja (íbúafjöldi undir 2 milljónum)
Miðað við nýjstu mælingu gengisfyrirkomulags



Heimildir: Ilzetki, Reinhart og Rogoff (2008) og Imam (2010).

Gengis- og hagsveiflur eftir mismunandi fyrirkomulagi gengismála



Myndin sýnir staðalfrávik hagvaxtar og staðalfrávik ársfjórðungslegs meðalnafngengis. Bláir tiglir sýna ríki með sveigjanlega gengisstefnu og rauðir kassar sýna ríki með ósveigjanlega gengisstefnu.

Heimildir: Hagstofa Íslands og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Ábati og kostnaður af sveigjanlegu gengi

Snúum okkur fyrst að fyrri spurningunni. Meginrökin fyrir því að lönd sem verða fyrir sérstökum ytri skellum, eins og Ísland, hafi nokkurn ábata af sveigjanlegu gengi eru þau að með gengisaðlögun megi milda áhrif áfallanna á atvinnustig og framleiðslu í landinu. Með því er átt við að þegar gengi gjaldmiðilsins falli batni samkeppnishæfni útflutnings og innlendrar framleiðslu í samkeppni við innfluttar vörur, útflutningur og innlend markaðshlutdeild verði því meiri og

innflutningur minni. Þannig geti framleiðsla og atvinna haldist meiri en ella.

Hugsanlegan ávinning af mildandi áhrifum gengisaðlögunar þarf svo að veða á móti ávinningi af hagkvæmni sem felst í peningalegum samruna. Ávinningurinn liggur m.a. í minni viðskiptakostnaði og áhættu í viðskiptum sem örvar utanríkisviðskipti og því að geta notað stöðugt gengi sem kjölfestu peningastefnu og stöðugs verðlags. Því minni sem lönd eru því meiri ætti þessi ávinningur í öllum tilvikum að vera og rannsóknir staðfesta að svo sé.¹ Þá sýnir reynsla Íslands að mikill kostnaður fylgir þörfinni fyrir stóran gjaldeyrisforða. Um áhrif á utanríkisviðskipti er fjallað ýtarlega í skýrslu Seðlabankans og ræði ég þau ekki frekar hér, en varðandi kjölfesturökin vil ég nefna eftirfarandi: Þegar gengi gjaldmiðils fellur koma áhrifin í litlu, opnu hagkerfi hratt fram í verðlagi, hlutfallslegum verðbreytingum og launastigi. Sé verð- og launamyndun ósamhverf dregur það úr líkum á því að gengið styrkist á ný, þ.e.a.s. nafnhækkun verðlags og launa gengur treglega til baka þótt gengi hækki á ný. Fyrir vikið er hætt við því að gengislækkun sem varir í nokkra mánuði eða lengur gangi ekki til baka að fullu. Verðbólga verður því mikil og óstöðug og verðbólguvæntingar eiga erfitt með að ná kjölfestu við lágt verðbólguþröskulmíð. Þröskulmíðum peningastefnunnar er því erfitt að ná í litlum opnum hagkerfum nema takist að hemja gengishreyfingar.

Hvers vegna magnar sveigjanlegt gengi hagsveiflur?

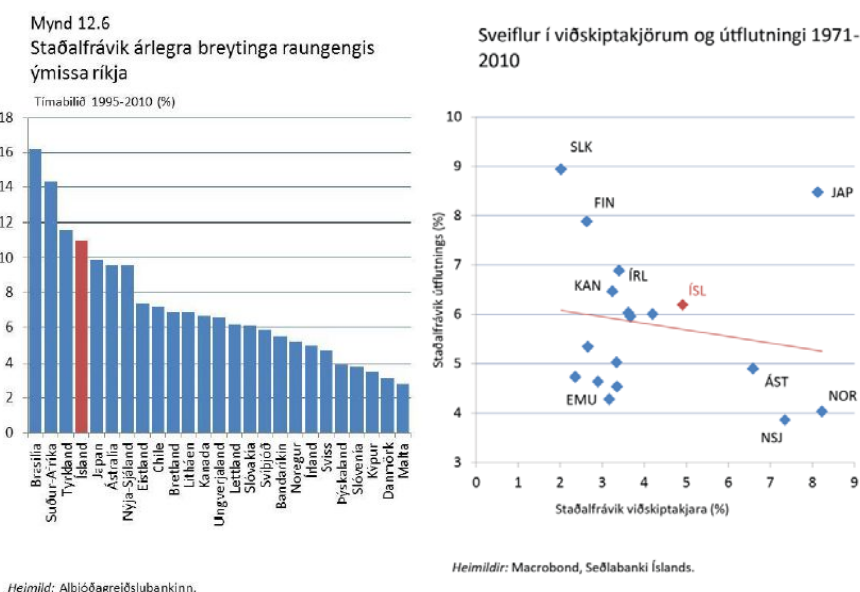
Rökin fyrir ábata af sveigjanlegu gengi og sjálfstæðum gjaldmiðli virðast skynsamleg. Vandamálið eru staðreyndirnar. Samkvæmt kenningunni ættu lönd með sveigjanlega gengisstefnu að búa við jafnari hagvöxt og minni sveiflur en lönd sem reka harðari gengisstefnu eða tilheyra gjaldmiðilsbandalagi. Svo virðist ekki vera og jafnvel hið gagnstæða eiga við þegar um smærri lönd er að ræða. Sérstaklega á það við um Ísland. Á því geta verið ýmsar skýringar.

Í fyrsta lagi hafa gjaldmiðlar tilhneigingu til þess að sveiflast meira en undirliggjandi efnahagsþróun gefur tilefni til. Þessi yfirskot leiða til þess að raungengi sveiflast mikið, án þess að það verði rakið að fullu til sveiflna í viðskiptakjörum og útflutningi. <Sjá mynd 2> Gengi gjaldmiðla er að öðrum þræði eignaverð, sem ræðst, eins og önnur eignaverð, af væntingum um óvissa framtíð. Gjaldeyrismarkaðir við skilyrði frjálsra fjármagnshreyfinga geta

¹ Um áhrif á utanríkisviðskipti er fjallað í kafla 8 í *Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum*, sérrit nr. 7, Seðlabanki Íslands, september 2012.

sveiflast örskjótt, eins og við höfum séð, frá ofurtrú á framtíðartekjusköpun landsins, til örvæntingar og vantrausts.

Sveiflur í raungengi eru meiri en skýra má með sveiflum í viðskiptakjörum og útflutningi



Við ákveðin skilyrði, t.d. alvarlega fjármálakreppu, getur orðið áhlaup á gjaldmiðil lands með hliðstæðum hætti og áhlaup verður á innstæður banka. Þegar slík áhlaup verða lækkar gengi viðkomandi gjaldmiðils jafnan mun meira en undirliggjandi efnahagsþróun krefst til lengri tíma litið. Gengishreyfingar gjaldmiðla hafa mun víðtækari áhrif á þjóðarbúskapinn en aðrar eignaverðsbreytingar. Gjaldmiðill varðveitir ekki aðeins verðmæti líkt og ýmsar eignir sem menn festa fé sitt í. Gjaldmiðill er einnig reikningseining viðskipta og ekki síst miðill viðskipta. Stöðugleiki hans er forsenda þess að hægt sé að gera skynsamlega samninga til langs tíma. Sveiflur í gengi gjaldmiðla breyta hlutfallslegum verðum um allan þjóðarbúskapinn, einkum í smáum „dollariseruðum“ hagkerfum, og auka áhættu í viðskiptum.

Ofsafengnar breytingar gengis gjaldmiðla kippa grundvellingum undan fjárhagslegum samningum og skuldbindingum sem eru forsenda frjálsra viðskipta. Á hinum djúpu mörkuðum stórra alþjóðlegra forðagjaldmiðla er hægt að verjast þessari áhættu að nokkru leyti með tiltölulega hóflegum tilkostnaði. Það á síður við

þegar um er að ræða lítil gjaldmiðilssvæði, þar sem fáir stórir aðilar geta haft veruleg áhrif á verðmyndun. Grunnir markaðir og fáir viðskiptaaðilar valda því að fyrirtæki á litlu gjaldmiðilssvæði eiga erfitt með að verjast gjaldmiðilsáhættu, nema e.t.v. til mjög skamms tíma. Við vissar aðstæður getur það jafnvel orðið ógerlegt, eins og stjórnendur margra innlendra fyrirtækja þekkja af eigin raun.

Gengisóstöðugleiki er því afdrifaríkur fyrir fyrirtæki á smáum gjaldmiðilssvæðum sem ekki eiga þess kost að gera samninga við erlenda viðskiptaaðila í eigin gjaldmiðli. Það veldur áhættu sem hefur þjóðhagsleg áhrif, og því meiri sem gjaldmiðilssvæðið er minna. Bein og óbein gjaldeyrisáhætta getur haft mikil áhrif á háttsemi fyrirtækja og heimila, sem magnar hagsveifluna, sérstaklega þar sem skuldsetning er mikil. Mikil skuldsetning heimila og fyrirtækja í erlendum gjaldeyri eða í formi verðtryggðra lána ýtir undir með sveiflueiginleika gengisins, þ.e.a.s. örvar eftirspurn í uppsveiflu, þegar hækkun gengis léttir á skuldaklafanum, en dýpkar samdrátt eftirspurnar á samdráttarskeiðum, eins og samdrátturinn í kjölfar bankahrunsins er dæmi um.

Hin þjóðhagslegu áhrif birtast í því að Ísland, sem hefur sérstöðu gagnvart öðrum ríkjum varðandi smæð gjaldmiðilssvæðisins, hefur samsvarandi sérstöðu hvað varðar sveifluhneigð einkaneyslu, jafnvel að teknu tilliti til stærðar. <Sjá mynd 3> Ekki er hægt að rekja miklar sveiflur einkaneyslu og þjóðarútgjalda til sveiflna í útflutningi eða viðskiptakjörum. Þar sker Ísland sig ekki úr. Augljóst virðist því að sveiflur einkaneyslu og þjóðarútgjalda tengjast einkum gengissveiflum krónunnar, eins og sést á meðfylgjandi mynd. Vart verður því dregið úr sveiflum einkaneyslu nema gengissveiflur minnki.

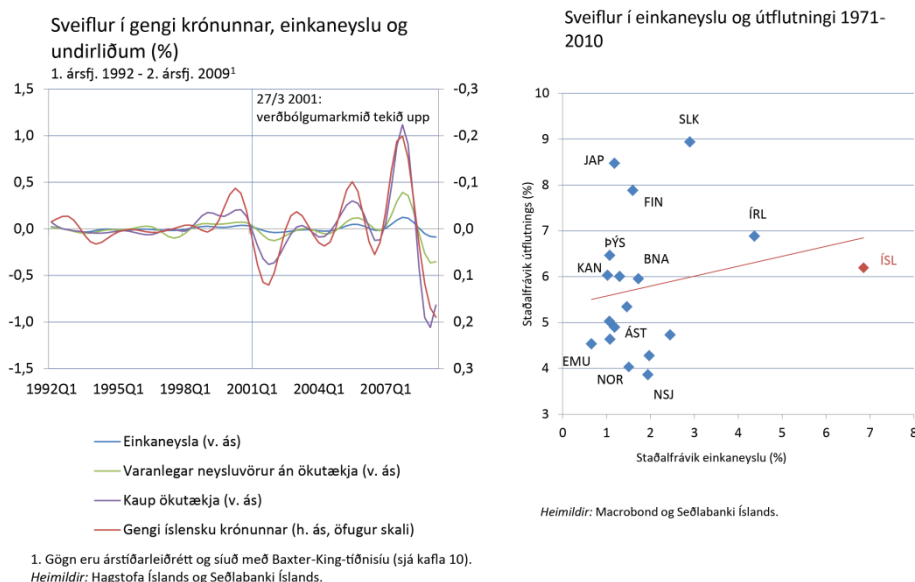
Af ofangreindu má ljóst vera að þótt færa megi fyrir því fræðileg rök að sveigjanlegt gengi mildi hagsveiflur, bendir reynsla Íslands til hins gagnstæða: að gengissveiflur magni sveiflur fremur en mildi. Rannsóknir benda enn fremur til þess að hið sama eigi almennt við í smárikjum. Af því leiðir að ávinningurinn af sveigjanlegu gengi, sem veginn er á móti hagkvæmni- og kjölfestuávinningi peningalegs samruna, virðist vera minni en enginn.

Ill nauðsyn?

Gengislækkunin eftir bankahrunið 2008 hefur leitt af sér gríðarlegan eignabruna og -tilfærslur, meira og minna tilviljunarkenndar. Spyrja má hvort hin ofsafengna aðlögun eftir bankahrunið hafi ekki samt verið nauðsynleg til þess að laga

þjóðarútgjöld að framleiðslugetu þjóðarbúsins. Því hafa málsmetandi menn haldið fram. Það er vissulega rétt að gengisfallið átti þátt í því að einkaneysla dróst saman um u.þ.b. fjórðung og fjárfesting um þrjá fjórðu.² Töluverður þáttur þessarar aðlögunar var nauðsynlegur og óhjákvæmilegur og hefði átt sér stað með einhverjum hætti óháð því hvaða fyrirkomulag gengis- og gjaldmiðilsmála er til staðar.

Sveiflur í einkaneyslu virðast drifnar af gengishreyfingum en ekki óstöðugum útflutningi



1. Gögn eru árstíðarleiðrétt og síuð með Baxter-King-tíðnisú (sjá kaffa 10).
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Hér þarf hins vegar að gæta að þrennu. Í fyrsta lagi var ójafnvægið sem krónan leiðrétti með falli sínu að nokkru leyti tilkomið vegna hennar sjálfrar; ofrasi sem er óhjákvæmilegur fylgifiskur ofpenslu sem átti sér stað árin fyrir hrun og þeirra aðstæðna sem ríktu í heimsbúskapnum.

Í öðru lagi gerði fall krónunnar meira en að leiðrétta það ójafnvægi sem fyrir var. Eftir að ris hennar hafði kynt óhóflega undir kaupmátt og atvinnugreinar sem eru sérstaklega næmar fyrir

² Miðað við breytingu ársfjórðungslegra gagna frá hámarki til þess ársfjórðungs sem samdráttur náði botni. Samdrátturinn endurspeglar auðvitað að nokkru leyti ósjálfbæran vöxt árin fyrir hrunið og var að því leyti óhjákvæmilegur, en gengislækkunin leiddi til þess að samdrátturinn varð mun meiri en ella.

kaupmáttarsveiflum og væntingum um kaupmátt, t.d. byggingariðnaðinn, lagði fall hennar þessar sömu greinar nánast í rúst. Spyrja má hvort þess háttar hrossalækningar séu ekki bæði óþarfar og skaðlegar; feli í sér sóun á verðmætum, þegar fjármagn, framleiðslutæki og sérhæft vinnuafli, sem eru undirstaða langtímahagvaxtar, hverfa úr landi. Þótt hófleg gengislækkun kunni að auðvelda efnahagsbata er hætt við að yfirskot af því tagi sem við höfum gengið í gegnum nýlega eyði ekki aðeins ójafnvægi sem er til staðar, heldur búi til nýtt ójafnvægi og dragi úr framleiðslugetu þjóðarbúskaparins til lengri tíma.

Í þriðja lagi má benda á að þessi röksemdafærsla snýr upphaflegu rökunum fyrir sveigjanlegu gengi, þ.e.a.s. að það mildi hagsveiflur, á haus. Spyrja má hvers vegna hröð aðlögun ætti að vera markmið í sjálfu sér ef hún felst í því að setja fjölda fyrirtækja og heimila í þrot sem fjárhagslega gætu lifað af mildari aðlögun, sem er hið „yfirlýsta markmið“ sveigjanlegs gengis?

Áhrif gengislækkunar á útflutning eru orðum aukin

Ýmsir hafa lagt mikla áherslu á þátt aukins útflutnings í efnahagsbatanum eftir bankahrunið. Vissulega eru þessi áhrif til staðar, en þau eru að mínu mati töluvert ofmetin. Framleiðsla helstu útflutningsgreina Íslands, sjávarútvegs og áliðnaðar, verður af augljósum ástæðum ekki auðveldlega aukin hvað sem líður samkeppnishæfni á sviði launa. Gengislækkun eykur hvorki fiskgengd, sem á sér líffræðilegar forsendur, né seljanlega orku í fallvötnum eða iðrum jarðar, sem ekki verður nýtt nema að undangengnum tímafrekum rannsóknum og fjárfestingu.

Útflutningsfyrirtæki í smárikjum eru að miklu leyti sérhæfð til útflutnings og framleiða lítið fyrir innlendan markað. Þau geta því ekki auðveldlega aukið útflutning með því að beina auknum hluta framleiðslu sinnar á erlendan markað þegar innlend eftirspurn dregst saman. Innlendir markaður er einfaldlega of smár til þess að hann geti verið meginþáttur framleiðslu innlends fyrirtækis sem náð hefur fullri stærðarhagkvæmni. Til þess að auka útflutning þurfa útflutningsfyrirtæki því að auka framleiðslugetu með nýrri fjárfestingu, sem í mörgum tilvikum krefst langs aðdraganda. Þegar framleiðslugetan hefur að endingu verið aukin er ekki víst að aukin samkeppnishæfni sé lengur til staðar.

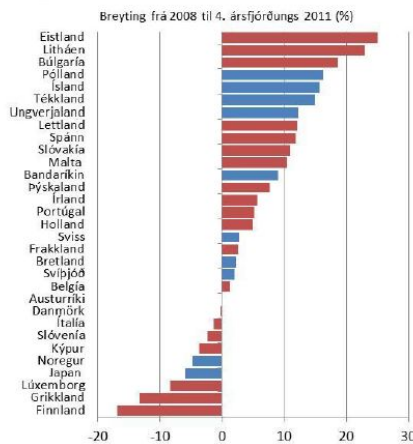
Samanburður á Evrópulöndum, sem sum urðu einnig illa úti í fjármálakreppunni, leiðir í ljós að útflutningur Íslands hefur ekki aukist meira en í ýmsum löndum sem bjuggu við fastgengi eða voru innan evrusvæðisins, þótt samdrætti hafi verið forðað í helstu útflutningsgreinum. <Sjá mynd 4> Í sumum fastgengis- eða

evrulöndum hefur vöxturinn raunar verið meiri, en almennt virðist ekki skýrt samband á milli gengisaðlögunar og vaxtar útflutnings.

Hér þarf einnig að hafa í huga að útlánaþróun hefur sterka meðsvæflueiginleika. Sveiflur í gengi gjaldmiðla styrkja þá enn frekar, einkum ef fyrirtæki eru skuldsett í erlendum gjaldmiðlum. Séu útflutningsfyrirtæki skuldsett í erlendum gjaldmiðlum getur mikil gengislækkun jafnvel haft neikvæð áhrif á útflutning, því að þótt áhrif á tekjustreymi útflutningsfyrirtækis séu jákvæð getur gengislækkun leitt til þess að eigið fé verði neikvætt. Það torveldar endurfjármögnun og öflun lánsfjár til fjárfestingar, sem eins og áður var getið er forsenda þess að útflutningur í smárikjum með sérhæfða útflutningsframleiðslu aukist. Gengislækkunin og greiðslujafnaðar- og gjaldeyriskreppan sem hratt henni af stað var að nokkru leyti afleiðing þess að erlendir lánsfjármarkaðir lokuðust íslenskum fyrirtækjum, en átti um leið þátt í því að þeir lokuðust sumum fyrirtækjum enn frekar.

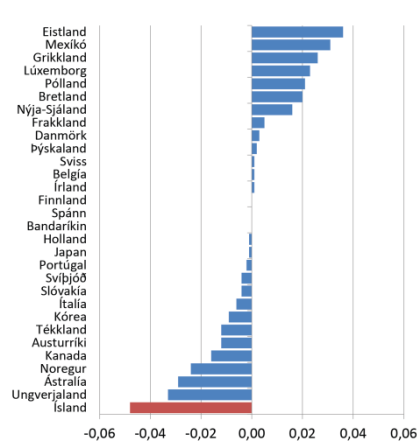
Gengissveiflur gera raunlaun mjög sveigjanleg en skila þó óljósum ávinningi fyrir útflutning

Mynd 16.25
Þróun útflutnings vöru og þjónustu í kjölfar fjármálakreppunnar¹



1. Ríki sem fylgja fastgengisfyrirkomulagi eru rauðlituð en ríki sem byggja á sveigjanlegu gengi eru blálituð.
Heimild: Eurostat.

Sveigjanleiki raunlauna¹



1. Stuðull við frávik atvinnuleysis frá jafnvægisatvinnuleysi í jöfnu (1) í rammagrein 14.1. Ársfjórðungsleg gögn, 1997-2011.
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD og Seðlabanki Íslands.

Samtrygging innan myntbandalags

Í ljósi framangreinds liggur beint við að spyrja hvernig Íslandi hefði reitt af hefði landið verið hluti gjaldmiðilsbandalags. Þeirri spurningu er ekki auðsvarað. Í köflum 16 og 17 í skýrslu Seðlabankans er fjallað nokkuð um ýmsar hliðar þess máls, sem

erfitt er að gera grein fyrir í stuttu máli. Ég takmarka orð mín því við nokkrar athugasemdir.

Eins og rakið er í skýrslunni hafa lönd með flestar tegundir peningastefnu orðið fyrir alvarlegum áföllum af völdum hinnar alþjóðlegu fjármálakreppu. Leiksvið atburða kreppunnar hefur færst frá einu landi til annars og því er varhugavert að draga of sterkar ályktanir um sögulok áður en leiksýningu er lokið. Rannsóknir benda hins vegar til þess að aðrir þættir en fyrirkomulag peninga- og gjaldmiðilsmála ráði meiru um áhrif kreppunnar, ekki síst staða ríkisfjármála, stærð fjármálakerfa og skuldsetning einkageirans. Ísland varð reyndar fyrir einna mestum skakkaföllum, þrátt fyrir að staða ríkisfjármála fyrir kreppuna væri (a.m.k. á yfirborðinu) ein hin sterkasta í Evrópu. Fjármálakerfið var hins vegar hlutfallslega mjög stórt og skuldsetning einkageirans mikil. Eignaverðsbóla og gríðarlegur viðskiptahalli, sem sjálfstæð peningastefna náði ekki að hemja í aðdraganda kreppunnar, gerði Ísland sérstaklega viðkvæmt.

Aðild að gjaldmiðilsbandalagi útilokar skjóta aðlögun hlutfallslegra verða og samkeppnisstöðu. Á móti kemur að hún tryggir betur aðgengi að lausafé í þeim gjaldmiðlum sem vaxtarbroddar atvinnulífsins þarfnast. Nýleg þróun innan evrusvæðisins sýnir með hvaða hætti lausafé er miðlað innan evrukerfisins til svæða sem eru undir álagi frá hinum sem talin eru öruggari á álagstímum. Í gegnum greiðslumiðlun evrukerfisins og seðlabanka þess er lausafé sem lagt hefur á flóttu í það sem talið er öryggi þýskra skuldabréfa eða bankainnstæðna kjarnaríkja beint aftur til þeirra álagssvæða. Þessi greiðslumiðlun og lausafjárþyrngreiðsla seðlabanka kemur í veg fyrir að fjármagnsflótti leiði til enn alvarlegri lánsfjártregðu en ríkin, þrátt fyrir þetta, glíma nú við sakir skuldakreppu hins opinbera og veikra banka.

Í evrukerfinu felst því ákveðin samtrygging. Þessi samtrygging er auðvitað ekki óumdeild. Hún er nú bæði gagnrýnd fyrir að ganga of langt, þ.e.a.s. að hún geti leitt til ófyrirséðra fjárhagslegra tilfærslna á milli aðildarríkja, t.d. vegna samspils bankahruns og skuldakreppu í einhverju þeirra, og fyrir að ganga of skammt, þ.e.a.s. varðandi viðbúnað kerfisins til þess að aðstoða ríki í tímabundnum greiðsluvanda.

Eldvarnir evrusvæðisins

Er ég þá kominn að kjarna þess álitaefnis sem umræðan um aðild að ESB og Efnahags- og myntbandalaginu (EMU) hefur að töluverðu leyti hverfst um undanfarin misseri. Burtséð frá rökunum með og á móti aðild Íslands að stærra gjaldmiðilssvæði,

er evrusvæðið nægilega traustbyggt til þess að vera eftirsóknarvert athvarf í fallvöltum heimi? Er evrusvæðið jafnvel „brennandi hús“, eins og sumir hafa orðað það, sem öruggast er að halda sig í hæfilegri fjarlægð frá?

Í því sambandi er reyndar rétt að hafa í huga að efnahagslegar afleiðingar vanda evruríkja verða ekki endilega umflúnar með því að standa utan evrusamstarfsins, nema stöðugleika verðlags innan þess sé teft í tvísýnu. Meginávinningur aðildar að gjaldmiðilsbandalagi er stöðugt gengi gagnvart öðrum aðildarríkjum, sem að endingu tryggir samsvarandi stöðugleika verðlags og ríkir á svæðinu öllu. Ekkert bendir til þess að Seðlabanki Evrópu hafi misst tókin á meginmarkmiði sínu, stöðugu verðlagi.

Evrusamstarfið er ekki heldur eins og hver önnur fastgengisstefna sem getur auðveldlega liðast í sundur fyrir ágang markaðsafla einna, með hina illræmdu spákaupmenn í broddi fylkingar. Jafnvel gjaldþrot einstakra ríkja leiða ekki sjálfkrafa til þess að úr því kvarnist, hvað þá að bandalagið liðist í sundur. Ríki gætu sagt sig frá því einhliða, en það er flókið og vandséð að mínum dómi að nokkurt land hafi af því hagsmuni. Um það eru þó ýmsir mér ósammála.

Að meta hvort eldvarnir í húsi evrunnar séu nægilega traustar verður engu að síður eitt af helstu íhugunarefnum kjósenda þegar þeir vege og meta kosti ESB-aðildar, því að fjármálakreppan hefur afhjúpað ákveðna veikleika. Líklegt er að þegar að þjóðaratkvæðagreiðslu kemur hafi skýrst enn frekar með hvaða hætti stöðir evrusamstarfsins verða styrktar á komandi árum. Nú þegar virðist ljóst að bankasamband, þ.e.a.s. samevrópskt (a.m.k. á evrusvæðinu) fjármálaeftirlit, innstæðutryggingarkerfi og líklega að endingu aðstoðar- og uppgjörskerfi fyrir fjármálafyrirtæki í vanda, verði annar af tveimur hornsteinum umbóta. Þessum umbótum er ætlað að rjúfa hið „djöfullega samband“, sem sumir hafa kallað svo, á milli banka- og ríkisfjármálakreppu. Evrópska stöðugleikakerfið (ESM) mun ryðja brautina fyrir *skilyrta* aðstoð við ríki í greiðsluvanda og ekki er útilokað að sjóðurinn verði notaður til þess að endurfjármagna fjármálafyrirtæki í vanda. Hann greiðir jafnframt fyrir þeim möguleika að Seðlabanki Evrópu geti keypt ríkisskuldabréf á eftirmarkaði til þess að greiða fyrir miðlun peningastefnu á svæðinu, líkt og seðlabankar Bretlands, Bandaríkjanna og Japan hafa gert í ríkum mæli.

Hinn hornsteinninn felst í auknum aga á sviði opinberra fjármála, sem er nauðsynlegur til þess að koma í veg fyrir að aukin samtrygging ríkjanna leiði af sér freistnivanda. Þegar horft er lengra fram á veginn er ekki ólíklegt að sameiginleg

skuldabréfaútgáfa evruríkjanna geti litið dagsins ljós, sem yrði eðlilegur farvegur fyrrnefndra aðgerða á sviði peningamála.

Hvaða áhrif hafa þessar nýju stoðir evrusamstarfsins á ábata hugsanlegrar aðildar Íslands? Reynsla Íslands sýnir hve háskaleg alþjóðleg starfsemi banka getur orðið þegar lausafjárþröng sverfur að. Reynsla bæði Íslands og annarra Evrópuþjóða sýnir einnig hve staða ríkissjóðs getur versnað hratt þegar fjármálakreppa skellur á. Á Íslandi voru sett á gjaldeyrishöft sem komu í veg að „hið djöfullega samband“, sem ég ræddi um áðan, næði nýjum og áður óþekktum hæðum. Höftin vörðu ríkissjóð fyrir sams konar áhlaupi og nýlega hefur skekið ýmis lönd Evrópu. Þeim fylgir hins vegar langtímakostnaður, sem eykst eftir því sem frá líður, og þau er erfitt að leysa án óstöðugleika nema á löngum tíma.

Aðild að bankasambandi í tengslum við evrusamstarfið gæti orðið álitlegur valkostur fyrir Ísland, því að hún felur í sér lausn á vandamálum hins hvikula sambands ríkisfjármála, fjármálastöðugleika og fjármagnshreyfinga, sem leikið hefur Ísland og einnig nokkur lönd innan evrusvæðisins svo grátt. Þann valkost þarf að skoða vandlega á móti tveimur öðrum valkostum sem gætu orðið hlutskipti Íslands, kjósi þjóðin að halda í krónuna: annars vegar framtíð í skjóli fjármagnshafta með þeim langtímakostnaði sem því fylgir og hins vegar áframhaldandi sambúð með kvikum fjármagnshreyfingum og sveigjanlegu gengi, en þó með ströngum varúðarreglum til þess að draga úr óstöðugleikanum sem samspil sveigjanlegs gengis og óheftra fjármagnshreyfinga leiðir til. Sérstaklega yrði þá að stemma stigu við áhættu er tengist bankastarfsemi í erlendum gjaldmiðlum. Aukið öryggi mun hins vegar óhjákvæmilega leiða til meiri kostnaðar atvinnulífsins vegna þess að fjármögnun í erlendum gjaldeyri gæti orðið dýrari, einkum útflutningsgreina sem háðar eru lánsfé í erlendum gjaldeyri.

Efnahagsleg og peningaleg öryggisstefna Íslands

Góðir fundarmenn. Á komandi árum standa stjórnvöld og almenningur frammi fyrir afdrifaríkum ákvörðunum um tilhögun gjaldmiðilsmála, sem varða efnahags- og peningalega öryggishagsmuni landsins, hvort heldur innan eða utan evrusamstarfsins. Yfirveguð og vönduð umræða um kosti og galla aðildar að evrusvæðinu samanborið við aðra valkosti er brýn. Fyrrnefndri skýrslu um gjaldmiðilmál og nokkrum öðrum ritum sem Seðlabankinn hefur gefið út undanfarin ár er ætlað að stuðla að henni.

Takk fyrir.