

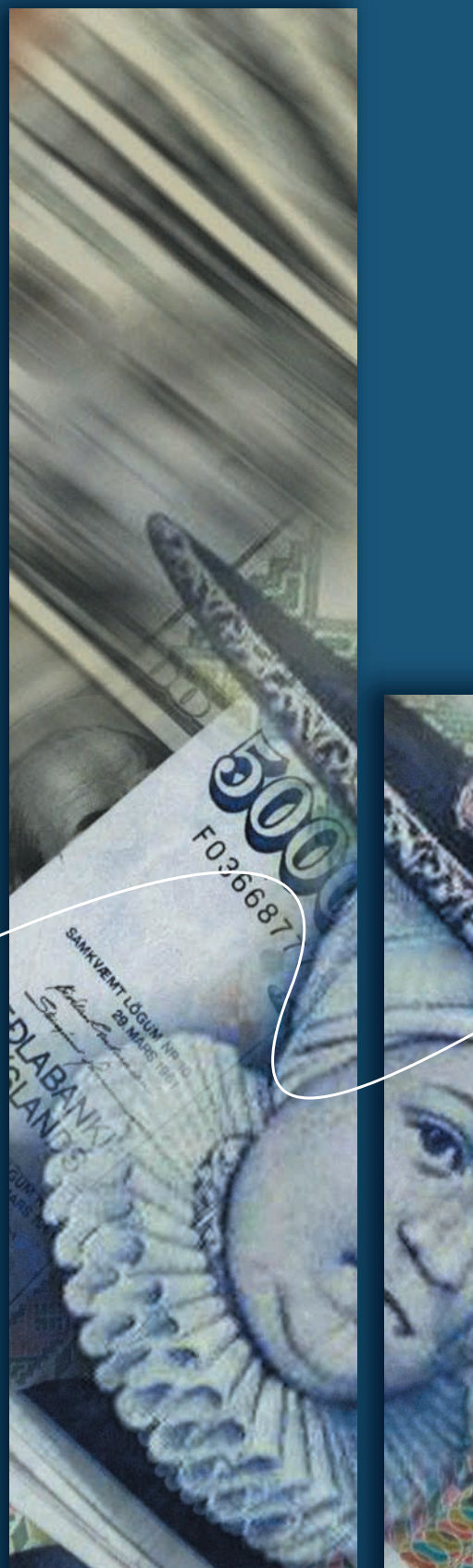
Á r s s k ý r s l a 2 0 0 5

Fyrirkomulag
gengismála á Íslandi
Horft til framtíðar

Gylfi Zoega

Tryggvi Þór Herbertsson

Hagfræðistofnun Háskóla Íslands



Fyrirkomulag gengismála á Íslandi

Horft til framtíðar

Gylfi Zoega
Tryggvi Þór Herbertsson

Hönnun kápu: Hunang ehf.

Prentun: Oddi

Fyrirkomulag gengismála á Íslandi:

Horft til framtíðar

Höfundarréttur © 2005 Hagfræðistofnun Háskóla Íslands

ISBN 9979-9045-7-7

Efnisyfirlit

Formáli	5
Ágrip	7
1 Inngangur	15
2 Kostir í gengismálum	17
2.1 Sögulegt yfirlit	17
2.2 Fastgengi	22
2.3 Tvíhliða tenging	28
2.4 Myntbandalag	29
2.5 Fljótandi gengi	34
2.6 Niðurstöður	36
3 Fjármálakerfið	39
3.1 Markmið peningamálastefnunnar	39
3.2 Orsakir útlánþenslu og viðbrögð sedlabanka	40
3.3 Efnahagslegar afleiðingar sviptinga á fjármálamörkuðum	43
3.4 Útlán og hagsveiflan	45
3.5 Tvíkreppt	51
3.6 Markaðsbrestir á fjármálamörkuðum	54
3.7 Niðurstöður	62
4 Samkeppnisatvinnuvegir	65
4.1 Vægi samkeppnis- og útflutningsgreina	65
4.2 Áhrif innflutningsverðs á almennt verðlag og laun	68
4.3 Aðföng og gengisáhætta	70
4.4 Gengisstefna og afkoma	73
4.5 Hollenska veikin og íslenskur sjávarútvegur	75
4.6 Umfang utanríkisviðskipta	78
4.7 Áhrif þess að taka upp evru	85
4.8 Niðurstöður	92
5 Alþjóðaviðskipti	95
5.1 Alþjóðaviðskipti og fjárfesting	95

5.2	<i>Fljótandi gengi og alþjóðleg vöruviðskipti</i>	99
5.3	<i>Fjármálamarkaður og gengi</i>	101
5.4	<i>Niðurstöður</i>	115
6	Sveigjanleiki vinnumarkaða	117
6.1	<i>Hvað er sveigjanleiki?</i>	117
6.2	<i>Stofnanir vinnumarkaðar</i>	119
6.3	<i>Myntsamruni og sveigjanleiki vinnumarkaðar</i>	127
6.4	<i>Stofnanir íslensks vinnumarkaðar í alþjóðlegum samanburði</i>	128
6.5	<i>Könnun á viðhorfi stjórnenda til launabreytinga</i>	139
6.6	<i>Framkvæmd könnunar</i>	139
6.7	<i>Niðurstöður könnunar</i>	140
6.8	<i>Samantekt og ályktanir</i>	141
6.9	<i>Hreyfanleiki vinnuafls</i>	142
6.10	<i>Niðurstöður</i>	144
7	Hagstjórn	147
7.1	<i>Hlutverk ríkisfjármála í hagstjórn</i>	147
7.2	<i>Hafa ríkisútgjöldin áhrif?</i>	149
7.3	<i>Áhrif ríkisútgjalda á framleiðsluspennu</i>	152
7.4	<i>Verðbólga og raungengi</i>	153
7.5	<i>Miðlunarferli peningastefnunnar</i>	156
7.6	<i>Hvað er ólíkt á Íslandi?</i>	161
7.7	<i>Niðurstöður</i>	163
	Heimildaskrá	165
	Viðauki A	175
	English Summary	177

Myndalisti

Mynd 2.1 Skipting gengisstefna sem fylgt var í 193 löndum heims árið 2004.....	21
Mynd 2.2 Hin ómögulega þrenning.....	22
Mynd 2.3 Gengisvísitala íslensku krónunnar 1993–2005.....	36
Mynd 3.1 Vaxtamunur við útlönd, ríkisvixlar (%).	42
Mynd 3.2 Hreint streymi fjármagns til Íslands 1990–2004.....	45
Mynd 3.3 Vöxtur innlendra útlána (12 mánaða breyting) og erlendar skuldir innlánastofnana í árslok frá 1990–2004.....	46
Mynd 3.4 Erlend skamm- og langtímalán innlánsstofnana 1990–2004 á verðlagi ársins 2004 (milljarðar króna) og þróun skulda heimilanna sem hlutfall af ráðstöfunartekjum.....	46
Mynd 3.5 Þróun eignaverðs og útlánavöxtur.....	47
Mynd 3.6 Hagsveifluslakinn, 1990–2004.....	48
Mynd 3.7 Atvinnuþáttaka og atvinnuleysi karla og kvenna.	49
Mynd 3.8 Launaverðbólga (á mánaðargrundvelli í %).	50
Mynd 3.9 Raungengi (hlutfallslegt verðlag) og hlutfallslegur launakostnaður.....	50
Mynd 3.10 Þróun viðskiptahalla sem hlutfall af VLF árin 1995–2005 (%).	51
Mynd 3.11 Raungengi og viðskiptaafgangur 1990–2004.....	62
Mynd 4.1 Hlutur útflutnings- og samkeppnisgreina í landsframleiðslu árin 1973–2003.....	67
Mynd 4.2 Fjöldi ársverka í sjávarútvegi, iðnaði og hótél- og veitingahúsarekstri sem hlutfall af heildarfjölda ársverka árin 1991–2004.	68
Mynd 4.3 Kostnaður við kaup á aðföngum sem hlutfall af heildartekjum í útflutnings-, samkeppnis- og heimagreinum árin 1976–2003.	71
Mynd 4.4 Hlutfallslegur launakostnaður af heildartekjum í útflutnings-, samkeppnis- og heimagreinum árin 1976–2003.	72
Mynd 4.5 Afskriftir sem hlutfall af heildartekjum í útflutnings-, samkeppnis- og heimagreinum árin 1976–2003.	72
Mynd 4.6 Inn- og útflutningur vöru og þjónustu 1945–2004 sem hlutfall af landsframleiðslu.	79
Mynd 4.7 Helstu flokkar útfluttrar vöru og þjónustu 1962–2004. Hlutfall af landsframleiðslu. ...	81
Mynd 4.8 Uppruni gjaldeyristekna árið 2004.	82
Mynd 4.9 Inn- og útflutningur eftir löndum árið 2004.	83
Mynd 4.10 Útflutningur eftir löndum 1940–2004.	84
Mynd 4.11 Innflutningur eftir löndum 1940–2004.....	84
Mynd 4.12 Áhrif evru á viðskiptalífið til skamms og langs tíma.	86
Mynd 5.5.1 Vísitala heildarútflutnings í heiminum 1948–2004 að mati Heimsviðskiptastofnunarinnar. Grunnár 1980.....	96
Mynd 5.5.2 Innflæði og útflæði beinnar erlendra fjárfestingar meðal þróaðra ríkja og þróunarlanda, 1970–2003. Milljónir dollara.	98
Mynd 5.3 Nettóviðskipti erlendra aðila á innlendum verðbréfamarkaði. Milljónir króna.	108
Mynd 5.4 Nettóviðskipti Íslendinga á erlendum verðbréfamarkaði. Milljónir króna.	109
Mynd 5.5 Bein erlend fjárfesting á Íslandi 1996–2004, á verðlagi ársins 2004. Milljónir króna.	112
Mynd 5.6 Bein fjárfesting Íslendinga erlendis 1996–2004 á verðlagi ársins 2004. Milljónir króna.	113
Mynd 5.7 Mismunur á beinni fjárfestingu erlendis og beinni fjárfestingu erlendra aðila á Íslandi. Mælingarnar eru gerðar í lok hvers ársfjórðungs. Milljarðar króna.....	114
Mynd 7.1 Raungengi nokkurra evrulanda, (desember 1999 = 100).....	154
Mynd 7.2. Hækkun samræmdrar vísitölu neysliverðs innan Evrópu 2004–2005.....	155
Mynd 7.3 Miðlunarferli peningastefnunnar.....	157

Töflulisti

Tafla 3.1 Þróun nokkurra þjóðhagsstærða frá 1960.....	47
Tafla 3.2 Skuldastaða nokkurra ríkja.....	61
Tafla 4.1 Hlutfallslegt framlag atvinnugreina til vergrar landsframleiðslu árið 2003.	66
Tafla 4.2 Spearman-raðfylgni á milli hagnaðar sem hlutfalls af framleiðsluvirði og raungengis íslensku krónunnar.....	74
Tafla 4.3 Alþjóðaviðskipti sem hlutfall af landsframleiðslu.....	83
Tafla 5.1 Fjöldi skráðra hlutabréfa og umsvif á markaði.....	104
Tafla 5.2 Erlendar fjárfestingar.....	110
Tafla 5.3 Fjármunaeign erlendra aðila á Íslandi eftir atvinnugreinum á verðlagi ársins 2004. Milljónir króna.....	113
Tafla 5.4 Fjármunaeign Íslendinga erlendis 1998–2004 á verðlagi ársins 2004. Milljónir króna.	114
Tafla 5.5 Beinar fjárfestingar Íslendinga erlendis og erlendra aðila á Íslandi.....	115
Tafla 6.1 Stofnanamælingar Nickells.	133
Tafla 6.2 Niðurstöður tölfræðilegs mats á tengslum atvinnuleysis og stofnanaumhverfis.	133
Tafla 6.3 Skattar og lífeyrisiðgjöld sem hlutfall af launakostnaði fyrirtækja.	134
Tafla 6.4 Hlutfall atvinnuleysisbóta og meðaltekna árið 2002 í upphafi bótatímabils (%).....	135
Tafla 6.5 Hámarkslengd bótatímabils. Vegið meðaltal af hlutfalli atvinnuleysisbóta og meðaltekna á öðru og fjórða ári, deilt með bótahlutfalli á fyrsta ári.	136
Tafla 6.6 Umfang verkalýðsfélaga. Hlutfall vinnuafis sem tilheyrir verkalýðsfélagi (2001).	136
Tafla 6.7 Áhrif kjarasamninga. Hlutfall vinnuafis sem kjarasamningar verkalýðsfélaga ná til... 137	137
Tafla 6.8 Tillit til þjóðhagslegra afleiðinga kjarasamninga. Vísitala frá 1–3 sem mælir að hversu miklu leyti verkalýðsfélög taka tillit til þjóðhagslegra afleiðinga kjarasamninga.....	137
Tafla 6.9 Hömlur á uppsögnum starfsfólks. Reglur um uppsagnir – vísitala kostnaðar við uppsagnir.	138
Tafla 6.10 Opinber framlög til starfsþjálfunar og vinnumiðlunar. Kostnaður ríkisins við starfsþjálfun og vinnumiðlun sem hlutfall af VLF (%).....	138
Tafla 7.1 Margfaldarar ríkisútgjalda.	151
Tafla 7.2 Stýrivextir samkvæmt Taylor-reglu.....	152
Tafla A.1 Niðurstöður tölfræðimats á áhrifum gengisflökts á magnvísitölu innflutnings 1999–2005.	175
Tafla A.2 Niðurstöður tölfræðimats á áhrifum gengisflökts á magnvísitölu útflutnings 1999–2005.	176

Rammar

Rammi 2.1 Skilyrði Mundells.....	31
Rammi 4.1 Fjármálakreppa í Mexíkó.....	52
Rammi 4.2 Bankakreppan á Norðurlöndum.....	58
Rammi 5.1 Er Ísland lokað land?.....	80
Rammi 6.1 Reynsla Argentínu af myntráði.	103
Rammi 6.2 Kostnaður og ábati af fjármálasambættingu.....	106
Rammi 6.3 Kenningar um tengsl gengisáhættu og beinnar erlendar fjárfestingar.....	111

Formáli

Þetta rit er sjötta ársskýrsla Hagfræðistofnunar en fyrstu fjórar í ritröðinni komu út undir heitinu Haustskýrsla Hagfræðistofnunar. Fyrsta skýrslan kom út haustið 2000 og fjallaði hún um viðskiptajöfnuð frá ýmsum sjónarhornum. Önnur skýrsla stofnunarinnar fjallaði um tekjuskiptingu á Íslandi, þriðja um byggðamál og búsetu, sú fjórða um fjármögnun og rekstur heilbrigðisþjónustu og sú fimmta um landbúnað. Að þessu sinni er sjónum beint að fyrirkomulagi hagstjórnar á Íslandi og hvaða raunhæfir valkostir standa til boða í gengismálum.

Rannsóknin var gerð á tímabilinu mars til desember 2005. Margir hafa lagt gjörva hönd á plóg við gerð þessarar skýrslu og eiga þakkir skildar. Harpa Guðnadóttir lagði grunninn að öðrum kafla sem fjallar um valkosti í gengismálum, Sveinn Agnarsson og Sigurður Jóhannesson skrifuðu fjórða kafla og Þóra Helgadóttir þann fimmta. Heiðrún Guðmundsdóttir las yfir handritið og kom með margar góðar ábendingar. Sólveig Jóhannsdóttir og Harpa Guðnadóttir bjuggu ritið til prentunar. Einnig nutu skýrsluhöfundar góðs af samtölum við Frederic Mishkin og Robert Mundell við gerð hennar. Forsætisráðuneytið kostaði gerð skýrslunnar.

Hagfræðistofnun í desember 2005

Tryggvi Þór Herbertsson
Forstöðumaður

Ágrip

Þegar kostir og gallar þess að taka upp nýja peningamálastefnu eru ígrundaðir þarf að svara tveimur lykilsþurningum: Í fyrsta lagi, getur peningamálastefnan linað afleiðingar þjóðhagslegra hnykkja og hvert er hlutverk gengisins í aðlögun hagkerfisins að jafnvægi? Í öðru lagi, er peningamálastefnan sjálf rót þjóðhagslegra hnykkja? Sú gæti verið raunin ef seðlabanki nyti ekki trúverðugleika eða ef hann tæki óeðlilegt tillit til stjórn málaaðstæðna. Ef sjálfstæð peningamálastefna nær að jafna hagsveiflur er sjálfstæður gjaldmiðill eftirsóknarverður, ef hún er hins vegar rót efnahagslegs vanda þá gæti verið skynsamlegt að festa gengið til frambúðar og ganga í myntbandalag. Í skýrslunni er leitað svara við þessum spurningum.

Í upphafi skýrslunnar eru þeir kostir í gengismálum raktir sem fræðilega standa til boða. Þá er því lýst hvaða áhrif mismunandi gengisstefnur hafa á stöðugleika fjármálakerfisins. Þar næst er fjallað um áhrif gengisstefnunnar á atvinnugreinar – sérstaklega útflutningsatvinnugreinarnar – og alþjóðaviðskipti. Síðustu tveir kaflarnir fjalla annars vegar um sveigjanleika íslensks vinnumarkaðar, en slíkur sveigjanleiki er talinn mikilvægur innan myntbandalags, og hins vegar um möguleika til hagstjórnar ef sjálfstæðri peningastefnu er varpað fyrir róða. Hér á eftir fara helstu niðurstöður hvers kafla og í lokin verða settar fram tillögur, byggðar á niðurstöðum skýrslunnar.

1. Val á gengisstefnu

Ríki hafa um nokkrar leiðir að velja þegar kemur að vali á peningamálastefnu og gengisfyrirkomulagi. Þær leiðir sem hér er fjallað um eru þessar:

- *Myntráð*. Sá ávinningur sem mögulega fylgir myntráði eru lægri vextir. Trúverðugleiki stjórnvalda peningamála, sem oft er nefndur sem annar kostur myntráðs, myndi að öllum líkindum ekki aukast frá því sem nú er hér á landi. Myntráð starfar sem hlutlaus aðili í hagkerfinu og gegnir því ekki sveiflujafnandi hlutverki. Því væri ekki lengur hægt að hafa áhrif á gang efnahagslífsins með peningamálaaðgerðum. Þá myndi hættan á fjármálakreppum sennilega aukast. Upptaka myntráðs á Íslandi er því ekki heppilegur kostur í gengismálum.
- *Einhliða fastgengi*. Einhliða fastgengisstefna hefur alla sömu vankanta og sú sveigjanlega fastgengisstefna sem fylgt var hér á landi á tíunda áratug síðustu aldar. Því til viðbótar kann að vera varhugavert að festa gengi innlends gjaldmiðils einhliða við einn ákveðinn gjaldmiðil, þar sem sú tilhögun tekur ekki tillit til þess að viðskipti eiga sér stað við önnur erlend ríki. Þá er illmögulegt að fylgja einhliða fastgengisstefnu vegna frjálsra fjármagnsflutninga. Upptaka slíkrar stefnu væri því ekki framfaraskref.
- *Dollaravæðing-evruvæðing*. Ef þessi tegund gengisfyrirkomulags væri talin koma til greina kæmi að líkindum efst á blaði að taka evru upp sem lögeyri í

- landinu. Kostir þessa fyrirkomulags eru einkum minni gengissveiflur og lægri vextir á meðan allt leikur í lyndi. Ókosturinn væri sá að sjálfstæð peningamálastefna væri úr sögunni. Notkun evru sem lögeyrir er mun afdrifaríkara skref en einhliða eða tvíhliða tenging krónunnar við erlenda mynt.
- *Tvíhliða fastgengi.* Afar ólíklegt er að tvíhliða fastgengisstefna við annað ríki standi Íslandi til boða en helst væri þó að leita hófanna hjá Evrópusambandinu. Þau ríki sem nú eru með slíka tvíhliða samninga eru annaðhvort þegar aðilar að sambandinu eða bíða eftir fullgildri aðild. Þessi kostur er óraunhæfur fyrir Ísland á meðan að ekki er sóst eftir aðild að Evrópusambandinu.
 - *Myntbandalag.* Kostir þess að ganga í myntbandalag eru einkum minni gengisóvissa, lægri viðskiptakostnaður og lægra vaxtastig en ríkja við núverandi aðstæður. Minni gengisóvissa kann að hafa nokkur áhrif á viðskiptamynstur ríkja. Helsti ókostur kerfisins er að peningamálastefnan miðast við meðalverðbólgu á öllu svæðinu og það getur hentað jaðarsvæðum illa. Jafnframt væri við því að búast að mikil uppsveifla, sem veldur hækkingu innlands verðlags og launa, kynni að valda kreppu þegar hún hefði runnið sitt skeið vegna þess að afleiðing hennar yrði „of hátt“ raungengi og veik samkeppnisstaða útflutningsatvinnuveganna til lengri tíma. Tímabundin uppsveifla kann þannig að valda langvarandi kreppuástandi sem varir þangað til verðlag og launakostnaður í öðrum ríkjum á myntsvæðinu hefur stigið til jafns á við innlent verðlag og launakostnað. Slík aðlögun getur tekið langan tíma – einkum ef verðbólga er lítil í helstu viðskiptalöndunum – vegna þess að ekki er við því að búast að laun eða verðlag lækki mikið til skamms tíma. Við fljótandi gengi leiðréttist þetta hins vegar samstundis með breytingum á nafngengi. Innganga í myntbandalag verður samt að teljast annar af tveimur raunhæfum kostum fyrir Ísland.
 - *Fljótandi gengi – núverandi fyrirkomulag.* Þeir þjóðhagslegu hnykkir og skellir sem ríða yfir íslenska hagkerfið eru yfirleitt annars konar en sambærilegar sveiflur í öðrum löndum og verða heldur ekki á sama tíma og þar. Í þessari skýrslu eru leidd rök að því að fyrirkomulag sjálfstæðs gjaldmiðils, fljótandi gengis og verðbólgu markmiðs seðlabanka sé besta leiðin til þess að mæta slíkum hnykkjum. Annar kostur núverandi fyrirkomulags er sá að líkur á fjármálakreppu eru minni en við fastgengisstefnu (og eigin gjaldmiðil) vegna þess að miklar og skyndilegar breytingar gengis eru fátíðar þegar það er látið fljóta. Á móti kemur að viðskiptakostnaður er meiri og gengisóvissa getur haft áhrif á viðskiptamynstur. Einnig er við því að búast að raunvextir séu hærri en ella vegna meiri gengisáhættu.

Af þeim kostum sem í boði eru virðast því einungis tveir koma til greina: að taka þátt í evrópska myntsamstarfinu – sem hefði í för með sér inngöngu í Evrópubandalagið – og taka þar með upp evru eða halda núverandi gengisfyrirkomulagi. Kaflarnir sem hér fara á eftir fjalla um ýmis hagræn áhrif leiðanna tveggja og í þeim eru færð rök fyrir því hvora leiðina Íslendingar ættu að fara.

2. Fjármálakerfið

Pau lönd sem lent hafa í fjármálakreppum á undanförunum árum hafa öll fylgt fastgengisstefnu með sjálfstæðan gjaldmiðil. Ef seðlabanki hefur sett sér gengismarkmið og skuldir heimila og fyrirtækja eru í erlendum gjaldmiðli en eignir í innlendum leiðir skyndileg gengislækkun til þess að skuldir þessara aðila aukast en verðgildi eignanna helst óbreytt. Þetta var ástæða fjármálakreppunnar í Chile 1982, Mexíkó 1994 og Suðaustur-Asíu 1997–1998.

Líkur á fjármálalegum stöðugleika verða minni í myntbandalagi en utan þess vegna þess að þá er síður hætt á því að skyndilegar gengisbreytingar auki (erlenda) skuldabyrði heimila og fyrirtækja. Þetta gerist einungis ef skuldir eru í öðrum gjaldmiðlum en hinum sameiginlega gjaldmiðli.

Flotgengisstefna þar sem seðlabanki setur sér verðbólguþolmarkmið er einnig líkleg til þess að auka stöðugleika fjármálakerfisins. Sú stefna að hafa ákveðið verðbólguþolmarkmið veldur því að gengið breytist stöðugt, sem aftur veldur því að líkur á skyndilegu og miklu gengisfalli eru minni en ef fastgengisstefnu er fylgt. Þetta fyrirkomulag hvetur fjárfesta til þess að dreifa gengisáhættunni og tryggja sig gegn óvæntum gengisbreytingum.

Þannig má segja að bæði innganga í myntbandalag og fljótandi gengi skapi meiri fjármálalegan stöðugleika en kerfi sjálfstæðs gjaldmiðils með fast gegni.

3. Samkeppnisatvinnuvegir

Gengisbreytingar hafa mikil áhrif á afkomu fyrirtækja sem eru í samkeppni við erlend fyrirtæki, á erlendum og innlendum mörkuðum, og einnig fyrirtækja sem nota innflutt aðföng. Vegna landfræðilegrar dreifingar útflutningsfyrirtækja hér á landi má segja að hátt raungengi komi verr niður á landsbyggðinni en á höfuðborgarsvæðinu. Raungengi sveiflast töluvert til þegar genginu er leyft að fljóta. Raungengið myndi hins vegar einnig breytast ef Ísland gengi í myntbandalag þótt breytingarnar yrðu hægari en við fljótandi gengi. Við slíkar aðstæður myndi hækkingin verðlag leiða til þess að raungengi hækkaði og í framtíðinni yrði erfiðara að þvinga raungengi niður á ný en ef flotgengisstefnu væri fylgt.

Minnkandi mikilvægi sjávarútvegs og stöðugra efnahagssumhverfi hafa auðveldað öðrum útflutnings- og samkeppnisgreinum sambýlið við útveginn á síðustu tuttugu árum. Við þessar breyttu aðstæður má vænta þess að stöðugt gengi íslensku krónunnar geti ýtt undir fjölbreytni í útflutningi Íslendinga. Þróaður innlendir fjármálamarkaður og frjálst flæði fjármagns innan EES hefur að auki leitt til þess að erlendar fjárfestingar Íslendinga hafa vaxið stórum en erlendir aðilar hafa ekki sýnt Íslandi áhuga að sama skapi. Það gæti þó breyst með enn frekari samþættingu fjármálamarkaða.

Þótt utanríkisviðskipti Íslendinga hafi vaxið nokkuð síðustu fimmtán ár eru þau enn lægra hlutfall af landsframleiðslu en þau ættu að vera miðað við stærð landsins. Sjávarútvegur er enn mikilvægasta útflutningsgrein landsmanna en á næstu árum mun hlutur stóriðju og ferðaþjónustu væntanlega aukast. Hugbúnaðar- og lyfjaframleiðsla

hefur einnig vaxið ört. Íslenskt hagkerfi hefur enn ekki notið ávinnings alþjóðavæðingar í jafnmiklum mæli og önnur OECD-ríki.

Uptaka evru myndi leiða til þess að kostnaður við erlend viðskipti myndi minnka en umskiptunum myndi aftur á móti fylgja ýmis umsýslukostnaður. Gera má ráð fyrir að verslun við útlönd myndi vaxa í kjölfar upptöku evru, einkum við löndin sem tilheyra myntbandalaginu. Fjárfestingar erlendra aðila hérlandis ættu einnig að aukast. Sameiginlegur gjaldmiðill myndi auka gegnsæi í viðskiptum við Evrópulönd og auðvelda verðsamanburð á milli landa. Til lengri tíma litið má reikna með því að samkeppni myndi aukast innanlands. Áhugi erlendra fyrirtækja á íslenskum markaði myndi vafalítið vaxa þegar sami gjaldmiðill yrði notaður hér og í öðrum evrulöndum og erlend fyrirtæki myndu annaðhvort ryðja sér rúms á innlendum markaði eða taka íslensk fyrirtæki yfir. Jafnframt má gera ráð fyrir að sérhæfing aukist á íslenskum markaði og að Íslendingar fái í auknum mæli notið kosta stærðarhagkvæmni. Sú þróun gæti einnig orðið til þess að auka á samþjöppun í sumum atvinnugreinum. Á heildina litið myndi upptaka evru sennilega hafa hvað jákvæðust áhrif fyrir samkeppnisatvinnuvegina.

4. Alþjóðaviðskipti

Aukin alþjóðaviðskipti með vörur, þjónustu og fjármagn hafa jákvæð áhrif á lífsskjör þjóða. Gengisflókt er almennt talið auka áhættu og kostnað við alþjóðaviðskipti. Hagfræðilíkon hafa hins vegar gefið misvísandi niðurstöður um áhrif gengisflökts á viðskipti með vörur milli landa.

Þær tölfræðilegu rannsóknir sem gefið hafa til kynna að gengisflókt hafi neikvæð áhrif á viðskipti milli landa hafa jafnframt sýnt að þessi áhrif eru væg. Hins vegar hefur verið sýnt fram á að innganga í myntbandalag hefur töluverð áhrif á alþjóðaviðskipti en þar virðast aðrir þættir en afnám gengisáhættu skipta máli.

Svo virðist sem gengisflókt hafi haft marktæk áhrif á innflutning til Íslands og má leiða líkum að því að innganga í myntbandalag myndi dempa sveiflur í innflutningi. Hins vegar hefur gengisflókt alla jafna ekki marktæk áhrif á magn útflutnings og líklegt er að sérstaða og fábreytni útflutningshliðarinnar hér á landi skipti þar meiru.

Niðurstöður rannsókna gefa til kynna að myntbandalög hafi jákvæð áhrif á flæði fjármagns á milli landa vegna lægri viðskiptakostnaðar en ella og samþættingar markaða. Aftur á móti virðist sem fljótt gengi sé í sumum tilvikum ákveðið merki um styrka peningastjórn og geti ýtt undir óbeina erlenda fjárfestingu. Merki um þetta hafa sést undanfarið á Íslandi með skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í krónum.

Aukið frelsi í fjármagnsviðskiptum hefur leitt til þess að dreifni viðskiptajöfnuðar hefur aukist í heiminum í dag. Fjármögnun viðskiptahalla er ekki erfið til skamms tíma litið en vandamál geta skapast ef fjármagnsflæði bregst eða minnkar verulega. Sýnt hefur verið fram á að þjóðir með sveigjanlegt gengi eigi auðveldara með að takast á við slíkar aðstæður en þjóðir sem fylgja fastgengisstefnu.

Með nýlegum rannsóknum hefur verið sýnt fram á að gengisflökt hefur neikvæð áhrif á beina erlenda fjárfestingu. Almenn er talið að gengisflökt hafi neikvæð áhrif á óbeina erlenda fjárfestingu og að aðild að myntbandalagi hafi jákvæð áhrif. Innganga í myntbandalag með aðgengi að stærri og dýpri fjármálamarkaði en áður gæti hugsanlega skilað sér í aukinni erlendri fjárfestingu á Íslandi.

Niðurstaðan er því sú að sennilega myndi aðild að myntbandalagi leiða til aukinna alþjóðaviðskipta og erlendrar fjárfestingar hérlendis.

5. Vinnumarkaður

Sveigjanlegur vinnumarkaður er æskilegur og jafnvel nauðsynlegur hverju því landi sem ætlar að taka upp sameiginlegan gjaldmiðil með öðrum þjóðum. Ef vinnumarkaður er sveigjanlegur hafa þjóðhagslegir hnykkir, bæði jákvæðir og neikvæðir, minni áhrif á atvinnu og framleiðslu en ella.

Íslenskur vinnumarkaður einkennist af sveigjanlegu stofnanaumhverfi. Lög um uppsagnir, atvinnuleysisbætur, skipulag verkalýðshreyfingar og lágir skattar á atvinnutekjur ýta undir sveigjanlegan vinnumarkað. Hins vegar er ýmislegt sem bendir til þess að laun séu ekki mjög sveigjanleg og þess vegna muni það fremur leiða til uppsagna starfsfólks en launalækkana ef úr eftirspurn eftir vörum og þjónustu fyrirtækja og atvinnugreina dregur. Því er engan veginn víst að vinnumarkaður hér á landi sé nægilega sveigjanlegur – þrátt fyrir sveigjanlega stofnanaumgjörð – til þess að ráðlegt geti talist fyrir Ísland að afsala sér stjórn peningamála.

Ef tekin yrði upp sameiginleg mynt með öðrum þjóðum og nafngengi krónunnar fest til frambúðar er hætta á að tímabundin uppsveifla valdi því að verðlag og laun hækki hægt og bítandi og þar með raungengi. Þegar góðærið væri úti gæti síðan reynst erfitt að lækka raungengið aftur vegna þess hve laun eru ósveigjanleg. Fyrir vikið gæti raungengi íslensku krónunnar haldist of hátt í of langan tíma sem gerði samkeppnisatvinnugreinunum erfitt fyrir. Þetta er ein meginhættan sem stöðjar að hagkerfi sem afsalar sér stjórn peningamála þar sem ekki ríkir fullkominn sveigjanleiki á vinnumarkaði.

Á hinn bóginn er unnt að draga úr hækkun raungengis með því að auðvelda innflutning á erlendu vinnuafli á þenslutímum. Ef fleiri íbúum þeirra landa sem nýverið hafa gengið í Evrópusambandið yrði veitt atvinnuleyfi hér á landi þegar vel árar gæti reynst auðveldara að hemja hækkun raungengis ef Ísland væri aðili að myntbandalagi því að við slíkar aðstæður myndu minni hömlur vera á innflutningi vinnuafls en ella.

Niðurstaðan er því sú að atvinnustig er breytilegt hér á landi þrátt fyrir sveigjanlega stofnanaumgjörð vinnumarkaðarins. Þeir sem standa illa að vígi í samkeppni um störf vegna lítillar menntunar eða annarra erfiðleika eiga því oft erfitt uppdráttar þegar illa árar. Þessi skortur á sveigjanleika launa kæmi Íslendingum í koll ef gengið yrði í myntbandalag með öðrum þjóðum. Góðæri innanlands gæti þá leitt til þess að laun og

verðlag leituðu upp á við, sem myndi gera samkeppnisstöðu útflutningsatvinnuveganna erfiða í lengri tíma vegna þess að möguleikinn á gengislækkun væri nú úr sögunni og torvelt gæti reynst að þrýsta verðlagi og launum aftur niður þegar góðærið væri úti. Til þess að auka hreyfanleika á íslenskum vinnumarkaði væri því nauðsynlegt að auðvelda útlendingum að starfa á Íslandi. Við mat á því hvort taka ætti upp fastgengisstefnu eða ganga í myntbandalag þyrfti því einnig að íhuga hvort leyfa ætti frekari aðflutning erlends vinnuafls. Útlent vinnuafll myndi að sjálfsögðu láta meira að sér kveða en nú á íslenskum vinnumarkaði ef landið gengi í Evrópusambandið og tæki upp evruna. Slík ákvörðun yrði þó vart tekin með stjórn peningamála eina í huga.

6. Hagstjórn

Við mat á því hver sé hagkvæmasta peningastefna fyrir tiltekið land er óhjákvæmilegt að líta til fjármála hins opinbera og hvaða hlutverki fjármálastefnan gegnir í að styðja við peningamálastefnuna – hvernig stefnublöndunni er háttað. Þannig er t.d. ljóst að hagstjórnarbyrðin færir af seðlabanka yfir á stjórnendur ríkisfjármála ef land fórnar gjaldmiðli sínum og tekur upp sameiginlega peningamálastefnu með öðrum þjóðum. Fjármálaaðgerðir þykja aftur á móti nokkuð svifaseinar, einkum vegna þess hve langan tíma getur tekið að hrinta þeim í framkvæmd.

Í því skyni að styðja betur við peningamálastjórnina hefur verið stungið upp á fjármálareglu þar sem útgjöld hins opinbera yrðu látin vaxa um sem nemur langtímavexti framleiðni. Þannig yrði hið opinbera rekið með halla í kreppu en afgangi í góðæri. Hlutfall hins opinbera í landsframleiðslunni héldist hins vegar stöðugt til langs tíma litið. Sýnt hefur verið fram á að ef þessari stefnu hefði verið fylgt í opinberum fjármálum á Íslandi hefðu hagsveiflur á Íslandi á tímabilinu 1978–2001 orðið allt að þriðjungu minni en raun varð á. Niðurstöðurnar gefa einnig til kynna að fjármálastefnan styðji mun betur við peningamálastjórnina ef reglunni er fylgt og að vextir seðlabanka gætu því að öðru jöfnu verið stöðugri.

Verðbólga getur verið mismikil eftir aðildarríkjum innan myntbandalags. Miðlunarferli peningastefnunnar getur einnig verið misjafnt og sá mismunur getur skapað óstöðugleika. Þegar vöngum er velt yfir hugsanlegri aðild Íslands að myntsamstarfi er því mikilvægt að kanna hvort sameiginleg peningamálastefna komi að einhverju leyti fram á annan hátt á Íslandi en í hinum myntsamstarfslöndunum.

Miðlunarferli peningastefnunnar er flókið. Þegar til langs tíma er litið hafa peningastærðir lítil áhrif á það hvernig framleiðslan þróast – hún markast af raunstærðum eins og menntun, tækni, fjárfestingu og alþjóðaviðskiptum. Peningamálastjórnin hefur aftur á móti áhrif til skamms og meðallangs tíma vegna þeirra áhrifa sem hún hefur á verð og laun. Full ástæða er til að ætla að vaxtabreytingar hafi sums staðar í miðlunarferlinu meiri áhrif á Íslandi en í Evrópu, svo sem áhrif á gengi, en að önnur vaxtaáhrif séu ekki eins sterk.

Niðurstaða þessa kafla er sú að ólíklegt sé að hagstjórn geti byggst á fjármálastefnunni einni innan myntbandalags. Vegna ósamhverfra þjóðhagslegra hnykkja og ólíks miðlunarferlis sameiginlegrar peningamálastefnu væri heldur ekki við því að búast að sameiginleg peningamálastefna hefði sveiflufjafnandi áhrif. Hér er kominn annar ókostur þess að ganga inn í myntsamstarf Evrópuþjóðanna. Hins vegar gæti hið opinbera lagt stjórnendum peningamála öflugt lið ef gjaldmiðill væri sjálfstæður og fylgt væri flotgengisstefnu.

Niðurstaða

Á undanförunum árum hafa stórir þjóðhagslegir hnykkir orðið hér á landi. Ráðist hefur verið í miklar framkvæmdir í stóriðju og virkjunum á Austur- og Vesturlandi. Hér er um gríðarmiklar framkvæmdir að ræða í hlutfalli við verga landsframleiðslu, sérstaklega fyrir austan. Á árunum 2005-2006 er áætlað að kostnaður við stóriðju og virkjanir nemi um 9% af landsframleiðslu árunna. Á sama tíma hafa útlán bankakerfisins aukist mikið. Mikill viðskiptahalli og aukning útlána stafar sumpart af auknu framboði lánsfjár á heimsmarkaði, sem aftur stafar af því að framboð sparnaðar í Asíu (einkum í Kína) hefur aukist mikið og lækkað langtímavexti. Þá hafa erlendar skuldir þjóðarinnar aukist mikið. Með núverandi gengisfyrirkomulagi, þ.e. fljótandi gengi, og verðbólgaumarkmiði hefur hagkerfið sýnt mikinn sveigjanleika: verðbólga hefur að vísu aukist en hún hefur ekki farið úr böndunum, fyrirtæki hafa eflst vegna eignauppstokkunar og umsvif þeirra erlendis aukist til muna, og aukið framboð lánsfjár til heimila hefur gert þeim kleift að kaupa ýmsar varanlegar neysluvörur sem ættu að auka velferð almennings.

Frá því að sjálfstæði Seðlabanka Íslands var aukið hefur hann tileinkað sér aðferðafræði hinna betri og þróaðri seðlabanka heimsins og trúverðugleiki hans hefur vaxið að sama skapi. Þótt mögulegt sé að útlánaaukningin og neysla heimilanna hafi farið of geyst er alls óvíst hvort þjóðhagslegar afleiðingar þessarar þróunar hefðu verið hagstæðari ef Ísland hefði tilheyrt myntbandalagi. Innlent verðlag hefði þá að öllum líkindum hækkað enn meira og valdið mikilli hækkun raungengis en sá er munurinn að erfitt yrði í framtíðinni að vinda ofan af slíkri hækkun vegna þess að nafngengið væri fast og óhagganlegt.

Að ígrunduðum kostum og göllum sem fylgja aðild að myntbandalagi Evrópu annars vegar og núverandi peningastefnu hins vegar er það niðurstaða skýrslunnar að Íslendingum sé betur borgið með núverandi fyrirkomulag í gengismálum en með því að taka upp fastgengisstefnu og ganga í evrópska myntsamstarfið.

Til að styrkja núverandi fyrirkomulag enn frekar er hér lagt til að samráð verði aukið á milli þeirra sem fara með stjórn peningamála og þeirra sem fara með fjármál ríkisins til að efla stuðning fjármálastjórnarinnar við peningamálastjórnina. Við slíkt samstarf verði sjálfstæði seðlabanka þó ávallt haft í huga. Einnig er lagt til að tekin verði upp fjármálaregla þar sem útgjöld hins opinbera yrðu látin vaxa um sem nemur langtímavexti framleiðni íslenska hagkerfisins. Þannig yrði hið opinbera rekið með halla í kreppu en afgangi í góðæri og það myndi hemja hagsveifluna.

1 Inngangur

Undanfarin misseri hefur mönnum orðið tíðrætt um hvort núverandi fyrirkomulag gengis- og peningamála sé e.t.v. ekki það heppilegasta sem völ er á fyrir Íslendinga. Bent hefur verið á miklar sveiflur á gengi íslensku krónunnar og meðfylgjandi erfiðleika útflutningsgreinanna og máttleysi peningastefnunnar í kjölfar frjálsra fjármagnsflutninga. Einnig hafa heyrst efasemdaraddir um að verðbólgu markmið sé heppilegasta ankeri peningamálastjórnar. Í þessari skýrslu er fjallað um hvaða valkostir standa til boða í þessum efnum fyrir Íslendinga og kostir og gallar mismunandi gengisfyrirkomulags tíundaðir.

Áður en lengra er haldið er ekki úr vegi að fjalla stuttlega um hvers vegna hagstjórn er yfirleitt stunduð. Í almennri umræðu virðist hið endanlega markmið með hagstjórn oft gleymast. Sársaukafullar aðgerðir sem beinast t.d. að því að ná tókum á verðbólgu verða þá nánast illvirki fólks sem beri hag fjármagnseigenda fyrir brjosti og láti sér fátt um hinn almenna mann finnast. Af hverju hækkar Seðlabankinn t.d. vexti í himinhæðir þrátt fyrir að stjórnendum hans sé fullkunnugt um að það komi sér afar illa fyrir fólk og fyrirtæki? Eða, af hverju heldur bankinn að sér höndum allt þar til hjól atvinnulífsins virðast vera að nema staðar? Svörin við þessum spurningum heyrast allt of sjaldan en allt miðar þetta að því að forðast mun alvarlegri afleiðingar óheftrar verðbólgu. Þegar öllu er á botninn hvolft þá er hagstjórn stunduð til að auka velferð þjóðfélagsþegna.

Yfirleitt er það stefna stjórnvalda að leitast við að draga úr hagsveiflum. Til þess verks standa einkum tvö tæki til reiðu, stjórn peningamála og stjórn ríkisfjármála. Þessi tvö tæki hafa þó einnig sjálfstæð áhrif á tekjuskiptinguna því misbeiting þeirra getur haft mjög afdrifarík áhrif á tekjudreifingu eins og Íslendingar þekkja mætavel. Þannig eru til dæmi úr Íslandssöggunni um hvernig peningaprentun hefur verið stunduð til þess að fjármagna fjárlagahalla, sem jafnframt hefur skapað óðaverðbólgu og brennt sparifé fólks. Sú staða getur þó einnig komið upp að rétt beiting hagstjórnartækja auki ójöfnuð þegar til skemmri tíma er litið. Vaxtahækkunar geta t.d. leitt til fjölgunar gjaldþrota og atvinnuleysis, enda þótt þær séu nauðsynlegar til þess að halda niðri verðbólgu, svo dæmi sé tekið.

Nokkuð hefur verið fjallað um fyrirkomulag gengismála og peningamálastjórn á Íslandi undanfarið og ber þar helst að nefna rannsóknir sem gerðar hafa verið innan vébanda Seðlabanka Íslands¹ og Hagfræðistofnunar.² Þá hefur Þorvaldur Gylfason skrifað nokkuð

¹ Sjá t.d. Arnór Sigurðsson, Má Guðmundsson og Þórarinn G. Pétursson (2000) Stiglitz (2001), Tór Einarsson (2002) og Francis Breedon og Þórarinn G. Pétursson (2004).

um gengismál og nokkrar nemendaritgerðir hafa verið skrifaðar um efnið.³ Flestar þessar rannsóknir hafa fjallað um afmarkaða hluti gengisstefnunnar, t.d. áhrif aðildar Íslands að myntbandalagi, á alþjóðaviðskipti, eða áhrif hins sama á íslenskan vinnumarkað. Í þessari skýrslu er sjónunum beint að málinu með víðari skýrskotun en áður hefur verið gert hér á landi.

Í öðrum kafla skýrslunnar er fjallað um valkosti í gengismálum og hverjir kostir og gallar hverrar stefnu eru. Í lok kaflans eru raunhæfir valkostir í þeim efnum settir fram og byggir umræðan í köflunum sem á eftir koma á þeirri niðurstöðu. Í þriðja kafla skýrslunnar er fjallað um þýðingu mismunandi gengisfyrirkomulags fyrir fjármálamarkaði og fjármálastöðugleika landsins. Í þeim fjórða er rakið hvaða áhrif mismunandi gengisfyrirkomulag hefur á ólíkar atvinnugreinar og í þeim fimmta áhrif á alþjóðaviðskipti og samþættingu landsins inn í heimsbúskapinn. Í sjötta kaflanum er fjallað um áhrif á vinnumarkað og að síðustu er talað um áhrif mismunandi gengisfyrirkomulags á hagstjórn og hvaða hlutverki fjármálastjórnin gegnir í því sambandi.

² Sjá t.d. Guðmund Magnússon (1992), Svein Agnarsson, Axel Hall, Tryggva Þór Herbertsson, Sigurð Ingólfsson, Gylfa Magnússon og Gylfi Zoega (1999), Gylfa Zoega, Má Guðmundsson og Tryggva Þór Herbertsson (2000), Buitter (2000), Gústav Sigurðsson, Gylfa Zoega, Mörtu Skúladóttur og Tryggva Þór Herbertsson (2000) og Ragnar Árnason (2003).

³ Sjá t.d. doktorsritgerð Ásgeirs Jónssonar (2000).

2 Kostir í gengismálum

Á síðustu árum hafa orðið miklar framfarir í íslensku efnahagslífi og má rekja margar þeirra til aukins frelsis í fjármagnshreyfingum um miðjan tíunda áratuginn. Fyrirkomulag gengismála hefur einnig tekið miklum breytingum og á sú skipan sem tekin var upp fyrri hluta árs 2001 drjúgan þátt í framförum síðustu ára.

Í þessum kafla er fjallað um hvaða gengisfyrirkomulag stendur þjóðum til boða. Kostir og gallar mismunandi leiða eru tíundaðir og er nokkuð horft til sögunnar í því sambandi. Þeir kostir í gengismálum sem greint er frá eru: fast gengi – myntráð, einhliða tengingar (bæði hreinar og í formi „dollaravæðingar“), tvíhliða tengingar, myntsamstarf (með áherslu á myntbandalag) og fljótandi gengi. Þá er rætt um hver sé hagkvæmasta peningamálastefna í litlu opnu hagkerfi og í því sambandi er fjallað um verðbólgu markmið sem aðalmarkmið peningamálastefnunnar hér á landi. Að lokum eru helstu niðurstöður dregnar saman.

2.1 Sögulegt yfirlit

Í tímans rás hafa þjóðir heims stuðst við margs konar útfærslur í gengismálum. Til að mynda var gullfótur algengur í heiminum í upphafi 19. aldar en það fyrirkomulag byggist á að gengi gjaldmiðils var tengt við virði gulls á heimsmarkaði. Kreppur í löndum heims grófu iðulega undan gullfætinum sem brast í upphafi fyrri heimsstyrjaldar.⁴

2.1.1 *Sjálfstæður íslenskur gjaldmiðill*

Allt fram á öndverða 19. öld fóru viðskipti á Íslandi nær eingöngu fram með vöruskiptum.⁵ Fyrstu dönsku peningaseðlarnir, kúrantseðlar, voru gefnir út árið 1713 í Danmörku og frá 1730 voru þeir gjaldgengir héraendis. Íslendingar höfðu hins vegar ætíð megnustu ótrú á peningaseðlum og vildu fremur fá greitt í mynt en seðlum sem rýrnað gátu í verðbólgu. Danir tóku upp krónuna árið 1873 þegar myntsamband Norðurlandþjóðanna var stofnað og krónan var þá tekin upp á Íslandi.

Að fornu var tvenns konar verðmætakerfi við lýði á Íslandi. Hið eldra var lögaurakerfið sem byggðist á alin vaðmáls en alinin átti að vera af tiltekinni stærð og gæðum. Sex álnir gerðu einn eyri silfurs og átta aurar eina mörk. Hitt kerfið var svonefnt hundraðakerfi

⁴ Sjá t.d. Bordo (2003).

⁵ Árni D. Júlíusson, Jón Ó. Ísberg og Helgi S. Kjartansson (ritstj.) (1992) og heimasíðu Seðlabanka Íslands.

sem einkum var notað við jarðamat. Kerfin tengdust þó þannig að tvær og hálf mörk voru í einu hundraði (í stóru hundraði 120) og jafngildi það einu kúgildi. Kýr var talin jöfn sex ám. Er leið á miðaldir kom einnig til sögunnar verðmætiseiningin fiskur og var ein alin jöfn tveimur fiskur. Þegar landnámssilfrið gekk til þurrðar var landaurakerfið orðið ráðandi með rígneglum verðhlutföllum.

Hin fornu verðhlutföll gerðu það meðal annars að verkum að þegar einokunarverslun Dana komst á árið 1602 var útflutningsverð á fiski lágt en verð á landbúnaðarafurðum hátt. Verslun með fisk gerði hins vegar gott betur en að greiða niður það tap sem einokunarkaupmenn urðu fyrir vegna verslunar með landbúnaðarafurðir.

Þar sem viðskipti fóru einkum fram með vöruskipum hömstruðu landsmenn mynt og notuðu hana lítt í almennum viðskiptum. Peningaseðla vildu þeir helst ekki sjá eftir að þeir fóru að berast til landsins á 18. öld. Er leið nær lokum 19. aldar fór notkun peninga þó að aukast í viðskiptum. Bretar greiddu fyrir hross og sauði í gulli, norskir síldar- og hvalveiðimenn greiddu laun í peningum og um 1900 tóku framsýnir kaupmenn í landinu að kaupa og selja vöru gegn peningum – aukin markaðsvæðing kallaði á aukna notkun peninga.

Fjármálakerfið var þó afar frumstætt í landinu framan af öldinni. Fyrstu sparisjóðirnir eru stofnaðir um 1860, Viðlagasjóður vorið 1871 og Landsbanki Íslands tók til starfa árið 1886. Landssjóður lagði 10 þúsund krónur til bankans en auk þess fékk bankinn til ráðstöfunar hálfa milljón króna sem landsstjórnin lét prenta. Þessir prentuðu peningaseðlar – 5, 10 og 50 krónu seðlar – voru fyrstu seðlarnir sem gefnir voru út á Íslandi. Landssjóður ábyrgðist virði þeirra og voru seðlarnir á sama gengi og danska krónan. Að frumkvæði tveggja danskra fjármálamanna var samþykkt á Alþingi að veita Íslandsbanka starfsleyfi. Íslandsbanki tók síðan til starfa árið 1904 og kom stofnfé hans frá dönskum og norskum bönkum. Bankinn hafði einkarétt til 30 ára á seðlaútgáfu í landinu og var virði seðla hans tryggt með gulli. Íslandsbanki varð fljótt stærsti banki landsins en hann starfaði við hlið Landsbankans til 1930. Eftir miklar umræður á Alþingi um nauðsyn þess að stofna ríkisbanka með einkarétt á seðlaútgáfu varð málamíðlunin að stofna sérstaka seðlabankadeild innan Landsbankans árið 1927. Seðlaprentun fluttist við þetta yfir til seðlabankadeildar Landsbankans. Seðlabankastarfsemi í landinu varð sífellt viðameiri og óhjákvæmilegt var því talið að stofna sjálfstæðan seðlabanka. Það var svo gert með lögum nr. 10/1961 og hóf Seðlabanki Íslands starfsemi þann 7. apríl 1961.

2.1.2 Hið alþjóðlega peningakerfi

Fyrir heimsstyrjöldina fyrri höfðu Bretar stuðst formlega við gullfót með lögum í tæp 100 ár.⁶ Í lok fyrri heimstyrjaldar tóku þjóðir heims höndum saman og komu gullfæti aftur á laggirnar. Nýskipan eftirstríðsáranna leiddi til þess að Bretar misstu

⁶ Keynes, (1951) og Bernanke (2004).

forystuhlutverkið í alþjóðafjármálum og Bretland var ekki lengur leiðandi ríki gullfótarins heldur Bandaríkin. Heimsstyrjöldin hafði gerbylt efnahagslífi margra ríkja og höfðu því mörg þeirra ekki forsendur til að festa gengi gjaldmiðla sinna við gull á sama gengi og fyrir stríðið. Bandaríkin, Bretland, Danmörk, Noregur, Holland, Svíþjóð, Sviss, Ástralía, Kanada, Japan og Argentína héldu þó sama gengi gjaldmiðla sinna og fyrir stríð. Önnur ríki, þeirra á meðal Frakkland og Ítalía, felldu gengi gjaldmiðla sinna gagnvart gulli eftir stríðið.

Margir samverkandi þættir leiddu þó til þess að sá gullfótur sem tekinn var upp eftir stríð var ekki eins stöðugur og verið hafði áður. Ekki var tekið nægilegt tillit til aðstæðna í innlendu efnahagslífi ríkjanna þannig að gengið var í mörgum tilvikum „rangt“. Þetta átti t.d. við um Bretland þar sem gengi breska pundins var hið sama og fyrir 1914, sem var of hátt m.v. þær aðstæður sem ríktu þar í landi eftir stríðið, einkum var verðlag hærra en fyrir stríðið. Ofan á rangt skráð gengi bættist að almennt verðlag og laun voru mun tregbreytilegri eftir stríðið en áður. Verkalýðsfélög höfðu eflst á stríðsárunum og komu í veg fyrir að laun gætu lækkað sem aftur kallaði á aukið atvinnuleysi, einkum í útflutningsgreinum. Á árunum eftir fyrri heimstyrjöldina var því staða bresks efnahagslífs að mörgu leyti slæm. Í Danmörku, Ítalíu og Noregi var gengið einnig of hátt skráð líkt og í Bretlandi.

Á Íslandi hafði gengi krónunnar fallið á árunum 1920–1924 og hagar útflutningsfyrirtækja batnað að sama skapi. Árið 1925 var gengi íslensku krónunnar aftur á móti hækkað og var síðan því gengi haldið óbreyttu til ársins 1939. Það gengi var of hátt og gerði sjávarútvegsfyrirtækjum afar erfitt fyrir.

Kreppan mikla skolaði síðan gullfótarkerfi millistríðsáranna burt. Í raun má segja að óljóst sé hvað sé orsök og hvað afleiðing, hvort kreppan hafi verið orsök endaloka gullfótarins eða hvort gullfóturinn og rangt verðlagðir gjaldmiðlar hafi verið einn orsakavaldur kreppunnar.

Mikill uppgangur var í bandarísku efnahagslífi á árunum eftir fyrri heimstyrjöld. Stjórnendur peningamála í Bandaríkjunum fylgdu peningamálastefnu sem m.a. leiddi af sér mikla uppsveiflu á hlutabréfamörkuðum. Til þess að slá á þensluna voru vextir hækkaðir en sú vaxtahækkun hafði í för með sér að fjármagn flæddi til landsins sem veikti sérstaklega stöðu sterlingspundsins. Í október 1929 varð hrun á verðbréfamörkuðum í New York. Í stað þess að bregðast við hruninu með örvandi aðgerðum héldu stjórnendur peningamála að sér höndum og minnkandi lána- og viðskiptastarfsemi í Bandaríkjunum varð þess valdandi að áhrif kreppunnar bárust fljótt til annarra ríkja. Á árunum 1929 og 1930 tóku mörg ríki gjaldmiðla sína af gullfætinum. Í kjölfar gjaldþrots stórra viðskiptabanka í Austurríki og Þýskalandi afnámu þessi ríki tengsl gengisins og gullfótarins árið 1931. Í Bretlandi var tilkynnt í september 1931 að horfið yrði frá gullfætinum og strax í kjölfar þess lækkað gengi sterlingspundsins gífurlega, eins og við var að búast í ljósi þess að pundið hafði verið of hátt skráð mörg ár þar á undan. Bandaríkin héldu hins vegar í gullfótinn til ársins 1933.

Árið 1925 var gerð tilraun til þess að koma gamla fyrirkomulaginu aftur á og ígildi gullfótar var tekið upp. Sá munur var þó á að í stað þess að hægt væri að skipta gjaldmiðlum fyrir gull höfðu seðlabankar erlenda gjaldmiðla, einkum Bandaríkjadal og sterlingspund, til viðbótar við gull sem akkeri. Ýmsir gallar voru á þessu kerfi sem leiddi til þess að árið 1931 var það gefið upp á bátinn.

Í kjölfar heimsstyrjaldarinnar söfnuðust fulltrúar 44 ríkja heims saman í Bretton Woods í Bandaríkjunum til að ræða framtíðarfyrirkomulag efnahags- og peningamála í heiminum. Á fundinum komu m.a. fram hugmyndir um sameiginlegt myntkerfisem leiddi til Bretton Woods samkomulagsins Þarna var einnig lagður grunnur að Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og Alþjóðabankanum. Fulltrúar þátttökuríkanna sameinuðust á þessum tíma um fyrsta vísinn að nýju alþjóðafjármálakerfi í heiminum. Helstu markmiðin með stofnun Bretton Woods voru:⁷

- að koma á fót reglum til að stýra gengi gjaldmiðla og skiptanleika þeirra,
- að setja á laggirnar alþjóðlegt fjármálakerfi sem meðal annars aðstoðaði ríki í greiðsluvandræðum,
- að auka efnahagssamvinnu ríkja heims.

Með Bretton Woods kerfinu var gengi Bandaríkjadals fest þannig að verðmæti einnar únsu af gulli var ákvarðað 35 dalir. Gengi helstu gjaldmiðla heims var síðan fest við gengi Bandaríkjadals.

Bretton Woods kerfið leið undir lok þann 15. ágúst 1971 þegar Richard Nixon, þáverandi forseti Bandaríkjanna, tilkynnti að horfið væri frá festingu Bandaríkjadals við gull. Ákvörðunin var tekin í kjölfar þess að vaxandi viðskiptahalli og meðfylgjandi útflæði Bandaríkjadals leiddu til þess að fastgengisstefna Bandaríkjanna beið skipbrot. Þetta stafaði einkum af tvennu, annars vegar af því að ef gripið yrði til róttækra aðgerða til að stemma stigu við vaxandi viðskiptahalla gæti það leitt til alþjóðlegrar lausafjárfreppu og hins vegar þótti sýnt að ef ekkert yrði að gert myndu önnur ríki missa trúna á Bandaríkjadal sem akkeri Bretton Woods kerfisins. Viðskiptahalli Bandaríkjanna hélt áfram að vaxa, m.a. vegna stríðsreksturs í Víetnam. Trúverðugleiki dalsins rýmaði, ríki heims fóru að skipta á dölum fyrir gull og að lokum fór svo að bandarísk stjórnvöld gáfust upp og tóku dalinn af gullfæti.

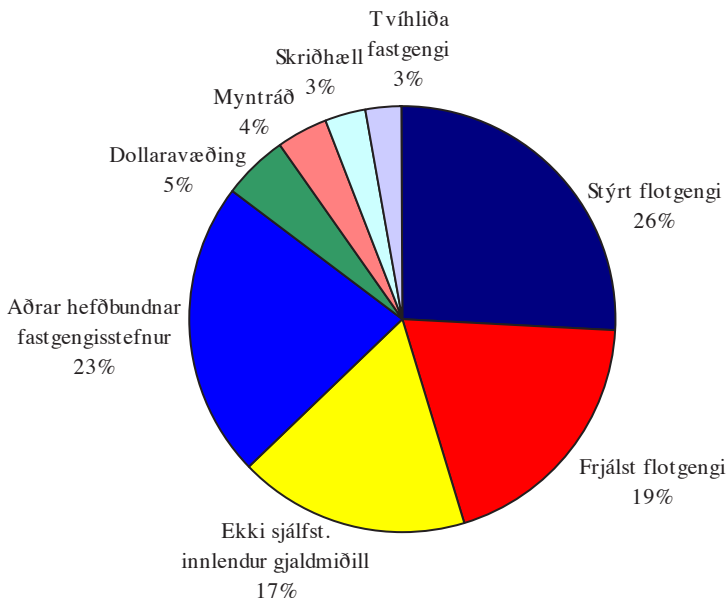
2.1.3 *Hin ómögulega þrenning*

Sjálfstæðum ríkjum heims hefur fjölgað mikið frá síðara stríði. Árið 1947 voru 76 sjálfstæð ríki í heiminum, í dag eru þau 193. Þessi fjölgun ríkja hefur einnig leitt til þess að sjálfstæðum gjaldmiðlum hefur fjölgað þar sem flest sjálfstæð ríki hafa sinn eigin gjaldmiðil. Mörg þessara nýju ríkja eru smá og eru íbúar 41 þeirra færri en ein milljón.

⁷ Heimild: www.imf.org.

Þessi ríki fylgja margs konar gengisstefnum, svo sem sjá má á mynd 2.1.⁸

Mynd 2.1 Skipting gengisstefna sem fylgt var í 193 löndum heims árið 2004.



Heimild: IMF

Flotgengi – annaðhvort stýrt eða frjálst – er algengasta fyrirkomulagið í gengismálum í heiminum í dag. Allmörg lönd nýta gjaldmiðil sem ekki er gefinn út sérstaklega fyrir viðkomandi ríki. Þetta á t.d. við um myntbandalög. Þegar fjallað er um gengisstefnu ólíkra landa er mikilvægt er að hafa í huga sífellt aukna samþættingu fjármálamarkaða á síðustu áratugum. Óraunhæft er að ætla að sú gengisstefna sem er valin muni hæfa viðkomandi ríki um aldur og ævi heldur er nauðsynlegt að veða og meta kosti og galla mismunandi möguleika.

Bent hefur verið á að ómögulegt sé fyrir ríki að fylgja samtímis sjálfstæðri stefnu í peningamálum, viðhalda stöðugleika gengis og leyfa frjálsar hreyfingar fjármagns. Þetta hefur verið kennt við hina „ómögulegu þrenningu“ (e. *the impossible trinity*), sjá mynd 2.2.⁹

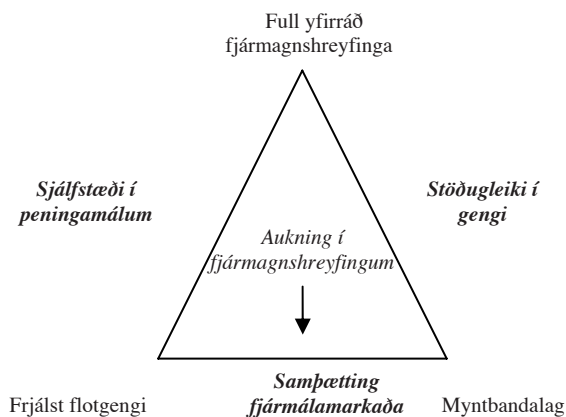
⁸ Farið er eftir flokkunarkerfi IMF og eru tölurnar frá árinu 2004.

⁹ Frankel (1999).

Á myndinni sést að til þess að ríki geti náð tveimur af þremur ofangreindum markmiðum verða þau að bíta í það súra epli að hið þriðja renni þeim úr greipum. Ríki verða því að taka afstöðu til þess hverju þau vilja fá framgenget með gengisstefnu sinni og átta sig á því að um leið er fórn að öðrum stefnumiðum.

Að vissu leyti má segja að valmöguleikarnir séu þrungi en fram kemur á myndinni þar sem alþjóðavæðingin hefur samþætt fjármálamarkaði heimsins. Einstök lönd geta vart vikið sér undan henni og valið takmarkast því við neðri hluta þríhyrningsins. Raunverulegt val stendur á milli þess að festa gengi innlands gjaldmiðils í myntbandalagi eða leyfa því að fljóta. Ríki heims fylgja því í vaxandi mæli annaðhvort stífri flot- eða fastgengisstefnu. Til að skýra þá valkosti sem eru í boði er ekki úr vegi að fjalla um þá lið fyrir lið.

Mynd 2.2 Hin ómögulega þrenning.



2.2 Fastgengi

Gengissveiflur hafa verið landlægar hér á landi. Þegar gengi krónunnar hækkar kvarta forsvarsmenn útflutningsatvinnuveganna en gengislækkun er oft talin bjóða heim hættu á vaxandi verðbólgu. Sumir telja stöðugt gengi af þessum sökum vera eftirsóknarvert. Því er oft spurt hvort ekki væri viturlagt að festa gengið.

Með því að fylgja fastgengisstefnu er leitast við að tryggja stöðugleika í gengismálum en hægt er að útfæra slíka stefnu á ólíka vegu. Þannig getur gengið verið algerlega óhagganlegt en einnig breytanlegt innan marka. Myntbandalag er eitt hreinasta form fastgengis en einnig er hægt að segja að myntráð, málmfótur og myntsamruni teljist til fullkomlega fasts gengis.¹⁰ Sveigjanlegri útgáfur af fastgengisstefnu eru m.a. þegar

¹⁰ Seðlabanki Íslands (1997).

Innlendur gjaldmiðill er tengdur öðrum gjaldmiðli eða gjaldmiðlum á föstu gengi. Algengt er að stuðst sé við myntkörfu sem samanstendur af gjaldmiðlum helstu viðskiptalanda þess ríkis sem festir gjaldmiðil sinn og þá gjarnan í því hlutfalli sem endurspeglar mikilvægi viðskipta við hvert land. Þrátt fyrir að gengið sé fest við aðra gjaldmiðla er sú ákvörðun ekki óafturkallanleg og því mögulegt að endurskoða við hvaða gjaldmiðla gengið er fest og á hvaða gengi. Í sveigjanlegri fastgengisstefnu, eins og stuðst var við á Íslandi áður en verðbólguþröskur var tekið upp árið 2001, er genginu gjarnan leyft að hreyfast um miðgengi en þó innan skilgreindra vikmarka. Hægt er að útfæra fastgengisstefnuna á aðra vegu. Skriðgengi byggist t.d. á því að innlendum gjaldmiðli er haldið föstum en gengið lagað að breyttum aðstæðum í efnahagslífinu, eins og t.d. þegar verðbólga breytist.

Helstu kostir fastgengisstefnunnar eru þeir að slík stefna getur hjálpað stjórnvöldum að ná tökum á verðbólguvanda, einkum þar sem trúverðugleiki stjórnvalda er takmarkaður. Fastgengisstefnan setur stjórnvöldum skýrt markmið og auðvelt er að koma auga á afleiðingar hagstjórnarmistaka. Þannig má segja að fastgengisstefna veiti stjórnvöldum sem markaðir hafa litla trú á bæði aðhald og tækifæri til þess að sanna sig.

Einnig má færa rök að því að fjármálamarkaðir séu líklegri til þess að þróast og verða dýpri þegar gengi er fast vegna minni gengisáhættu. Um þetta eru þó skiptar skoðanir. Um hitt er meira samkomulag um að flæði fjármagns á milli landa verður að öllu jöfnu meira þegar trúverðug fastgengisstefna er í gildi. Þá er gengisáhætta lítil og fjármagnseigendur geta beint fjármagni sínu til þess lands sem gefur hæsta ávöxtun.

Með svipuðum rökum má segja að raunvextir verði lægri þegar gengi er fast vegna þess að gengisáhætta er minni en ef gengið flýtur. Ef, svo dæmi sé tekið, Ísland tekur upp evruna þá er næsta víst að langtímavextir lækka vegna þess að unnt verður að fá fjármagn að láni án þess að greiða fjármagnseigendum áhættuuppbót vegna gjaldmiðilsins.

Segja má að meðal kosta fastgengisstefnu séu möguleg aukin alþjóðaviðskipti vegna þess að með henni sé auðveldara en ella að ráðast í markaðsstarf í útlöndum sem felur í sér umtalsverða fjárfestingu vegna þess að óvissa um framtíðartekjur sé minni. Þannig er minni óvissa því samfara að vinna markaði þar sem sami gjaldmiðill er notaður en þegar sótt er út fyrir gjaldmiðilssvæðið vegna þess að sú staða getur ekki komið upp að gengishækkun rýri afrakstur markaðsstarfsins í framtíðinni. Aukin utanríkisviðskipti kalla svo á aukna sérhæfingu, hærri þjóðartekjur, meiri fjárfestingu og að öllum líkindum meiri hagvöxt. Um þetta verður fjallað nánar hér að aftan

Ókostir fastgengisstefnunnar eru einnig miklir. Í fyrsta lagi verður erfiðara að bregðast við þjóðhagslegum hnykkjum vegna þess að hendur stjórnvalda eru bundnar að því er varðar peningamál. Í niðursveiflu verður þá kaupmáttur launa að lækka ef atvinnuleysi á ekki að aukast en slíkt getur ýmist verið illfrámkvæmanlegt eða tekið mjög langan tíma. Hagkerfi sem búa við fast gengi eiga oft í erfiðleikum með að glíma við afleiðingar

ýmissa þjóðhagslegra hnykkja. Sem dæmi má nefna breytingar á viðskiptakjörum og vaxtabreytingar erlendis. Þegar vextir hækka á heimsmarkaði verður viðkomandi land að hækka vexti sína. Annars er fastgengisstefnunni ógnað og þetta gerist sjálfkrafa ef landið er hluti af stærra myntsvæði. Vaxtahækkunin getur komið landi illa ef efnahagur þess er í lægð og ekki er þörf á aðhaldssamri hagstjórn. Hriktir þá oft í stöðum fastgengiskerfisins þegar spákaupmenn fara að veðja gegn stefnunni og byggja spár sínar á því að stjórnvöldum sé ekki stætt á að standa frammi fyrir efnahagslegri kreppu heima fyrir, einungis í þeim tilgangi að viðhalda ákveðnu skipulagi peningamála. Þessi var raunin þegar fastgengiskerfi Evrópulandanna hrundi haustið 1992. Þá höfðu vextir hækkað mikið í Þýskalandi vegna þess að þýski seðlabankinn var að stemma stigu við áhrifum aukinna ríkisútgjalda sem voru samfara sameiningu landsins. Þá neyddust önnur Evrópulönd sem fylgdu fastgengisstefnu einnig til þess að hækka vexti, jafnvel meira en Þjóðverjar, til þess að bæta fjárfestum áhættuna af mögulegu gengistapi. Þessi peningamálastjórn olli kreppu heima fyrir og spákaupmenn tóku stöður á móti fastgengiskerfinu sem hrundi, með einni undantekningu þó: Frökkum tókst að verja gengi síns gjaldmiðils með hávaxtastefnu. Afleiðingin varð langvarandi atvinnuleysisvandi sem hugsanlega hefur kynt undir þann óróa sem nú ríkir í Frakklandi.

Í öðru lagi býður fastgengiskerfi heim hættu á „spákaupmennskuárás“ sem getur valdið skyndilegri og mikilli gengislækkun. Þá er fjármálastöðugleika ógnað. Ef erlendar skuldir eru miklar getur gengislækkunin valdið rýrnun eigin fjár fyrirtækja, heimila og banka. Slíkt getur breytt hegðun þessara aðila, útlán og efnahagsstarfsemi dragast saman. Ef gjaldþrotum fjölgar mikið eykst hækka á bankakreppu. Ef fastgengisstefnu er fylgt vegna ónógs trúverðugleika stjórnvalda ýtir það undir aukningu á erlendum lántökum. Fastgengisstefnan ýtir, eðli máls samkvæmt, undir væntingar um stöðugt gengi sem örvar slíkar lántökur. Skuldsetning fyrirtækja, heimila og banka verður því að sama skapi viðkvæm gagnvart gengisbreytingum. Ef þjóðhagslegir hnykkir valda því að jafnvægisgengi gjaldmiðils verður mun lægra heldur en gengismarkmið stjórnvalda er hætta á spákaupmennskuárás sem getur valdið skyndilegu og miklu gengishrapi. Hagkerfið er þá viðkvæmara gagnvart slíkum hnykkjum og einnig á það erfiðara með að eiga við afleiðingar þeirra. Þegar gengi er látið fljóta er auðveldara að bregðast við áföllunum og þá er einnig ólíklegt að gengi breytist jafnskyndilega og jafnmikið og þegar fastgengisstefnu er fylgt. Þess vegna er hætta á fjármálalegum óstöðugleika meiri. Dæmin sanna að í svo til öllum tilvikum þar sem slíkur óstöðugleiki hefur orðið undanfarna áratugi hefur fastgengisstefnu verið fylgt.¹¹

Í þriðja lagi er ljóst að fastgengisstefnan felur í sér missi sjálfstæðrar peningastefnu. Seðlabanki verður stöðugt að haga vaxtaákvörðunum sínum á þann veg að gengi gjaldmiðils sé fast. Í fjórða lagi koma vaxtahækkanir erlendis strax fram í hærri vöxtum innan lands.

¹¹ Argentína í upphafi níunda áratugarins; Chile árið 1981; Kólumbía, Mexíkó, Perú og Úrugvæ árið 1982; Svíþjóð, Noregur og Finnland í lok níunda og í upphafi tíunda áratugarins; Mexíkó árið 1994; og Kórea og Tæland í lok níunda áratugarins.

Nú verður lýst helstu kostum sem fyrir hendi eru ef stjórnvöld ákveða að taka upp fastgengisstefnu.

2.2.1 Myntráð

Myntráð felur í sér að lögfest er sú skuldbinding að ætíð sé hægt að skipta innlendum gjaldmiðli fyrir erlendan gjaldmiðil á ákveðnu föstu gengi. Innlendir gjaldmiðill er því eingöngu gefinn út gegn innstæðu í erlenda „akkerisgjaldmiðlinum“. Ef notast er við myntráð er ekki um hefðbundna seðlabankastarfsemi eins og peningamálastjórn að ræða. Oftast kemur myntráð í stað seðlabanka. Skipulag myntráðs er í stórum dráttum eftirfarandi:¹²

- *Erlendur gjaldmiðill notaður sem akkeri.* Erlendi gjaldmiðillinn er valinn út frá því hversu stöðugur hann er og notkun hans útbreidd. Bandaríkjadalur eða sterlingspund hafa yfirleitt verið notuð sem akkerisgjaldmiðill, enda útbreiddustu gjaldmiðlar heims, en undanfarin ár hefur færst í vöxt að evran sé notuð í þessum tilgangi. Þá hefur gull verið notað sem akkeri í nokkrum tilvikum.
- *Skiptanleiki.* Gengi innlenda gjaldmiðilsins og akkerisgjaldmiðilsins er fest og er eftir það óhagganlegt. Myntráð ákveður hvernig staðið skuli að því að innleysa útgefna innlenda seðla og mynt í akkerisgjaldmiðlinum.
- *Varasjóður.* Myntráð heldur úti gjaldeyrissjóði sem er jafnmikils eða meira virði en magn innlendrar myntar í umferð.

Starfsemi myntráðs er í eðli sínu hlutlaus í þeim skilningi að ekki er unnt að beita virkri peningamálastefnu og þess vegna tekur myntráð ekki þátt í hagstjórn viðkomandi lands. Markmið ráðsins er ekki að hafa áhrif á hagsveiflur, verðbólgu eða aðra þróun hagstærða í efnahagslífinu. Innlend stjórnvöld geta sömuleiðis ekki tekið lán hjá myntráðinu.

Starfsemi myntráðs hefur í för með sér nokkurn hagnað vegna þess að vaxtatekjur af varasjóðunum eru meiri en sá kostnaður sem fellur til við að gefa út seðla og mynt. Þessi hagnaður hefur verið metinn á allt að 1% af landsframleiðslu á ári.¹³ Ef starfsemi myntráðsins er trúverðug munu verðbólga og vaxtastig í myntráðsríkinu verða svipuð og hjá því ríki sem gefur út akkerisgjaldmiðilinn. Sú staða getur þó vissulega komið upp að trú á innlendu myntina rýrni eða tapist en slíkt leiðir til misvægis sem yfirleitt veldur fyrr eða síðar gengisfalli innlendu myntarinnar. Argentína er þekktasta dæmið um myntráð sem á endanum riðaði til falls.

Myntráð hefur einkum verið tekið upp þegar innlendir gjaldmiðill nýtur ekki trausts, einkum þó ef hann hefur um langa hríð haft veika stöðu gagnvart stærstu gjaldmiðlum heims. Sýnt hefur verið fram á að til lengri tíma er aðeins um helmingur af gjaldmiðlum

¹² Schuler (2001).

¹³ Ibid.

iðnvæddra ríkja jafntraustur og stærstu gjaldmiðlar heims og um 5% af gjaldmiðlum í þróunarlöndunum.¹⁴ Af þessu má ráða að myntráð gæti komið til greina fyrir mörg ríki heims. Því hefur verið haldið fram að myntráð eigi best við í litlu hagkerfi með mikil utanríkisviðskipti en myntráð hafa verið starfrækt í öllum tegundum hagkerfa, stórum, litlum, öpunum og lokuðum.

Myntráð kom fyrst fram á fyrri hluta 19. aldar þegar hagfræðingar hins svokallaða „gjaldmiðlaskóla“ settu fyrst fram hugmyndina um það og hafa yfir 70 ríki á einhverju tímabili nýtt sér slíkt gengisfyrirkomulag. Á miðri 19. öld voru uppi hugmyndir um að breyta Englandsbanka í myntráð en seðlabankafyrirkomulagið varð ofan á. England var leiðandi ríki í alþjóðaviðskiptum og fjármálum á þessum árum og því fylgdu mörg önnur ríki í kjölfarið og stofnuðu sinn eigin seðlabanka að fyrirmynd þess breska. Fyrsta myntráðið var sett á laggirnar á bresku nýlendueyjunni Míritíus árið 1849 og síðan hefur svo verið gert í fleiri ríkjum breska heimsveldisins, í Afríku, Asíu og á eyjum í Karíbahafinu og Kyrrahafinu. Nú á tímum er myntráðið í Hong Kong eflaust þekktasta dæmið um slíkt fyrirkomulag en Hong Kong dalurinn hefur verið festur við Bandaríkjadal frá árinu 1983. Argentína tók upp myntráð árið 1991 þegar argentínski pesinn var festur við Bandaríkjadal en því lauk í janúar árið 2002. Í Eystrasaltsríkjunum hafa einnig verið starfrækt myntráð. Í Eistlandi var gjaldmiðillinn festur við þýskt mark árið 1992 og síðar evru og Litháen fylgdi í kjölfarið og tók upp myntráð árið 1994 með Bandaríkjadal sem akkeri. Árið 2002 var akkerisgjaldmiðlinum hins vegar breytt í evru.

2.2.2 *Einhliða fastgengi*

Einhliða fastgengi felur það í sér að seðlabanki ákveður að festa gengi gjaldmiðils viðkomandi lands einhliða við annan gjaldmiðil. Bankinn ákvarðar þá gengið og ver síðan tenginguna með gjaldeyriskaupum og -sölu. Við vissar aðstæður er hægt að ná fram auknum trúverðugleika og minni viðskiptakostnaði með einhliða fastgengi en ef fjármagnsflutningar eru frjálsir. Þá er alla jafna nær útilokað að halda þessu fyrirkomulagi til streitu. Fyrr eða síðar kemur að því að trúin á innlenda gjaldmiðilinn brestur.

Bent hefur verið á að heppilegt gæti verið fyrir Ísland að festa gengi krónunnar einhliða við evru. Þetta gengisfyrirkomulag hefur marga þá sömu vankanta og sú sveigjanlega fastgengisstefna sem rekin var hér á landi áður en gengið var sett á flot árið 2001. Þau vandamál gætu þó orðið mun erfiðari en áður þar sem evran endurspeglar ekki utanríkisviðskipti landsins með sama hætti og karfa með gjaldmiðlum allra helstu viðskiptalanda gerir.¹⁵ Hagkvæmara er fyrir ríki sem á viðskipti við mörg lönd að festa gjaldmiðil sinn við myntkörfu en við einn tiltekinn gjaldmiðil.

¹⁴ Ibid.

¹⁵ Arnór Sighvatson, Már Guðmundsson og Þórarinn G. Pétursson (2001).

Dollaravæðing

Svonefnd dollaravæðing er eitt dæmi um einhliða ákvörðun í gengismálum en nafnið er dregið af því að í byrjun tuttugustu aldarinnar skiptu nokkur lönd Mið-Ameríku alfarið á gjaldmiðli sínum og dollurum. Þetta var gert í kjölfar mikils efnahagslegs óstöðugleika sem ríið hafði gjaldmiðlana trausti. Yfirleitt er dollaravæðing afleiðing uppgjafar stjórnvalda í eigin peningamálum. Þau draga úr útgáfu innlends gjaldmiðils – eða hætta henni jafnvel alveg – og taka þess í stað upp traustan erlendan gjaldmiðil, til dæmis Bandaríkjadal eða evru.

Dollaravæðing getur einnig átt sér stað án íhlotunar stjórnvalda. Þá nær erlendur gjaldmiðill fótfestu í viðskiptum innanlands vegna þess að trúverðugleiki innlenda gjaldmiðilsins minnkar. Í meginatriðum er hægt að skipta dollaravæddum ríkjum í þrennt: óopinberlega dollaravædd ríki, hálfopinberlega dollaravædd ríki og opinberlega dollaravædd ríki.¹⁶

Í óopinberlega dollaravæddum ríkjum er meginhluti eigna almennings í erlendum gjaldmiðli, svo sem erlendum skuldabréfum, seðlum eða innstæðum í innlendum og erlendum bönkum, þrátt fyrir að fyrir hendi sé innlendir lögeyrir. Þessi útfærsla dollaravæðingar er afleiðing þess að innlendi gjaldmiðillinn hefur reynst óstöðugur og verðbólga mikil. Almenningsur freistar þess því að tryggja verðgildi eigna sinna með því að koma þeim yfir í annan gjaldmiðil. Þessi óopinbera dollaravæðing getur þó hrundið af stað atburðarás sem grefur enn frekar undan innlenda gjaldmiðlinum þar sem mikil og skyndileg eftirspurn eftir erlendum gjaldmiðlum getur veikt gengi innlenda gjaldmiðilsins til muna og jafnvel orsakað hratt vaxandi verðbólgu. Við þær aðstæður getur stjórn peningamála orðið máttlítil því að vextir á erlenda gjaldmiðlinum geta hugsanlega skipt meira máli en vextir á þeim innlenda.

Með hálfopinberri dollaravæðingu er átt við að tvöfalt gjaldmiðlakerfi sé við lýði. Innlendi gjaldmiðillinn er þá aðallega notaður í almenn neysluútgjöld, greiðslu launa og skatta, en sá erlendi, sem einnig er gildur sem lögeyrir, er einnig mikið notaður, einkum sem sparnaður. Þau ríki sem fylgja þessari stefnu hafa sinn eigin seðlabanka og geta upp að vissu marki notað peningamálaaðgerðir til þess að hafa áhrif á þróun innlends efnahagslífs.

Fullkomlega opinber dollaravæðing á sér stað þegar erlendur gjaldmiðill er notaður sem lögeyrir og almenningsur, jafnt sem opinberir aðilar, nota hann í viðskiptum. Fremur sjaldgæft er að ríki dollaravæðist opinberlega en þó hafa nokkur fyrrverandi nýlenduríki valið þá leið. Þeirra stærst og þekktast er án efa Panama sem hefur verið dollaravætt frá árinu 1907.¹⁷

¹⁶ Shuler (2005).

¹⁷ Edwards og Igal (2003).

Dollaravæðing og myntráð eru nátengd fyrirbæri en fyrrnefnda fyrirkomulagið hefur þann kost umfram það síðara að trúverðugleiki þess er meiri. Þegar ríki dollaravæðist er ákvörðunin nánast óafturkræf. Við opinbera dollaravæðingu er sjálfstæð peningamálastefna gefin upp á bátinn en þess í stað er tekin upp sú stefna í peningamálum sem ríkið sem gefur út gjaldmiðilinn sem tekinn er upp fylgir. Vaxtakjör verða áþekkt þeim sem ríkja í útgáfuríki erlenda gjaldmiðilsins. Þar sem trúverðugleiki þess gjaldmiðils fylgir með í kaupunum getur dollaravæðing leitt til aukins stöðugleika í innlendu efnahagslífi. Að auki getur alþjóðavæðing aukist vegna þess að viðskiptakostnaður lækkar þegar hætt er að nota innlendan gjaldmiðil.

Óstöðugt efnahagsástand og dvínandi trú á innlendan gjaldmiðil eru helstu ástæður þess að lönd ákveða að dollaravæðast. Opinber dollaravæðing getur einnig átt sér stað ef óopinber dollaravæðing hefur þegar farið fram í viðkomandi landi en þá eru stjórnvöld í raun eingöngu að viðurkenna orðinn hlut. Forsenda þess að lönd dollaravæðist er sú að almenningur í landinu sé tilbúinn til þess að kasta innlendu myntinni fyrir róða. Treglega getur gengið að ná samstöðu um slíkt í þeim löndum þar sem rík og löng hefð er fyrir innlendum gjaldmiðli og til dæmis er nær óhugsandi að ímynda sér að þetta fyrirkomulag gæti verið tekið upp á Íslandi. Framsal stjórnar peningamála í hendur annarra ríkja myndi trúlega, að flestra mati, fela í sér óásættanlega skerðingu á sjálfstæði þjóðarinnar. Því til viðbótar má benda á að algjörlega er óþekkt að snúa baki við jafntraustum gjaldmiðli og íslenska krónan er um þessar mundir.

2.3 Tvíhliða tenging

Tvíhliða tenging felur í sér að gengi tveggja gjaldmiðla er njörvað niður og peningamálayfirvöld í þessum tveimur löndum taka síðan saman höndum um að verja gengið. Tæknilega væri mögulegt að tengja íslensku krónuna tvíhliða við evru í stað þess að taka beinlínis upp evru en slík tenging er þó að öllum líkindum ekki í boði fyrir ríki sem standa utan Evrópusambandsins. Ávinningur þessarar úrfærslu í gengismálum er aukinn trúverðugleiki og lægri viðskiptakostnaður en áður.

Danir hafa um árábil fylgt fastgengisstefnu. Danir eru aðilar að Evrópusambandinu en hafa kosið að standa utan við myntbandalag þess. Í dag er fastgengisstefnan í formi tvíhliða tengingar á milli dönsku krónunnar og evru. Þetta gjaldmiðlasamstarf er kallað ERM II og byggist á eftirfarandi þáttum:

- Miðgildi dönsku krónunnar gagnvart evru er ákveðið. Miðgildið er nú 746,038 danskar krónur fyrir hverjar 100 evrur.
- Almenn þölmörk frá miðgildi eru $\pm 2,5\%$, leyfileg sveifla dönsku krónunnar í kringum miðgildið er því á bilinu 729,252–762,824 danskar krónur fyrir hverjar 100 evrur.
- Peningamálayfirvöld í Danmörku og Seðlabanki Evrópu ákveða sameiginlega hvert miðgildið skuli vera.

- Gjaldmiðlasamstarfið má hvorki ógna verðstöðugleika evrusvæðisins né peningastefnu Danmerkur.
- Leyfð eru ótakmörkuð inngrip til þess að verja ytri mörk frávik frá miðgildi. Seðlabanki Evrópu má hætta einhliða inngripum til stuðnings samstarfsgjaldmiðlinum ef þær aðgerðir stefna á einhvern hátt markmiðum um verðstöðugleika á evrusvæðinu í hættu.

Þegar peningamálayfirvöld í „móðurlandinu“ gefa vilyrði fyrir því að þau muni hjálpa til við að halda gengi minni gjaldmiðilsins stöðugu skapast hætta á svokölluðum freistnivanda (e. *moral hazard*). Vandinn er fólgin í því að minna ríkið getur slegið slöku við í hagstjórn innanlands vegna þess að það veit að hið stærra mun taka þátt í að verja gengið. Sú hefur hins vegar ekki verið raunin í Danmörku og sveiflan í gengi dönsku krónunnar verið talsvert innan vikmarkanna síðustu ár. Auk Danmerkur eru Eistland, Kýpur, Lettland, Litháen, Malta og Slóvenía hluti af myntsamstarfinu ERM II. Eitt af skilyrðunum fyrir fullgildri aðild að myntbandalagi Evrópu er að ríkin í ERM II hafi haldið gengi gjaldmiðla sinna innan vikmarka í að minnsta kosti tvö ár.

2.4 Myntbandalag

Tærasta birtingarform myntsamstarfs er þegar ríki ganga í bandalag um að nota sameiginlegan gjaldmiðil, líkt og Evrópuríkin hafa gert. Gjaldmiðillinn er þá notaður í öllum aðildarríkjum myntbandalagsins en ríkin afsala sér stjórn peningamála til sameiginlegs seðlabanka sem miðar peningamálastjórn sína við fyrir fram skilgreint meðaltal efnahagsástands – t.d. meðaltal verðbólgu – á hinu sameiginlega myntsvæði.

Myntbandalög eru ekki ný af nálinni. Árið 1865 ákváðu Frakkar, Belgar, Ítalir og Svisslendingar að nota staðlaða silfur- og gullmynt og tryggja þannig flæði fjármagns á milli landanna. Samstarfið sem kallað var latneska myntbandalagið leið undir lok við upphaf fyrri heimstyrjaldar. Sama hugsun lá að baki hins skandinavíska myntbandalags er áður var vikið að og Svíþjóð, Danmörk og Noregur stofnuðu til árið 1873.

Nokkur dæmi um sameiginleg myntsvæði þekkjast í dag og er myntbandalag Evrópu þeirra stærst og mikilvægast. Það var stofnað árið 1999 þegar tólf ríki Evrópusambandsins gengu í myntbandalag og þremur árum síðar tóku þau upp sameiginlegan gjaldmiðil sem hlaut nafngiftina „evra“. Strax við upptöku evrunnar varð hún næstmikilvægasti gjaldmiðill heims, einungis Bandaríkjadalur var mikilvægari. Líkur eru á því að evrusvæðið eigi eftir að stækka enn frekar þegar fleiri ríki ganga í Evrópusambandið. Í Mið- og Vestur-Afríku hafa 13 ríki, öll fyrrum franskar nýlendum, fest gengi gjaldmiðils síns við evruna.¹⁸ Þá hafa sex ríki í Vestur-Afríku ákveðið að stofna til sameiginlegs gjaldmiðils og sex olíuframleiðsluríki hafa lýst því yfir að þau stefni að sameiginlegum gjaldmiðli fyrir 2010. Einnig hefur verið umræða um

¹⁸

Mundell (2000).

sameiginlegan gjaldmiðil í Ástralíu og Nýja-Sjálandi.

Því er oft haldið fram að sjálfstæður gjaldmiðill sé mikilvægt tákni um að viðkomandi þjóð sé frjálst og fullvalda og því geta þjóðernissjónarmið valdið því að almenningur er oft tregur til þess að ganga í myntbandalag og fórna þar með gjaldmiðli þjóðar sinnar. Meðal annars af þessum sökum er nauðsynlegt að greina ítarlega bæði kostnað og ábata ríkis af inngöngu í slíkt bandalag.

Helsti ókostur þess að ganga í myntbandalag felst í því að viðkomandi þjóð afsalar sér stjórn á eigin peningamálum. Það þýðir að þjóð sem gengur inn í myntbandalag mun ekki geta breytt verði eigin gjaldmiðils, ákvarðað vexti eða peningamagn í umferð. Þær aðstæður geta þó hæglega skapast í innlendu efnahagslífi að æskilegt væri að geta haft áhrif á gengi gjaldmiðils. Slíkt á einkum við þegar eftirspurn, hagvöxtur og vinnumarkaður er mismunandi eftir ríkjum innan bandalagsins og þau fylgja mismunandi fjármálastefnu.

Vel þekkt eru skilyrði sem Nóbelsverðlaunahafinn Robert Mundell setti fram fyrir því að hagkvæmt geti talist fyrir lönd að taka upp sameiginlegan gjaldmiðil en þau eru: í fyrsta lagi að nafnlaun séu sveigjanleg, í öðru lagi að hnykkir í efnahagslífinu séu samhverfir í löndunum og í þriðja lagi að vinnuafli sé hreyfanlegt milli landa bandalagsins.¹⁹ Til að útskýra þessi þrjú atriði nánar kann að vera gagnlegt að taka dæmi af tveimur löndum, Þýskalandi og Spáni, sem eru saman í myntbandalagi. Gefum okkur nú að heildareftirspurn þróist með ólíkum hætti í löndunum tveimur, þ.e.a.s. að ósamhverfir hnykkir verði sem valdi því að eftirspurn aukist eftir vörum sem framleiddar eru í Þýskalandi en dragist saman eftir vörum sem framleiddar eru á Spáni. Afleiðing þessa verður aukinn viðskiptahalli á Spáni og meira atvinnuleysi en afgangur verður á viðskiptum við útlönd í Þýskalandi og þar batnar atvinnuástand. Ef nafnlaun væru sveigjanleg og vinnuafli gæti flust hindrunarlaust á milli landanna væri hægur vandi að koma á jafnvægi að nýju þótt löndin væru saman í myntbandalagi. Ef nafnlaun eru ósveigjanleg og flæði vinnuafli ekki frjálst skapast vandamál. Við slíkar aðstæður myndi ójafnvægið leiða til verðbólgu í Þýskalandi og atvinnuleysis á Spáni. Ríki með sjálfstæðan gjaldmiðil gætu brugðist við þessu ástandi með því að laga gengi hans að hinum breyttu aðstæðum en sá kostur er úr sögunni þegar ríkin eru saman í myntbandalagi. Þá gætu Spánverjar þurft að sætta sig við viðskiptahalla og atvinnuleysi og Þjóðverjar verðbólgu. Fjallað er nánar um þetta dæmi í ramma 2.1.

¹⁹

Mundell (1961).

Rammi 2.1 Skilyrði Mundells.

Kanadíski hagfræðingurinn Robert Mundell setti í upphafi sjöunda áratugarins fram kenningu²⁰ sem hægt var að nota til að útskýra við hvaða kringumstæður þjóðríki gæti notið þeirrar óumdeildu hagkvæmni – minni viðskiptakostnaðar og gengisáhættu – sem því fylgir að tilheyra stærra myntsvæði. Hann hélt því fram að fullnægja þyrfti einu af þremur skilyrðum, annars væri fórnin af sameiningu myntsvæða of mikil til þess að slíkt gæti talist skynsamlegt.

Fyrsta skilyrðið er það að hagsveiflan sé samhverf á milli landa innan myntsvæðis og því sé ekki þörf á sjálfstæðri peningamálastefnu.

Annað skilyrði er að laun séu sveigjanleg. Þá lækka laun í því landi þar sem eftirspurn minnkar en hækka annars staðar. Sveigjanlegur vinnumarkaður verður þá til þess að atvinnustig helst stöðugt þrátt fyrir ósamhverfa hagsveiflu og vanmáttuga peningamálastefnu.

Síðasta skilyrðið er að vinnuafli sé hreyfanlegt. Aukið atvinnuleysi veldur þá brottflutningi fólks og atvinnuástand fer aftur í fyrra horf. Þetta skilyrði er uppfyllt í Bandaríkjunum – vinnuafli flyst greiðlega á milli fylkja – sem segir okkur að Bandaríkin eigi að hafa einn gjaldmiðil.

Einungis eitt af skilyrðunum þremur þarf uppfylla til þess að sameiginlegur gjaldmiðill sé eftirsóknarverður.

Ekki þarf endilega breytingar á ytri aðstæðum – svo sem erlendri eftirspurn – til að hagþróun verði með ólíkum hætti í löndum sem eru saman í myntbandalagi. Kerfisgerð hagkerfa getur verið mismunandi, t.d. getur skipulag á vinnumarkaði verið afar ólíkt eftir hagkerfum. Það getur valdið því að laun og verðlag hækkar hraðar í sumum löndunum sama bandalags þótt sveiflur eftirspurnar séu álíka í þeim öllum.

Mishraður hagvöxtur getur einnig dregið dilk á eftir sér. Tökum sem dæmi ríki A þar sem landsframleiðsla vex um 5% á ári og ríki B þar sem hagvöxtur er um 3% á ári. Ef gert er ráð fyrir því að innflutningsteygni eftirspurnar sé einn í báðum löndunum eykst innflutningur A um 5% og B um 3% á hverju ári. Þetta skapar halla í viðskiptum við útlönd hjá ríki A – ef innflutningur vex hraðar en útlutningur – og öfugt hjá landi B. Við slíkar aðstæður getur verið heppilegt fyrir ríki A að lækka gengið til þess að gera eigin vörur samkeppnishæfari. Innan myntbandalags er það aftur á móti ekki hægt og því gæti ríki A þurft að beita aðgerðum sem miðuðu að því að lækka verðlag í landinu en sú hagstjórn gæti heft hagvöxt.

²⁰

Ibid.

Hér hefur sú staðreynd verið dregin fram að ef framleiðsla, hagvöxtur og vinnumarkaður er mismunandi í löndum og þau aðhyllast ólíka fjármálastefnu getur verið dýrkeypt fyrir þau að sameinast í myntbandalagi. Þessi niðurstaða er einkum byggð á áður nefndri kenningu Roberts Mundells um hagkvæmt myntsvæði. Sú kenning hefur hins vegar verið gagnrýnd fyrir að vera barn síns tíma og byggð á of mikilli svartsýni. Áhrifin af ólíkri uppbyggingu aðildarríkja þurfi ekki að vera jafnafrifarík og niðurstöður Mundells gefa til kynna.

Margir hagfræðingar halda því fram að aðild að myntbandalagi muni leiða til þess að sveiflur í hagkerfum samræmist og hafi því áþekk áhrif í öllum aðildarríkjunum hverju sinni, sjá t.d. Buitter (2000). Aðrir, svo sem Krugman (1991), telja hins vegar að tilkoma myntbandalags auki sérhæfingu einstakra ríkja og það leiði til þess að sveiflur í eftirspurn komi í æ ríkari mæli ólíkt niður á löndunum. Krugman bendir á Bandaríkin máli sínu til stuðnings en þar sérhæfa ákveðin fylki sig í framleiðslu ákveðinna vara eða þjónustu og hann gerir því skóna að sama þróun verði innan myntbandalags; þar sérhæfi hver þjóð sig á ákveðnu sviði. Þegar lönd ganga í myntbandalag minnkar þýðing landamæra ríkja innan þess. Í framhaldinu er trúlegt að ákveðin svæðisbundin sérhæfing eigi sér stað, t.d. í iðnaðarframleiðslu, og að þessi þróun verði án tillits til landamæra. Við þessar aðstæður má ætla að gengisadlögun skipti sífellt minna máli og að sveiflur í hagkerfum ríkjanna verði svipaðar. Rannsóknir virðast einnig styðja þá niðurstöðu.²¹

Ólík fjármálastefna og mismunandi stofnanaumhverfi á markaði getur hins vegar skapað vanda þegar lönd koma saman í myntbandalagi og telja margir að ekki sé hægt að ná fram ásætlanlegum ávinningi nema aðildarríki nái enn frekari samþættingu á sviði stjórnmála. Minni ástæða sé hins vegar til að hafa áhyggjur af mismunandi hagvexti ríkja. Framleiðni framleiðsluþátta er meiri í hagkerfi sem vex hraðar og því mun fjármagn flæða frá því ríki sem vex hægar til þess ríkis sem vex hraðar og fjármagna þannig viðskiptahallann. Af þessu að dæma er ólíklegt að slíkur munur hindri vöxt.

Svo framarlega sem kostnaður við sameiginlegan gjaldmiðil er að miklu leyti þjóðhagfræðilegur er ábatinn einkum rekstrarhagfræðilegur. Hér er aukin skilvirkni í viðskiptum lykilatriði. Þar skal fyrst telja þann beina ábata sem minnkandi viðskiptakostnaður, þ.e. kostnaður við að skipta úr einum gjaldmiðli í annan, hefur í för með sér. Því til viðbótar má nefna þann hag sem neytendur hafa af því að hægt er að koma í veg fyrir verðaðgreiningu á milli svæða. Í ofanálæg mun óvissa um gengi hverfa með tilkomu myntbandalags. Óvissa um þróun gengis veldur því að ekki er hægt að gera sér að fullu ljóst hverjar tekjur fyrirtækja – og þar með einstaklinga – verða en öll óvissa í efnahagsmálum er almennt talin minnka velferð. Ákvarðanir um neyslu, fjárfestingu og framleiðslu byggjast á upplýsingum um verð á mismunandi vörum og þjónustu og aukin óvissa um þessi atriði gerir ákvarðanatöku erfiðari en ella.

²¹

Frankel og Rose (1996).

Þótt trúlegt sé að töluverður ábati geti orðið af því að ganga í myntbandalag er illmögulegt að meta hann til fjár. Gera má ráð fyrir því að meiri fjárhagslegur agi ríki eftir inngöngu í bandalagið en fyrir hana í landi þar sem mikil verðbólga – jafnvel óðaverðbólga – hefur verið til staðar. Við slíkar aðstæður má gera ráð fyrir þjóðhagslegum og rekstrarhagfræðilegum ábata af inngöngu því að búast má við að ákvarðanir um framleiðslu og fjárfestingar verði betur ígrundaðar en áður.

Óvissa um gengi er einn þeirra þátta sem litið er til þegar áhættan við fjárfestingar er metin og þess vegna veldur aukin gengisóvissa hærri ávöxtunarkröfu en áður og þar með hækkun vaxta. Há ávöxtunarkrafa verður jafnframt til þess að fjárfestar ráðast hugsanlega út í of áhættusamar fjárfestingar og að lánveitendur eiga í erfiðleikum með að greina á milli góðra og lélegra fjárfestingarkosta.

Að öllu samanlögðu má teljast líklegt að með stofnun myntbandalags muni viðskipti milli landa aukast til muna, bæði vöruviðskipti og fjármagnsviðskipti, en nánar er fjallað um það í fjórða og fimmta kafla. Í rannsókn Rose (2001) kemur meðal annars fram að viðskipti milli ríkja sem eru í myntbandalagi þrefaldast og þessi auknu viðskipti hafa jákvæð áhrif á hagvöxt.

Ýmsar rannsóknir hafa verið gerðar sem benda til þess að íslenska hagkerfið og hagkerfi evrusvæðisins sveiflist ekki í takt.²² Hefur þessi staðreynd verið nefnd sem ein af ástæðum þess að innganga Íslands í myntbandalag evrusvæðisins væri ekki hagkvæm. Hins vegar hefur verið bent á að áhrif sjávarútvegs fari þverrandi. Þetta stafar bæði af því að dregið hefur úr sveiflum innan sjávarútvegsins, m.a. vegna betri fiskveiðistjórnar, og eins hins að greinin er ekki jafnfyrirferðarmikil í íslensku hagkerfi og áður.²³ Í áðurnefndri rannsókn Rose eru einnig leiddar líkur að því að hagsveiflur ríkja sem ganga í myntbandalag verði samhverfari en áður þegar frá inngöngu líður.

Helsti galli þess að afsala sér stjórn peningamála er sá að ekki er lengur hægt að bregðast við skellum á innlent efnahagslíf með stjórn peningamála. Einnig leiðir sameiginlegur gjaldmiðill til þess að upplýsingar um greiðslujöfnuð aðildarríkjanna verða mun óáreiðanlegri en áður.²⁴ Ef ríki verður fyrir tímabundnum framboðs- eða eftirspurnarskellum eru kostir sjálfstæðrar peningastefnu ótvíræðir. Ef um varanlegar breytingar er hins vegar að ræða í hagkerfinu orka kostirnir tvímælis.²⁵ Sjálfstæð peningamálastefna getur stuðlað að skjótari aðlögun að langtímajafnvægi, en óskynsamleg peningamálastjórn, sem m.a. getur falist í því að freista þess að halda vonlitlum atvinnurekstri á floti, getur komið í veg fyrir nauðsynlega aðlögun.

²² Már Guðmundsson (2000).

²³ Ásgeir Jónsson (2000b).

²⁴ EMU (1997).

²⁵ Ibid.

2.5 Fljótandi gengi

Samkvæmt kenningunni um hina ómögulegu þrenningu leiða frjálsar fjármagnshreyfingar til þess að ríki verða að velja á milli tveggja póla hvað varðar gengisstefnu, fasts gengis eða fljótandi. Þegar gengi innlands gjaldmiðils er látið fljóta gagnvart öðrum gjaldmiðlum ræðst gengið á gjaldeyrismörkuðum. Við alfrjálst flot hlutast innlend stjórnvöld ekkert til um þróunina á gjaldeyrismarkaði. Eðlilega sveiflast gengi innlands gjaldmiðils meira við þetta fyrirkomulag en þegar genginu er haldið föstu. Segja má að í þessu felist að gjaldmiðillinn sé alltaf „rétt“ verðlagður í þeim skilningi að framboð sé jafnt eftirspurn.

Þegar gengi er látið fljóta er hægt að nota peningamálaaðgerðir til þess að bregðast við hagsveiflum og óvæntum skellum en það er einmitt þessi sveigjanleiki sem er helsti kostur þess að hafa sjálfstæðan, fljótandi gjaldmiðil. Flotgengi gerir peningamálayfirvöldum kleift að sníða stefnu sína, þar á meðal vaxtaákvæðanir, að þróun innlands efnahagslífs. Sá galli er þó á gjöf Njarðar að fljótandi gengi getur aukið á gengissveiflur með meðfylgjandi óvissu eins og Íslendingar þekkja mætavel og fjallað verður ítarlega um í köflunum hér á eftir.

2.5.1 Hagkvæmasta gengisstefna í litlu opnu hagkerfi

Ekki er einhlítt hvaða gengisstefna hentar litlum opnum hagkerfum best heldur ræðst það af aðstæðum hjá hverju og einu ríki. Sumum ríkjum hentar að ganga í myntbandalag, öðrum að láta gengi sitt fljóta og allt þar á milli. Reynsla undanfarinna ára hefur verið sú að æ fleiri lönd hafa valið að ganga algjörlega í aðra hvora áttina og annaðhvort tekið upp staðfasta gengisfestu eða leyft genginu að fljóta. Með staðfastri gengisfestu er m.a. átt við myntráð, sameiginlegan gjaldmiðil ríkja eða jafnvel upptöku gjaldmiðils annars ríkis.

Ýmsar rannsóknir hafa verið gerðar til þess að glöggva sig á því hvaða gengisstefna sé hagkvæmust fyrir lítil opin hagkerfi. Þau eru iðulega talin búa við meiri sveiflur en þau sem stærri eru og vera þess vegna viðkvæmari fyrir ýmsum skellum. Ástæðan er einkum sú að í litlum hagkerfum eru oftast fáir en stórir grunnatvinnuvegir og geta breytingar sem verða í þessum atvinnuvegum haft umtalsverð áhrif á allt hagkerfið.

Norski seðlabankinn hefur látið gera rannsókn sem byggist á þarlandum gögnum á því hvaða gengisstefna sé hagkvæmust fyrir lítil opin hagkerfi.²⁶ Í ljósi þeirrar sérstöðu sem olíuauðurinn skapar Noregi var ákveðið að undanskilja olíugeirann í rannsókninni. Með því móti var talið að gögnin líktu fremur eftir dæmigerðu litlu opnu hagkerfi. Líkanið sem notað var í rannsókninni skipti landsframleiðslu í framleiðslu fyrir heimamarkað og útflutningsmarkað. Þessi tvískipting á framleiðslu var gerð í þeim tilgangi að auðvelda greiningu á miðlunarferli peningamálastefnunnar. Gerður var samanburður á eftirfarandi

²⁶ Leitemo og Röisland (2000).

útfærslum á gengisstefnu: staðfastri fastgengisstefnu,²⁷ sveigjanlegri fastgengisstefnu, staðföstu verðbólgu markmiði og sveigjanlegu verðbólgu markmiði. Munurinn á staðföstu og sveigjanlegu verðbólgu markmiði er sá að í fyrra tilvikinu er stefnt að því að árleg verðbólga skuli vera einhver ein ákveðin prósentutala en með sveigjanlegu verðbólgu markmiði er átt við að markmiðið sé að halda verðbólgu á ákveðnu bili.²⁸ Samkvæmt niðurstöðunum er sveigjanlegt verðbólgu markmið heppilegasta gengisstefnan en sveiflur á raunstærðum reyndust minnstar við þetta tiltekna gengisfyrirkomulag. Önnur nýleg rannsókn styður þessar niðurstöður²⁹ og í þeirri rannsókn var einnig sýnt fram á að verðbólgu markmiði fylgdi meiri velferð fyrir lítið opið hagkerfi en fastgengisstefnu.

Á undanförunum árum hefur verðbólgu markmið notið aukinna vinsælda og hefur nú tuttugu og eitt ríki tekið upp slíka stefnu. Áður en verðbólgu markmið var tekið upp á Íslandi hafði gengi krónunnar verið haldið föstu gagnvart körfu af öðrum myntum. Sú fastgengisstefna, svokölluð sveigjanleg fastgengisstefna, sem rekin var hér á landi á tíunda áratugnum hentaði nokkuð vel í ljósi þeirra aðstæðna sem ríktu í landinu í byrjun þess áratugar. Á mynd 2.3 má sjá hver þróun gengisvísitölu íslensku krónunnar var frá stofnun millibankamarkaðar árið 1993 til 31. desember 2005.

Í raun var ekki hægt að taka formlega upp verðbólgu markmið á Íslandi fyrir en gjaldeyrismarkaður, fjármálamarkaður og sterk sjálfstæð yfirstjórn peningamála var til staðar. Frá 2001 hefur gengi íslensku krónunnar ráðist á gjaldeyrismarkaði. Gengi krónunnar sveiflaðist mikið fyrsta árið eftir að verðbólgu markmið var tekið upp og náði fall hennar hámarki í lok nóvember 2001 þegar vísitala gengisskráningar fór yfir 151, sjá mynd 2.3. Gengi krónunnar fór þó fljótlega aftur að styrkjast og hefur sú þróun haldist nær óslitið áfram síðan. Í nóvember 2005 stóð gengisvísitalan í tæplega 103 stigum að meðaltali og hafði krónan ekki áður verið svo sterk.

Enn einn kostur núverandi fyrirkomulags er sá að aðlögun raungengis á sér stað mun hraðar en þegar ríki er hluti af myntbandalagi: nafngengi breytist hraðar en verðlag innan lands og utan. Í myntbandalagi þjóða er hættu á ferðum þegar uppsveifla, knúin áfram af mikilli eftirspurn eftir innlendri framleiðslu, veldur hækkingu raungengis vegna þess að þegar hún hefur runnið sitt skeið á enda er raungengi „of hátt“ í þeim skilningi að samkeppnisstaða útflutningsatvinnuvega er verri en í byrjun uppsveiflunnar, viðskiptajöfnuður óhagstæðari og atvinnuleysi meira. Við núverandi fyrirkomulag peningamála hér á landi getur hins vegar Seðlabankinn brugðist við með þeim hætti að lækka vexti og þar með gengi krónunnar og raungengi lækkar þá snögg og leitar nýs jafnvægis. Það er meginkosturinn við fljótt gengi með verðbólgu markmið að minni líkur eru á því en ef evran væri tekin upp að varanleg stöðnun verði hér á landi vegna of

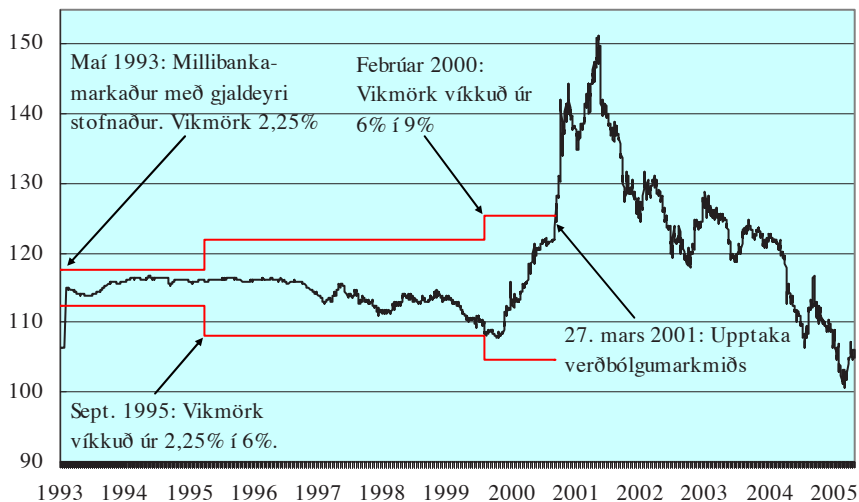
²⁷ Undir þetta falla m.a. innganga í myntbandalagi, upptaka annars gjaldmiðils og þær stefnur sem festa gengi innlenda gjaldmiðilsins algerlega við annan gjaldmiðil.

²⁸ Flest ríki sem styðjast við verðbólgu markmið í dag eru með sveigjanlegt markmið.

²⁹ Gali og félagar (2004).

hás raungengis og reyndar einnig vegna of hárra vaxta sem réttlættir eru af ástandi efnahagsmála í fjarlægum ríkjum. Nánar er fjallað um þetta í sjöunda kafla skýrslunnar.

Mynd 2.3 Gengisvísitala íslensku krónunnar 1993–2005.



Heimild: Seðlabanki Íslands

2.6 Niðurstöður

Ríki hafa um nokkrar leiðir að velja þegar kemur að vali á peningamálastefnu og gengisfyrirkomulagi. Þær leiðir sem hér er fjallað um eru:

Myntráð

Sá ávinningur sem mögulega fylgdi myntráði væru lægri vextir innanlands. Trúverðugleiki, sem oft er nefndur sem annar kosturinn við myntráð, myndi að öllum líkindum ekki aukast frá því sem nú er hér á landi en trúverðugleiki Seðlabanka Íslands virðist vera með ágætum nú um stundir. Myntráð starfar sem hlutlaus aðili í hagkerfinu og gegnir því ekki sveifluþjafnandi hlutverki. Því væri ekki lengur hægt að hafa áhrif á gang efnahagslífsins með peningamálaáðgerðum. Þá myndi hættan á fjármálakreppum sennilega aukast. Upptaka myntráðs á Íslandi er ekki heppilegur kostur í gengismálum.

Einhliða fastgengi

Einhliða fastgengisstefna hefur alla sömu vankanta og sú sveigjanlega stefna sem fylgt var hér á landi á tíunda áratug síðustu aldar. Það að festa gengi innlands gjaldmiðils einhliða við einn ákveðinn gjaldmiðil, t.d. evru, endurspeglar ekki þátt þess gjaldmiðils í

utanríkisviðskiptum landsins. Það reyndist erfiðleikum háð að halda úti sveigjanlegri fastgengisstefnu hér á landi vegna frjálsra fjármagnsflutninga. Hið sama myndi gilda um einhliða fastgengisstefnu. Upptaka slíkrar stefnu er því ekki það skref sem stíga ætti til framtíðar í gengismálum hér á landi.

Dollaravæðing

Ef skoða ætti þennan möguleika hér á landi yrði upptaka evru sem lögeyrir í landinu líklegast efst á blaði. Kostir slíkrar stefnu eru einkum minni gengissveiflur og vaxtamunur en nú. Notkun evru sem lögeyrir í landinu væri þó stærra stökk en einhliða eða tvíhliða tenging. Ef stökkið væri tekið yrði mjög erfitt að hverfa aftur til krónunnar. Líta má því á að upptaka annars lögeyrir á landinu sé í vissum skilningi óafturkræf ákvörðun. Þar sem ávinningur og kostnaður þess að fara út í slíka framkvæmd er óljós sem stendur er þetta ekki vænlegur kostur fyrir Íslendinga.

Tvíhliða fastgengi

Afar ólíklegt er að tvíhliða fastgengisstefna í tengslum við annað ríki standi Íslandi til boða. Helst væri þó hófanna að leita hjá Evrópusambandinu. Þau ríki sem nú eru með tvíhliða samning við það eru annaðhvort þegar aðilar að Evrópusambandinu eða þau bíða eftir fullgildri aðild. Þessi kostur er því óraunhæfur fyrir Íslendinga miðað við núverandi stefnu stjórnvalda gagnvart aðild að Evrópusambandinu.

Myntbandalag

Myntbandalag Evrópu reynir að sameina þá kosti sem fylgja föstu og fljótandi gengi. Gengi aðildarríkjana er fest innbyrðis en gengi evrunnar er látið fljóta gagnvart öðrum gjaldmiðlum. Kostir þess að ganga í myntbandalag eru einkum minni gengisóvissa en áður, minni viðskiptakostnaður og lægra vaxtastig. Þessir þættir hafa allir mikil áhrif á viðskiptamynstur ríkja og má því leiða líkur að því að við inngöngu í myntbandalag myndi landslag viðskipta á Íslandi breytast talsvert.

Helsti ókostur þessa kerfis er sá að peningamálastefnan miðast við meðalverðbólgu á öllu svæðinu. Þá er mögulegt og reyndar líklegt að verðbólga sé mikil í einu landi en kreppa ríki í öðru. Jafnframt er ljóst að mikil uppsveifla, sem veldur hækkun innlends verðlags og launa, kann að valda kreppu þegar hún hefur runnið sitt skeið vegna þess að afleiðing hennar er „of hátt“ raungengi og veik samkeppnisstaða útflutningsatvinnuvega. Tímabundin uppsveifla kann þannig að valda langvarandi kreppuástandi sem varir svo lengi sem innlent verðlag og launakostnaður er hærra en erlent verðlag og launakostnaður. Slík aðlögun getur tekið langan tíma vegna þess að hvorki laun né verðlag geta lækkað snögglega. Við fljótandi gengi leiðréttist þetta hins vegar samstundis með breytingum á nafngengi. Þó ber að hafa í huga að aðild að myntbandalagi Evrópu fylgir aðild að Evrópusambandinu sem gæti haft margvíslega aðra kosti og galla í för með sér sem ekki er fjallað um hérna.

Fljótandi gengi – núverandi fyrirkomulag

Kostir núverandi fyrirkomulags eru margir. Þeir þjóðhagslegu hnykkir og skellir sem ríða yfir hagkerfi okkar eru yfirleitt annars konar en sambærilegar sveiflur á evrusvæðinu og verða ekki á sama tíma og þær. Viðskiptakjör geta breyst mikið frá einu ári til annars, afli getur breyst og heimsmarkaðsverð á áli og fiski getur sveiflast. Í þessari skýrslu eru leidd rök að því að verðbólguþröskulmið sé besta leiðin til þess að mæta slíkum hnykkjum.

Annar kostur núverandi fyrirkomulags er að líkur á fjármálakreppu eru minni en við fastgengisstefnu með sjálfstæðan gjaldmiðil. Þetta stafar af því að miklar og skyndilegar breytingar gengisskráningar eru fátíðar en þess í stað breytist gengið stöðugt frá degi til dags. Einnig er erfiðara fyrir fjármagnseigendur að treysta á að stjórnvöld verji þá gegn gengisáhættu, þeir neyðast til þess að dreifa áhættunni.

Á móti vegur að viðskiptakostnaður – kostnaður við gjaldeyrisviðskipti – er meiri ef notast er við sjálfstæðan gjaldmiðil og getur gengisóvissa getur því haft einhver áhrif á viðskiptamynstur. Einnig er við því að búast að raunvextir séu hærrí en með fastgengisstefnu vegna meiri gengisáhættu. Þá gera miklar gengissveiflur, sem fylgt geta verðbólguþröskulmiði, útflutningsatvinnugreinunum oft erfitt fyrir.

Niðurstæða

Af þeim kostum sem í boði eru virðast einungis tveir koma til greina, að taka þátt í evrópska myntsamstarfinu og taka upp evru eða halda núverandi gengisfyrirkomulagi. Kaflarnir sem á eftir fara fjalla um ýmis hagræn áhrif leiðanna tveggja.

3 Fjármálakerfið

Í þessum kafla er hugað að tengslum fyrirkomulags gengismála, peningamálastefnu og stöðugleika fjármálakerfisins. Leitast verður við að svara því hvort líkurnar á óstöðugleika fjármálakerfisins séu meiri við sjálfstæðan gjaldmiðil og fljótandi gengi eða við fast gengi.

3.1 Markmið peningamálastefnunar

Viðskiptabankar og aðrar fjármálastofnanir hafa eflst mikið hér á landi síðustu árin. Mikilvægt er að umhverfi þessara stofnana sé með þeim hætti að hættan á óstöðugleika fjármálakerfisins sé sem minnst. Hér skipta lög og reglur máli en einnig opinberar eftirlitsstofnanir og, síðast en ekki síst, fyrirkomulag gengismála. En það er ekki einungis tilvist sjálfstæðs gjaldmiðils sem getur skipt sköpum fyrir fjárhagslegan stöðugleika heldur einnig fyrirkomulag peningamálastefnunar, t.d. hvort markmið hennar er stöðugt gengi eða stöðug verðbólga. Í þessu sambandi er áhugavert að bera saman núverandi uppsveiflu og þá sem rann sitt skeið á enda upp úr aldamótunum síðustu. Á fyrra tímabilinu fylgdi Seðlabanki Íslands gengismarkmiði mest allt tímabilið en á því síðara verðból gumarkmiði.

Ástand efnahagsmála nú líkist um margt síðari stigum uppsveiflunnar í lok tíunda áratugarins. Hagvöxtur, mikill viðskiptahalli, hraður útlánavöxtur bankanna, hækkun hlutabréfaverðs, hátt raungengi og spenna á vinnumarkaði voru helstu einkenni síðustu uppsveiflu. Núverandi sveifla er enn sterkari þótt spenna á vinnumarkaði hafi ekki myndast að neinu marki fyrr en á árinu 2005. Verð fasteigna hefur hækkað mikið, útlán banka hafa aukist gríðarlega, skuldir fyrirtækja og heimila hafa vaxið og viðskiptahalli er mikill og meiri en svo að núverandi ástand geti haldist til langframa. Fasteigna- og hlutabréfaverð er í sögulegu hámarki, raungengi hátt, skammtímaraunvextir háir og hækkandi, hagvöxtur mikill og vaxandi verðbólga.

Eitt af því sem gerir núverandi ástand varhugavert fyrir stöðugleika fjármálakerfis er mikil aukning útlána sem fjármögnuð er með lántökum innlendra aðila erlendis og einnig kaupum erlendra fjárfesta á skuldabréfum gefnum út í íslenskum krónum. Skuldsettar yfirtökur og hátt hlutabréfaverð bjóða einnig hættunni heim. Hver svo sem ástæða útlánaaukningarinnar er, þá skiptir miklu að meta þátt sjálfstæðs gjaldmiðils í því ástandi sem hefur myndast. Væri núverandi uppsveifla öðruvísi ef Ísland hefði ekki sjálfstæðan gjaldmiðil? Hefur tilvist krónunnar gert núverandi ástand erfiðara viðfangs? Svárið er ekki augljóst. Vegna sjálfstæðs gjaldmiðils er hægt að hafa áhrif á vexti, og þar með

gengi, til að stemma stigu við mikilli og vaxandi eftirspurn á vöru- og vinnumarkaði. En sú spurning vaknar óhjákvæmilega hvort slík stefna sé við hæfi ef orsök uppsveiflunnar er fyrst og fremst erlendar lántökur og útpensla bankakerfisins. Sú hætta er þá fyrir hendi að skyndilegt gengisfall stefni fjárhagslegum grundvelli heimila, fyrirtækja og ýmissa stofnana fjármálakerfisins í hættu. En hverjar eru hinar dýpri ástæður þessarar þróunar?

Í alþjóðlegu samhengi má oft rekja þróun sem þessa til einkavæðingar fjármálastofnana og aukins frelsis á fjármagnsmörkuðum. Hér verður fyrst fjallað um hugsanlegar orsakir útlánaaukningarinnar.

3.2 Orsakir útlánaþenslu og viðbrögð seðlabanka

Þar sem núverandi uppsveifla hefur í meginatriðum sömu einkenni og sú sem varð um aldamótin má leiða rök að því að niðursveiflan 2002-2003 hafi ekki breytt þeim undirliggjandi þáttum sem orsökuðu mikla aukningu útlána og erlenda skuldasöfnun í síðustu uppsveiflu. Því er mikilvægt að greina að orsök og afleiðingu í þessu sambandi.

Um getur verið að ræða a.m.k. þrenns konar möguleg atburðarás. Í fyrsta lagi getur aukinn hagvöxtur – og aukinn væntur hagvöxtur – orðið til þess að útlán aukist þegar fyrirtæki notfæra sér arðsöm fjárfestingartækifæri. Þá eykst eftirspurn eftir lánsfé. Viðskiptahalli myndast síðan þegar ráðist er í erlendar lántökur í því skyni að fjármagna innlenda fjárfestingu. Hagvöxtur nú og væntingar um framtíðina hvetja síðan neytendur til meiri innkaupa og aukin einkaneysla er sumpart fjármögnuð með enn frekari lántökum. Þessi atburðarás er „góðkynja“ vegna þess að viðskiptahalli og erlendar lántökur fara saman við aukna framleiðslugetu hagkerfisins þannig að greiðslubyrði erlendra lána þarf ekki að hækka í framtíðinni. En þetta er ekki eina mögulega atburðarásin.

Annars konar atburðarás væri ef einkavæðing bankanna yki framboð lánsfjár skyndilega. Fyrirtæki eiga þá auðveldara með að fjármagna fjárfestingu sem eykst og hagvöxtur í kjölfarið. Hægt er að ímynda sér hagkerfi þar sem orka og hugarflug þjóðarinnar er ekki virkjuð árum saman vegna skorts á fjármagni en umbætur í bankakerfinu valda því að nú eykst framboð á fjármagni og efnahagslífið tekur kipp. Í þessu tilviki má einnig tala um *góðkynja* viðskiptahalla þótt fjárfestingin og hagvöxturinn stafi ekki af því að fjárfestingartækifærunum hafi fjölgað í sjálfu sér heldur er nú hægt að nýta fleiri slík tækifæri en áður vegna aukins framboðs lánsfjár.

Þriðja og síðasta dæmið felur í sér *illkynja* atburðarás. Aukning lánsframboðs verður þá til þess að auka einkaneyslu án þess að framleiðsla og þjóðartekjur aukist til samræmis við það og þrátt fyrir að væntingar um framtíðarhagvöxt hafi ekki aukist. Ef lán til heimila voru takmörkuð og kerfisbreytingar á fjármálamörkuðum verða þess valdandi að þau geta nú fengið þessi lán verður afleiðingin skyndileg skulda- og neysluaukning. Ef framleiðsla eykst nú ekki í sama mæli munu skuldir þjóðarinnar aukast, þar með

skuldabyrði, og neysla flytjast úr framtíð í nútíð. Þessi þróun er illkynja í þeim skilningi að greiðslubyrði þjóðarinnar eykst í framtíð.

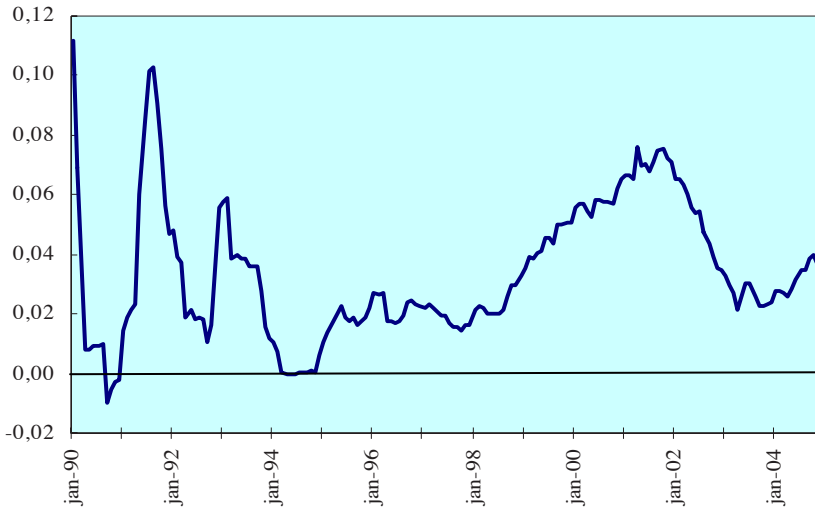
Uppsveiflan í lok síðasta áratugar og einnig sú sem nú stendur sem hæst felur í sér atburðarás sem lýst er í síðari tveimur tilgátunum hér að ofan. Ekki er hægt að segja að fjárfestingatækifærin hafi batnað mikið þegar líða tók á tunda áratuginn. Líklegra er að einkavæðing bankakerfisins og frjálst fæði fjármagns hafi orðið þess valdandi að framboð á lánsfé jókst mikið og skyndilega. Þetta fjármagn hefur verið notað til eignaupptökkunar á fyrirtækjum, til fjárfestingar og ekki síst til þess að fjármagna einkaneyslu. Atburðarásin er þá góðkynja að því leyti að mikil gróska er í ýmsum atvinnugreinum; t.d. fjármálageiranum og lyfjaframleiðslu. Einnig koma fram vísbendingar um að framleiðni á vinnustund sé nú tekin að aukast. Mikil einkaneysla er hins vegar áhyggjuefni. Hún virðist byggð á væntingum um ört hækkandi kaupmátt launa í framtíðinni og er mikilvægt fyrir fjárhag heimila að þær væntingar rætist að miklu leyti.

Í lok árs 1998 brást Seðlabankinn við vaxandi eftirspurn með hækkun vaxta og urðu vaxtahækkanir til þess að vaxtamunur við útlönd jókst úr 3% í 6% í lok árs 1999. Stýrivextir Seðlabankans voru orðnir 11,5% í árslok 2000 sem leiddi til þess að fjárstreymi til landsins jókst þegar fjárfestar notfærðu sér vaxtamuninn við útlönd. Þannig varð peningamálastefnan til þess að halda gengi háu – sem hafði þær beinu afleiðingar að draga úr eftirspurn innanlands vegna þess að innflutningur varð ódýrari – en jafnframt að auka á útlánaþensluna – sem jók enn á eftirspurnina. Færa má rök fyrir því að peningamálastefnan hafi þjónað því markmiði að halda aftur af verðbólgu en í þeirri viðleitni sinni hafi hún aukið hættuna á fjármálakreppu vegna þess hve lántaka erlendis varð eftirsóknarverð vegna hárra innlendra vaxta og þ.a.l. vaxtamunar við útlönd, sjá mynd 3.1.

Segja má að eitt vandamál peningamálastefnunnar hafi verið gengisstefnan. Hún verkaði sem trygging fyrir því að gengið lækkaði ekki niður fyrir tiltekin mörk sem aftur gerði erlendar lántökur áhættuminni. Hækkun verðbólgu ógnaði stöðugleika gengisins þegar líða tók á uppsveifluna. Þegar ný peningamálastefna var tekin upp á vormánuðum 2001 lækkaði gengið síðan snögg t átt að jafnvægisstigi sínu. Fjárfestar óttuðust enn frekara gengisfall og yfirgáfu stöður í krónum en það lækkaði enn gengi krónunnar. Á einu ári – frá 1. mars 2001 til 1. mars 2002 – hækkaði gengisvísitalan um 12% sem jók greiðslubyrði heimila og fyrirtækja mikið.

Þegar seðlabankar fylgja verðbólgu markmiði, en ekki gengismarkmiði, líta málin öðruvísi út. Þótt Seðlabankinn hafi brugðist við þeirri uppsveiflu, eins og þeirri sem nú er, með vaxtahækkunum, er grundvallarmunur á. Bankinn fylgir nú verðbólgu markmiði en ekki gengismarkmiði eins og áður og af því leiðir að bankinn reynir ekki að koma í veg fyrir gengisfall.

Mynd 3.1 Vaxtamunur við útlönd, ríkisvixlar (%).



Heimild: Seðlabanki Íslands og IMF

Fjárfestingar erlendra aðila í innlendum skuldabréfum og lántökur Íslendinga erlendis ættu því að verða áhættumeiri, að öðru óbreyttu.³⁰ Meðal annars af þessum sökum hefur sú breyting orðið á síðustu árum að fjárfestar tryggja sig í auknu mæli gegn gengisáhættu; upptaka verðbólgu markmiðsins hefur orðið til þess að fjárfestar dreifa áhættu sinni meira en áður. Við gengismarkmið var áhættan þess eðlis að gengið hélt fast – svo lengi sem stjórnvöld fylgdu gengisstefnunni – og þrýstingur myndaðist smám saman sem gat ógnað stöðugleika fjármálakerfisins. Við þetta má bæta að markaðir eru nú orðnir þroskaðri en það auðveldar fjárfestum enn frekar að dreifa áhættu, til að mynda með framvirkum samningum af ýmsu tagi.³¹

Hættan á óstöðugleika er minni við verðbólgu markmið en fastgengi vegna þess að gengið veikist hægar og minni líkur eru á skyndilegu gengisfalli. Þegar seðlabanki setur sér hins vegar gengismarkmið þá er við því að búast að skipbroti slíkrar stefnu fylgi verulegar og skyndilegar gengisbreytingar sem gætu valdið óstöðugleika á fjármálamörkuðum. Einnig fylgir það oft veikum gjaldmiðli og fastgengi að mun algengara er að bankar og fyrirtæki fjármagni sig á skammtímalánum vegna þess að

³⁰ Yfirstandandi stóriðjuframkvæmdir og beiting stýrivaxta í því skyni að halda innflutningsverðlagi niðri til að hafa hemil á verðbólgu getur hins vegar haft svipuð áhrif til skamms tíma og gengisviðmiðið í síðustu uppsveiflu. Við þetta bætist að á meðan að verðbólga er vaxandi þá eru litlar líkur á að bankinn muni setta sig við gengisveikingu vegna fyrirsjáanlegra verðbólguáhrifa.

³¹ Samt er það svo að markaðsaðilar eru um þessar mundir tregir til að kaupa erlenda mynt framvirkt gagnvart krónunni þrátt fyrir óvenjuhátt gengi hennar. Hugsanlega getur þetta stafað af óvissu um það hvenær líkleg veiking verður.

erlendir lánardrottinnar vilja hafa vaðið fyrir neðan sig. Þegar líkur aukast á að gengisfestan bresti draga lánardrottinnar að sér hendurnar og fjárstreymi til landsins stöðvast skyndilega en það eykur fallið enn meira.³² Við verðbólgu markmið er hættan á gengishreyfingum ljósari og mun algengara er að fjárfestar tryggji sig gegn gengisáhættu með ýmiss konar fjármálatækjum. Hætta á óstöðugleika er þó áfram fyrir hendi við skilyrði verðbólgu markmiðs þótt hún sé minni en við fastgengi.

Einn meginkostur gengismarkmiðs er sá að það veitir mikið aðhald við stjórn peningamála sem kemur stjórnvöldum vel ef þau hafa ekki tiltrú markaðsaðila. Þannig getur seðlabanki, sem hefur slæman orðstír af baráttu við verðbólgu, byggt upp orðspor sitt með því að setja sér gengismarkmið sem auðvelt er að dæma árangur hans af. Hins vegar getum við dregið þá ályktun af reynslu síðustu ára að á tímum einkavæðingar bankakerfisins og útlánabenslu geti gengismarkmiðið orðið til þess að auka hættuna á óstöðugleika í fjármálakerfinu.

Önnur ályktun sem við getum dregið af þessari reynslu er sú að ekki er hægt að nota eitt stjórnþæki, vexti, til þess að bæði sporna við verðbólgu og viðhalda fjármálaegum stöðugleika. Hér er á ferð skólabókardæmi um þá staðreynd að stjórnþæki hagstjórnar þurfa að vera jafnmörg markmiðunum. Til þess að ná tveimur markmiðum þarf tvö stjórnþæki. Það er hins vegar ekki augljóst hvaða annað stjórnþæki seðlabanki getur notað. Í sjötta kafla er fjallað ítarlega um hvernig hægt er að beita ríkisfjármálum til að styðja við peningastjórnina. Við skulum nú huga nánar að ástandi á fjármálamörkuðum.

3.3 Efnahagslegar afleiðingar sviptinga á fjármálamörkuðum

Algjör straumhvörf urðu á fjármálamarkaði þegar viðskiptabankarnir tóku að veita húsnæðislán. Segja má að þetta hafi verið mótspil við aðgerðum Íbúðalánasjóðs en sjóðurinn hafði þá hækkað láns hlutfall sitt auk þess sem hámarkslánsfjárhæðir voru hækkaðar. Þessi aðgerð var að nokkru leyti vanhugsuð því bæði var fyrir séð að viðbrögð bankanna hlutu að verða einhver og húsnæðisverð myndi hækka og að erfiðleikar í hagstjórn myndu fylgja í kjölfarið.³³ Tímasetning breytinganna var sömuleiðis óheppileg í ljósi þeirra stórframkvæmda sem stóðu fyrir dyrum á Austurlandi.

Mikil hækkun húsnæðisverðs hefur ekki komið á óvart og hefur hún leitt beint inn í neysluverðsvísitöluna. Við núverandi fyrirkomulag peningamála felast viðbrögð Seðlabankans við hækkandi verðlagi í hækkun vaxta í endurhverfum viðskiptum Seðlabanka og fjármálastofnana. Hækkun stýrivaxta leiðir síðan til hækkunar almennra vaxta og til hækkunar nafngengis þegar fjárfestar á fjármálamarkaði nýta sér vaxtamun milli Íslands og annarra landa og færa stöðu sína úr erlendri mynt í íslenska. Þá versnar afkoma útflutningsatvinnuvega. Það er von stjórnvalda að lægri fjárfesting og

³² Calvo, G. (1998).

³³ Sjá skýrslu Hagfræðistofnunar (2003).

einkaneysla dragi úr verðbólgu. Heildaráhrifin verða þá þau að hækkun húsnæðisverðs hefur rutt í burt fjárfestingu og framleiðslugeta hagkerfisins er ekki jafnmikil og annars hefði orðið.

Skipulag húsnæðislána hefur þó ekki nema óveruleg áhrif á langtímaverð fasteigna. Hins vegar geta áhrif breytinga í skipulagi húsnæðislána verið töluverð þegar til skemmri tíma er litið vegna þess hve seint breytingar á framboði húsnæðis koma fram – það tekur tíma að skipuleggja og hanna ný hverfi, byggja þau og búa nauðsynlegri þjónustu – og vegna þess að lántaka og eignastaða heimilanna hafa mikil áhrif á fjármálamarkaðinn. Af þeim sökum skiptir miklu máli hvaða aðstæður ríkja í efnahagslífinu þegar breytingar eiga sér stað á fasteignamarkaði.

Fyrirtæki í verslun og þjónustu hafa fjárfest mikið síðustu ár og munu þau tæpast hyggja aftur á stórræði í þeim eignum enda er töluverð umframframleiðslugeta fyrir hendi í þessum geira. Fyrir önnur fyrirtæki í útflutningi eða iðnaði blasir við varnarbarátta vegna hás gengis krónunnar. Hærra fasteignaverð skapar hins vegar þenslu í byggingariðnaði á höfuðborgarsvæðinu vegna þess að markaðsverð húsnæðis hækkar sem hlutfall af byggingarkostnaði en það hvetur til nýbygginga. Byggingaiðnaðurinn er vinnuafslsrekur og uppsveifla í honum hefur aukið til muna eftirspurn eftir vinnuafli. Mikill innflutningur erlendis vinnuafsls getur þó og hefur í raun dregið úr launaáhrifum þessarar eftirspurnaraukningar.

Hækkun fasteignaverðs hefur kynt undir neyslu og skuldsetningu heimilanna. Þetta gerist vegna þess að auður íslenskra heimila er að mestu fólgin í húseignum og þegar húseignirnar hækka í verði fær almenningur auðstílfínningu og leyfir sér meiri neyslu. Hér getur verið um töluverð áhrif að ræða. Ef heildarvirði húseigna er t.d. 1.500 milljarðar mun 1% hækkun fasteignaverðs auka auð heimilanna um 15 milljarða. Hærra markaðsvirði skapar sömuleiðis aukið svigrúm til meiri veðsetningar sem einnig stuðlar að aukinni einkaneyslu.

Verðbólga á vöru- og þjónustumörkuðum kemur illa við skuldsett heimilin þar sem greiðslubyrði lána þyngist og þegar skuldir heimilanna eru verðtryggðar gerist þetta sjálfkrafa.³⁴ Launaverðbólga, sem stafar af þenslu á vinnumarkaði, getur einnig valdið erfiðleikum þegar fólk tekur ákvarðanir um húsnæðiskaup með mun hærri tekjur í huga en staðist getur til lengdar;

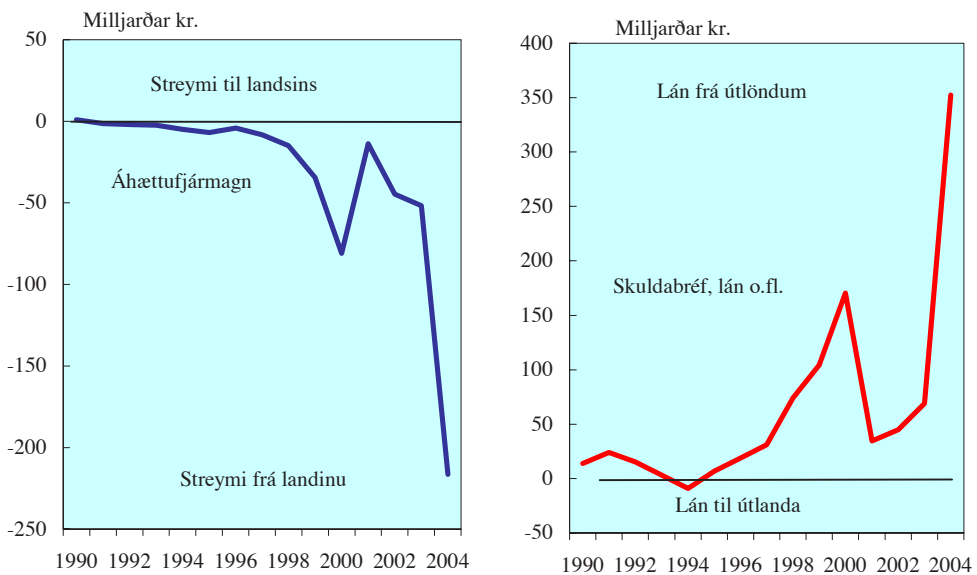
³⁴ Þótt verðtrygging væri ekki fyrir hendi myndu sömu áhrif eiga sér stað vegna áhrifa verðbólgu á nafnvexti. Raunar er verðtrygging skárrí kostur í þessu tilliti vegna þess að verðbólguskellir koma fram sem uppfærsla á höfuðstól og því vex greiðslubyrði ekki jafnmikið af völdum verðbólgu. Verðtrygging er því líkleg til þess að draga úr líkum á því að verðbólguskellir geti valdið gjaldþrotum. Einnig er það svo að án verðtryggingar geta launahækkanir numið staðar áður en verðbólga og vextir fara að gefa eftir. Slíkt getur haft alvarleg áhrif á fjárhag heimilanna.

Fasteignaverðbólgan hefur haft afdrifaríkar afleiðingar fyrir efnahagslífið. Ekki verður horft framhjá því að bróðurparturinn af eignum íslenskra heimila er bundinn í fasteignum og skuldaaukning íslenskra heimila á síðustu árum hefur verið studd af verulegri eignaukningu á sama tíma.

3.4 Útlán og hagsveiflan

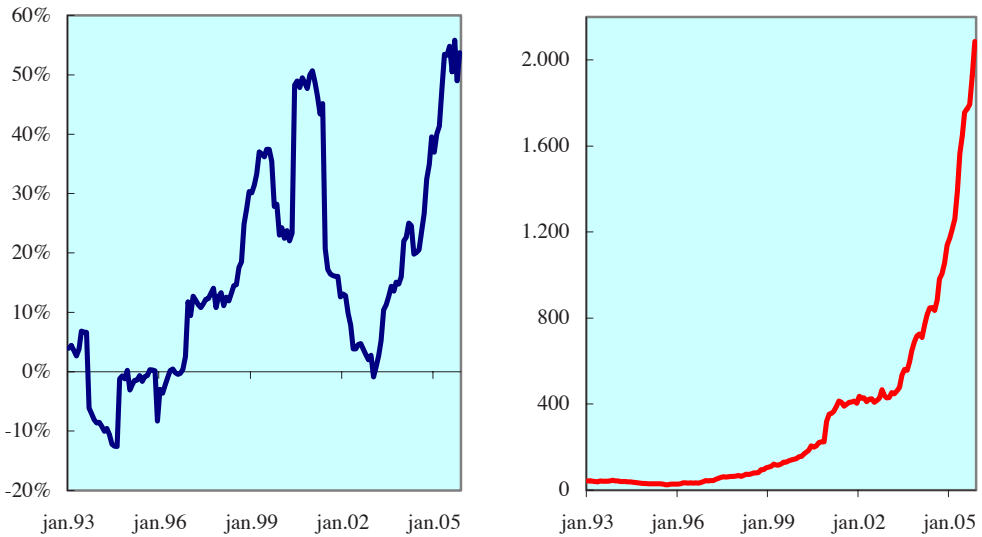
Aukning útlána viðskiptabanka hefur verið mjög mikil. Þessi útlán hafa m.a. verið fjármögnuð með lántökum viðskiptabanka erlendis. Myndirnar hér að neðan sýna útlánavöxtinn, hreint streymi fjármagns til landsins árin 1990-2004 og skuldastöðu viðskiptabankanna. Myndirnar tala sínu máli. Útlán hafa vaxið með miklum hraða, erlendar skuldir innlánsstofnana aukist mikið og fjármagn streymt til landsins. Erlendu lánin eru bæði til skamms tíma og til langs tíma. Eins og við var að búast hafa skuldir heimila aukist mikið.

Mynd 3.2 Hreint streymi fjármagns til Íslands 1990-2004.

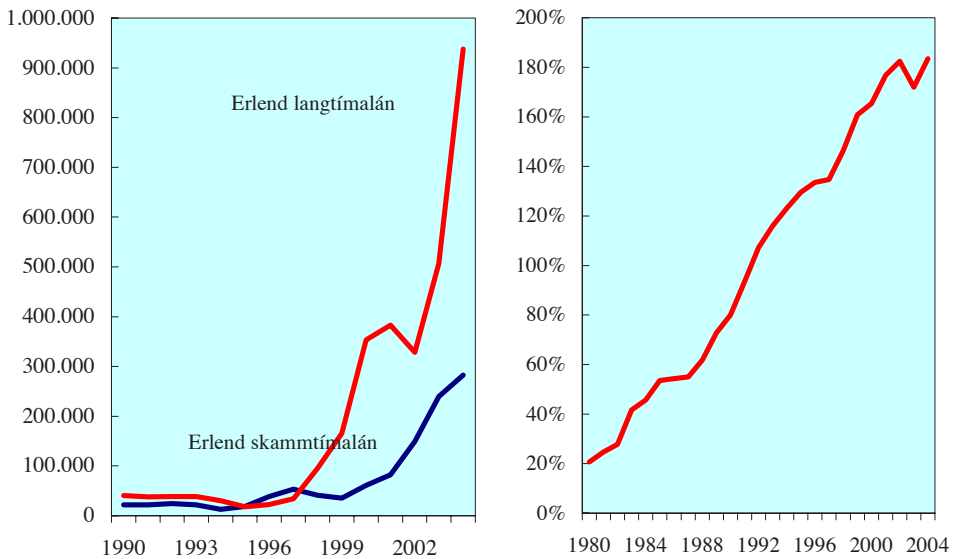


Heimild: Seðlabanki Íslands

Mynd 3.3 Vöxtur innlendra útlána (12 mánaða breyting) og erlendar skuldir innlánastofnana í árslok frá 1990-2004.



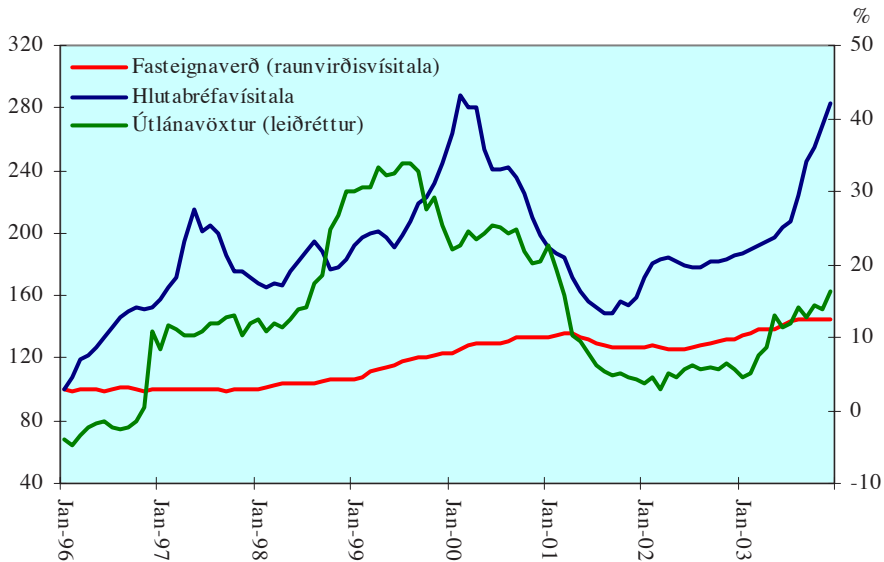
Mynd 3.4 Erlend skamm- og langtímalán innlánsstofnana 1990-2004 á verðlagi ársins 2004 (milljarðar króna) og þróun skulda heimilanna sem hlutfall af ráðstöfunartekjum.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Aukning útlána hefur farið saman með hækkun eignaverðs. Á mynd 3.5 sést vöxtur útlána, leiðréttur miðað við verðlagsbreytingar og gengisbreytingar og vísitala hlutabréfaverðs (raunvirði). Ljóst er að aukið framboð lánsfjár hefur valdið hækkun hlutabréfa- og fasteignaverðs. En hækkun fasteignaverðs hefur síðan haft áhrif á eftirspurn eftir lánsfé. Þannig hefur aukið framboð lánsfjár og hækkun eignaverða farið saman.

Mynd 3.5 Þróun eignaverðs og útlánavöxtur.



Heimild: Seðlabanki Íslands.

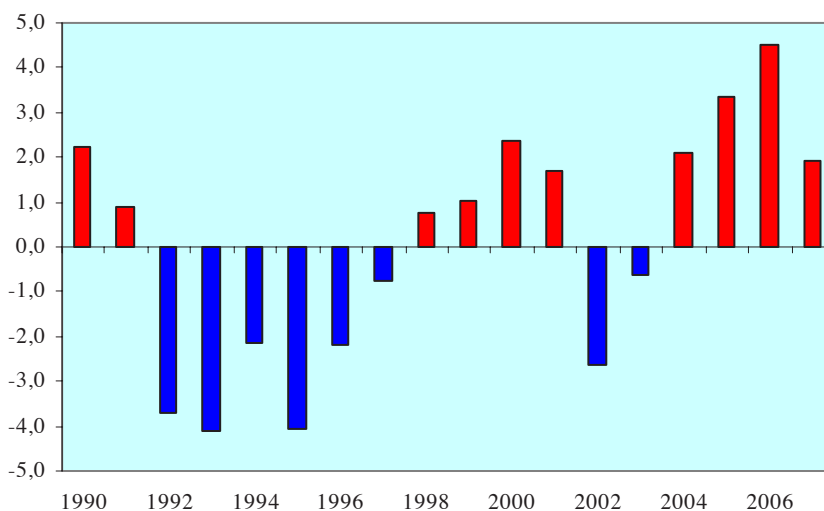
Hins vegar eru áhrif bankakerfisins á framleiðni og hagvöxt í hagkerfinu ekki eins ljós. Hagvöxtur hefur ekki verið sérstaklega mikill að meðaltali undanfarin ár ef litið er á allt tímabilið. Hann hefur þó verið stöðugri en áður sem skýrist af því að hann stafar síður af auknum aflu og bætum viðskiptakjörum. Í töflu 3.1 er sýndur hagvöxtur og hlutdeild einkaneyslu, samneyslu, fjárfestingar og viðskiptajöfnuðar í landsframléiðslunni.

Tafla 3.1 Þróun nokkurra þjóðhagsstærða frá 1960

Meðaltal	1960-69	1970-79	1980-89	1990-99	2000-05	1960-05
Einkaneysla	60,8%	57,1%	59,0%	58,4%	57,0%	58,6%
Samneysla	11,0%	15,0%	18,5%	21,7%	25,0%	17,7%
Vergur sparnaður	27,1%	26,1%	19,3%	17,2%	15,7%	21,6%
Fjárfesting	29,0%	29,6%	22,4%	19,4%	22,2%	24,8%
Viðskiptajöfnuður án rekstrarframlaga	-1,9%	-3,4%	-3,1%	-2,2%	-6,7%	-3,2%
Hagvöxtur	4,3%	6,6%	3,2%	2,4%	3,8%	4,1%

Fjárfesting einkaaðila hefur sveiflast nokkuð. Það er athyglisvert að hún er lægri á síðustu fimm árum en meðaltal alls tímabilsins 1960-2005 og einnig lægri en meðaltal sjöunda, áttunda og níunda áratugarins. Ef haft er í huga að hluti aukinnar fjárfestingar á síðustu árum stafar af virkjunarframkvæmdum og álveri á Austurlandi verður að draga þá ályktun að fjárfesting einkaaðila hafi ekki aukist mikið. Þetta bendir til þess að raunáhrif – þ.e.a.s. áhrif á framleiðslu og atvinnu – umbyltinga á fjármálamarkaði hafi verið minni til skamms tíma en margan grunaði. Þetta kemur einnig í ljós þegar myndin hér að neðan er skoðuð en hún lýsir framleiðsluslakanum í hagkerfinu.

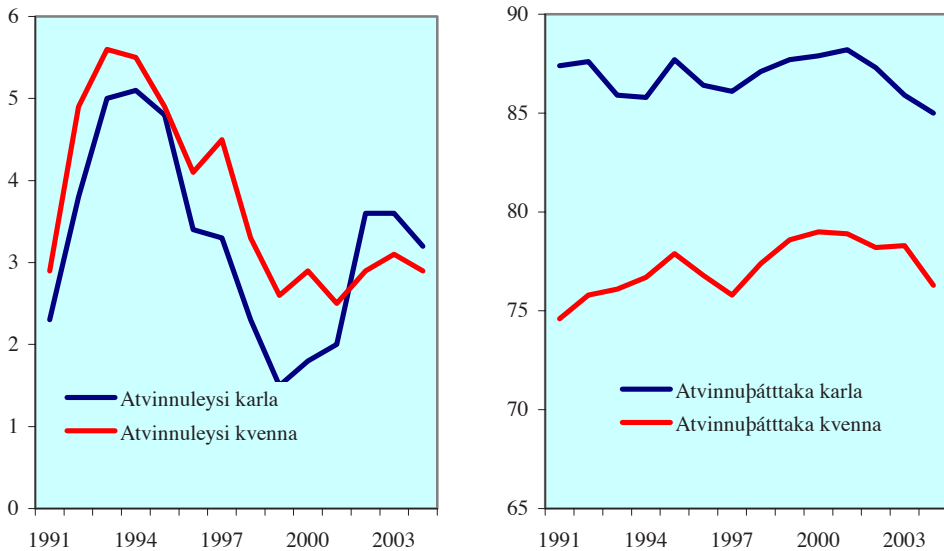
Mynd 3.6 Hagsveifluslakinn, 1990-2007 (spá 2005-2007).



Heimild: Seðlabanki Íslands

Annar mælikvarði á framleiðsluspennu er atvinnuástandið. Hér fyrir neðan er sýnd atvinnuþátttaka kvenna og karla og einnig atvinnuleysisstig. Myndin sýnir að þótt atvinnuleysi hafi lækkað nokkuð undanfarin ár var atvinnuþátttaka karla minni í lok árs 2004 en á nokkru ári síðan 1990. Atvinnuþátttaka kvenna hefur einnig minnkað. Mikill aðflutningur erlends vinnuafis hefur auðvitað sett strik í reikninginn. Hins vegar kemur á óvart að ekki eru merki um þenslu á vinnumarkaði fyrr en kannski á árinu 2005 sem gögnin ná ekki til.

Mynd 3.7 Atvinnuþátttaka og atvinnuleysi karla og kvenna.



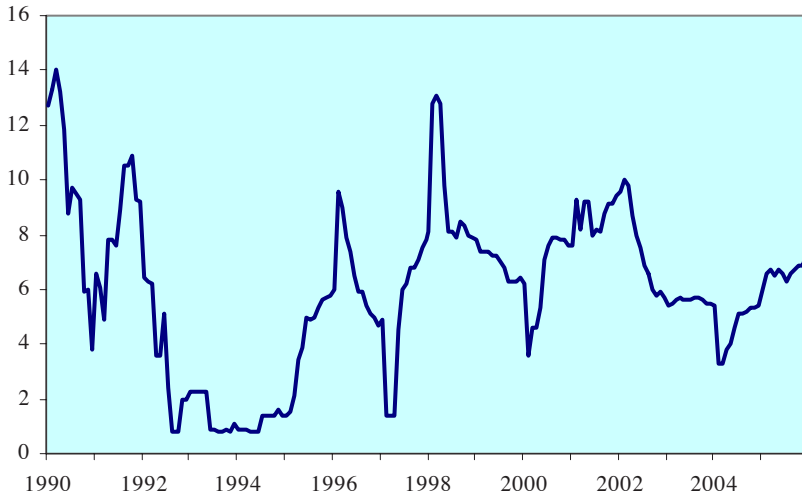
Heimild: Hagstofa Íslands.

Launaverðbólga jókst ekki mikið allt fram til ársloka 2004. Hins vegar lét hún á sér kræla árið 2005. Þannig má segja að spenna á vinnumarkaði hafi fyrst myndast á árinu 2005, en það er óvenjuseint í uppsveiflunni.

En þótt launaverðbólga hafi ekki vaxið mikið hefur Seðlabankinn túlkað hækkun húsnæðisverðs sem fyrirboða vaxandi almennrar verðbólgu og hækkað stýrivexti úr 2,8% fyrir einu ári (apríl 2004) í 7,25% í apríl 2005 og í 10,25% í september og 10,5% í desember sama ár. Afleiðingin hefur orðið mikil gengishækkun sem kemur fram í hækkun raungengis og hlutfallslegs launakostnaðar hér á landi.

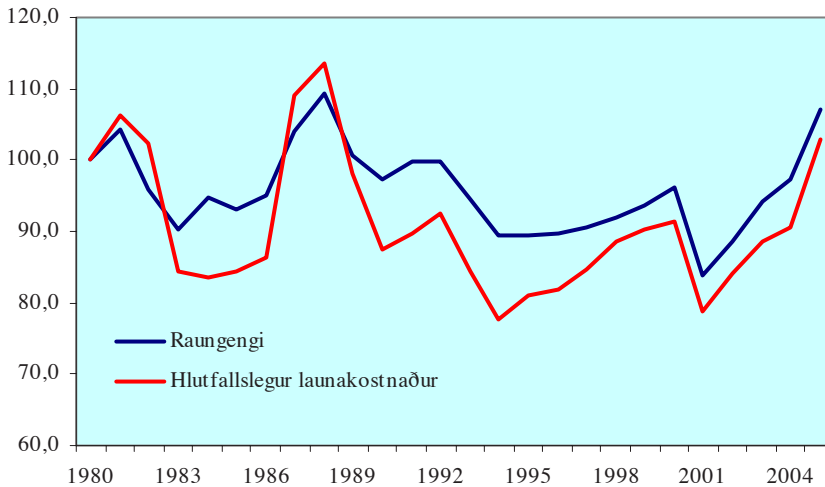
Draga má saman þá mynd af ástandi efnahagslífsins um þessar mundir á eftirfarandi hátt. Væntingar um stóriðjuframkvæmdir (innflæði gjaldeyris og gengishækkun) og einkavæðing bankakerfisins hefur framkallað miklar erlendar lántökur sem hafa fjármagnað útlánaaukningu bankakerfisins. Þessi útlánaaukning kemur fram í annars vegar miklum viðskiptahalla og hins vegar mikilli eignaverðbólgu. En áhrif á framleiðslu og atvinnu hafa verið furðu veik hingað til. Erlent fjármagn hefur að mestu verið notað til þess að standa straum af kaupum á eignum og til þess að kaupa vörur til neyslu, t.d. bifreiðar.

Mynd 3.8 Launaverðbólga (á mánaðargrundvelli í %).



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 3.9 Raungengi (hlutfallslegt verðlag) og hlutfallslegur launakostnaður.

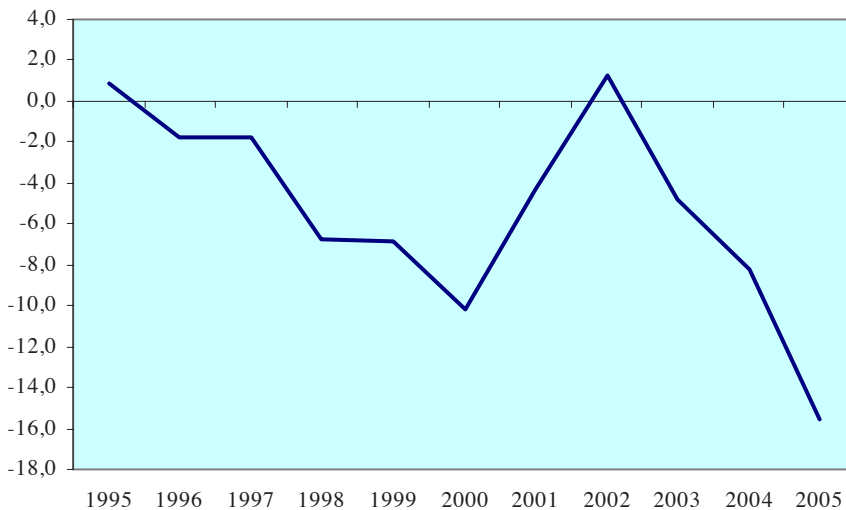


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Hins vegar má á það benda að ýmis fyrirtæki hafa styrkst mjög (bankarnir, lyfjafyrirtæki o.s.frv.) og eignarhald og skipulag atvinnulífsins tekið miklum stakkaskiptum. Áhrif

Þessara breytinga á framleiðni, hagvöxt, kaupmátt launa og lífskjör eru þó enn sem komið er ekki áberandi í hagtölunum. Það er því enn of snemmt að kveða upp úr um að hversu miklu leyti viðskiptahallinn sé illkynja – framleiðslugeta hagkerfisins hafi ekki aukist til jafns við greiðslubyrði af erlendum lánnum. Hins vegar er víst að sá mikli viðskiptahalli sem hér hefur verið á undanförunum misserum stenst ekki til lengdar, aðlögun mun eiga sér stað og hann minnka.

Mynd 3.10 Þróun viðskiptahalla sem hlutfall af VLF árin 1995-2005 (%).



Heimild: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands

3.5 Tvíkreppa

Mikilvægt er að aðlögunarferli úr miklum viðskiptahalla verði ekki skyndilegt. Af þessum sökum þarf innlendur sparnaður að aukast jafnt og þétt í stað þess að gengið breytist skyndilega, eignaverð falli og samdráttur í útlánnum bankakerfisins þvingi neytendur til minni neyslu. Hér skiptir reyndar miklu máli hvaða gengisstefnu er stuðst við eins og fjallað er um að framan.

Á undanförunum árum hafa nokkur lönd lent í kreppuástandi þar sem bæði bankakreppa og gengishrap hafa orðið samtímis. Sem dæmi má nefna Tæland, Indónesíu, Suður-Kóreu, Mexíkó, Chile, Finnland, Noreg og Svíþjóð. Þetta eru allt lönd sem bjuggu við gengismarkmið í aðdraganda kreppunnar. Orsakasamhengið getur verið býsna flókið: Gengishrap getur valdið bankakreppu eða öfugt eða jafnvel að einhver þriðji þáttur orsaki þessa tvo. Til dæmis getur viðskiptahalli valdið bankakreppu þegar hækkun vaxta erlendis veldur útflæði fjármagns og samdrætti innlands peningamagns sem getur haft

áhrif á innlenda banka og aðrar lánastofnanir, sjá ramma 3.1. Annar möguleiki er sá að genginu sé leyft að falla vegna óverjandi viðskiptahalla sem aftur veldur því að fyrirtæki, heimili og bankar sem skulda mikið í erlendri mynt komast í kröggur. Þá dregur úr útlánnum sem hefur neikvæð áhrif á hagvöxt.

Stutt saga frelsis á fjármálamörkuðum og sjálfstæðs seðlabanka hér á landi kann að valda því að stofnanir fjármálamarkaða – einkum stjórnþæki ríkisvalds – verði brothættari en ella. Þessi vandamál verða einnig erfiðari viðfangs þegar erlendar skuldir eru til skamms tíma.

Rammi 3.1 Fjármálakreppa í Mexíkó

Bandaríski hagfræðingurinn Frederick Mishkin hefur lýst fjármálakreppu Mexíkó í ritgerð sem hann skrifaði árið 1996.³⁵ Fjármagn hafði streymt til Mexíkó í áratíðir en nú varð viðsnúningur, erlent fjármagn streymdi úr landi sem olli gengishrapi og gjaldþroti stofnana og fyrirtækja innanlands. Mishkin rekur röt vandans til einkavæðingar bankakerfisins í upphafi tíunda áratugarins en útlán jukust mjög í kjölfar einkavæðingar. Ekkert þróað bankaefirlit var fyrir hendi. Útlánaáhætta jókst til muna og útlánatöp jukust smám saman. Hækkun vaxta í Bandaríkjunum árið 1994 kallaði á vaxtahækkun mexíkóska seðlabankans sem átti að koma í veg fyrir frekari gengislækkun pesósins. Hæri vextir höfðu hins vegar neikvæð áhrif á rekstur fyrirtækja og bankarnir hófu að minnka útlán af þeim sökum. Verðfall á hlutabréfum bætti ekki úr skák. Mikil gengislækkun varð í lok ársins 1994. Hún kom aftan að bönkum og fyrirtækjum og varð upphafið að allsherjar fjármálakreppu. Útlán minnkuðu enn, hagvöxtur varð neikvæður og gjaldþrotahrina dundi yfir.

Þeirri spurningu er enn ósvarað hvernig óstöðugleiki fjármálakerfisins kemur til. Leiða má að því rök að ákveðnir markaðsbrestir einkenni starfsemi fjármálastofnana og fjármálamarkaði.

Í hagfræði er oft talað um hina svokölluðu ósýnilegu hönd. Markaðshagkerfið á að vera þeim kostum búíð að gera eiginhagsmuni að almannahagsmunum. Gróðasókn fyrirtækja verður þá til þess að þau hegði sér þannig að almenningur hljóti hag af. Eins og Adam Smith skrifaði þegar árið 1776 þá er það ekki fyrir velvild bakarans og smíðsins að þjónusta þeirra er veitt heldur er það vegna eigingirni og gróðasóknar. En hvað um bankastjórana? Leiðir ósýnileg hönd þá til þess að taka ákvarðanir sem eru í almannabágu?

Sú hætta er fyrir hendi að bankastjórar taki of mikla áhættu í þjóðhagslegum skilningi. Þetta getur stafað af því að bankar taki ekki nægilega mikið tillit til þjóðhagslegra

³⁵

Mishkin (1996).

áhættuþátta þrátt fyrir þeir geri sér fyllilega ljóst að hætta sé á að þjóðhagslegir hnykkir geti valdið þeim skakkaföllum. Ein skýringin sem gefin hefur verið á þessu fyrirbæri er sú að ekki sé nokkur leið að reikna út líkurnar á slíkum hnykkjum og því sé best að leiða þá hjá sér við ákvarðanatöku. Tökum sem dæmi núverandi stöðu bankakerfisins hér á landi. Vaxtahækkun erlendis gæti valdið umtalsverðum skakkaföllum; hún gæti orsakað fjármagnsflutninga úr landi, gengi krónunnar myndi þá falla, skuldir og greiðslubyrði heimila og fyrirtækja vaxa og útlánatap viðskiptabanka aukast. Einnig er líklegt að verð hlutabréfa falli þegar fjárfestar losa um stöður sínar til þess að verjast gengistapi á þeim lánnum sem stóðu undir kaupum á hlutabréfum. En hverjar eru líkurnar á slíkri vaxtahækkun? Hvernig er unnt að taka slíkt með í reikninginn í daglegri stjórnun bankanna? Hið sama má segja um ýmsa aðra hnykki; innlenda verðbólgu, ásókn erlendra fjárfesta í íslensk verðbréf o.s.frv.

Önnur skýring er sú að minningin um síðustu fjármálakreppu líði fólki smám saman úr minni. Hér væri þá á ferð ákveðin óskynsemi í þeim skilningi að stjórnendur banka teldu stöðugt að framtíðin væri án þeirra áfalla sem orðið hefðu í fortíð. Það kæmi því sífellt á óvart þegar ný áföll orsökuðu vandamál í bankakerfinu. Við leggjum ekki mikið upp úr þessari skýringu hér.

Þeim mun athyglisverðari er skýring sem hagfræðingarnir Jason Furman og Joseph Stiglitz³⁶ hafa sett fram. Skýring þeirra felst í margvíslegum ytri áhrifum lántöku erlendis. Þannig hafi ákvarðanir viðskiptabanka um erlend lán og gengistryggð endurlán í för með sér ýmis áhrif fyrir aðra aðila í þjóðfélaginu en þá sem koma beint að viðskiptunum. Þessi áhrif eru þá ekki tekin með í reikninginn þegar ákvarðanir um erlenda lántöku eru teknar. Alvarlegustu ytri áhrifin eru þau að erlend endurlán auki hættuna á fjármálakreppu og geti lækkað almennt lánshæfismat innlendra fyrirtækja. Því skuldsettari sem fyrirtæki og heimili eru í erlendri mynt, þeim mun meiri hætta steðjar að hagkerfinu þegar gengi krónunnar fellur. Þá eru meiri líkur á að fyrirtæki og heimili komist í greiðsluþrot sem síðan hefur smitunaráhrif í gegnum hagkerfið. Ef lántakandi kemst í kreppu þá veldur slíkt til dæmis tjóni hjá viðskiptaaðilum og lánardrottnum. Þannig er mikilvægt að gera sér grein fyrir því að þjóðfélagslegur kostnaður af fjármálakreppu er mun meiri heldur en sá kostnaður sem leggst á einstakar stofnanir. Þannig má segja að líklegt sé að stjórnendur banka taki einungis mið af þeim kostnaði sem myndi leggjast á bankann sjálfan ef illa færi en ekki til þeirra ytri áhrifa sem rekstrarerfiðleikar hans hefðu á aðrar stofnanir fjármálamarkaða og líkurnar á almennri fjármálakreppu. Stjórnendur taka síðan enn meiri áhættu ef líklegt er að ríkisvald komi þeim til hjálpar þegar í harðbakkann slær.

Vegna þess hversu erfitt er að afla fullnægjandi upplýsinga bregða fjárfestar og fjármálafyrirtæki oft á það ráð að fylgja öðrum í ákvörðunum. Þetta er kallað hjarðhegðun, en slík hegðun eykur til muna líkurnar á því að teknar séu ákvarðanir sem samræmast ekki þjóðarhag. Frá sjónarhóli eins er skynsamlegt að fylgja fordæmi annarra

³⁶ Furman, J. og Stiglitz, J. (1999).

ef önnur fyrirtæki hafa komist að niðurstöðu á grundvelli meiri og betri upplýsinga. Hins vegar þarf slík hegðun alls ekki að vera farsæl fyrir hagkerfið allt því augljóst er að ekki er nokkur leið að vita hver hefur byggt ákvarðanir sínar á réttum upplýsingum.

Þegar eitt fyrirtæki tekur ákvarðanir um lántöku, hlutabréfakaup og fjárfestingar gerir það sjaldnast ráð fyrir því að þjóðhagslegar stærðir breytist vegna gerða þess. Ef nú hins vegar önnur fyrirtæki fylgja í kjölfarið þá er á borð leggjandi að þjóðhagsstærðir breytast. Þar með fer af stað atburðarás sem enginn getur séð fyrir og var ekki tekin með í reikninginn við upphaflega ákvarðanatöku. Verð hlutabréfa getur hækkað til muna, útlán bankakerfisins aukist og einnig erlendar lántökur. Þá myndast hætta á fjármálakreppu sem enginn hefur tekið með í reikninginn.

Ef nú aðrir hafa minni upplýsingar undir höndum við ákvarðanatöku og hafa tekið rangar ákvarðanir þá getur hjarðhegðunin leitt fyrirtæki sem fylgir í kjölfarið í ógöngur enda þótt þjóðhagsstærðir breytist ekki. Auðvitað geta þær einnig breyst í þessu tilviki og verða þá afleiðingarnar enn afdrifaríkari fyrir viðkomandi fyrirtæki og hagkerfið í heild sinni.

3.6 Markaðsbrestir á fjármálamörkuðum

Við getum dregið niðurstöðurnar saman með því að segja að hin ósýnilega hönd Adams Smith virki ekki sem skyldi á fjármálamörkuðum og enn verr á mörkuðum þar sem fákeppni er ríkjandi eins og hérlendis. Þjóðhagsleg áhrif ákvarðanatöku stóru viðskiptabankanna eru þar mikil og við því að búast að þau séu aðeins að hluta tekin með í reikninginn við sjálfa ákvarðanatökuna. Snúum okkur nú enn frekar að þeim markaðsbrestum sem finna má á fjármálamörkuðum.

3.6.1 Ósamhverfar upplýsingar

Öll fjármálastarfsemi glímir við freistnivanda (e. *moral hazard*). Hugtakið var upphaflega notað til þess að lýsa hegðun einstaklinga á tryggingamarkaði. Fullkomin trygging gegn tjóni verður þá til þess að tryggingataki sýnir minni varkárni en ella og líkur á tjóni aukast. Annað skylt vandamál gengur undir nafninu hrakval (e. *adverse selection*). Hrakval verður þegar fyrirtæki leitast við að gera greinarmun á viðskiptavinum sínum á grundvelli sérkenna þeirra en geta það ekki vegna ófullkominna upplýsinga. Ef einstaklingar gera sér grein fyrir sérkennum sínum en fyrirtækin síður geta einstaklingar villt á sér heimildir og er þá talað um hrakval.

Stofnanir fjármálamarkaða geta ýmist magnað eða dregið úr markaðsbrestunum. Tryggingafyrirkomulag bankakerfisins er eitt dæmi um slíkt stofnanafyrirkomulag. Með því að taka að sér eftirlit með viðskiptabönkum léttir seðlabanki byrði af viðskiptavinum sem nú þurfa ekki að verja tíma sínum í að fylgjast með rekstrarafkomu og lausafjárstöðu viðskiptabanka síns. Þá eykst sparnaður og framboð á lánsfé. Þetta verndarfyrirkomulag

kemur einnig í veg fyrir bankaáhlaup þegar grunur vaknar um slæma stöðu bankans. Hættan á bankakreppu minnkar verulega. Vernd seðlabankans felur hins vegar í sér tryggingafyrirkomulag sem getur orsakað bæði freistni og hrakval í starfsemi bankanna. Afleiðingar þessa koma þá fram í meira útlánatapi.

Stjórnendum banka er ljóst að töluverðar líkur eru á því ríkisvald og seðlabanki komi til hjálpar ef staða bankans veikist mikið. Því er ekki ólíklegt að þeir freistist til þess að taka meiri áhættu í ákvörðunum sínum en þeir myndu ella gera. Þessi tilhneiging getur komið fram á þann veg að lánað sé til áhættusamra framkvæmda eða til kaupa á áhættusömum skuldabréfum og jafnvel hlutabréfum. Þetta er freisnivandinn í hnotskurn.

Hrakval verður þegar áhættusæknir einstaklingar sækja í bankastarfsemi til þess að starfa í öruggu skjóli. Þannig geta þeir einstaklingar sem líklegastir eru til þess að taka áhættu sóst eftir að komast inn á bankamarkaðinn vegna þeirrar verndar sem starfsemi banka nýtur. Ekki þarf að fara mörgum orðum um mikilvægi öflugs bankaeftirlits.

Gera má ráð fyrir að freisnivandinn verði því meiri sem bankastofnanirnar eru stærri í hlutfalli við hagkerfið sem heild þar sem mikilvægara er fyrir stjórnvöld að tryggja rekstur stærstu bankastofnananna vegna mikilvægis þeirra fyrir efnahagslífið.

Seðlabankar reyna að stemma stigu við bæði freisnivanda og hrakvali með ýmsu móti. Líta má á bindiskyldu sem viðleitni í þessa átt. Seðlabankar skylda banka til þess að halda eftir hluta innlána á reikningi í seðlabanka en það dregur úr líkum á því að bankar komist í vanda vegna djarfrar útlánastefnu. Bankaeftirlit fylgist með rekstri banka og fjárhagsstöðu. Slíkt ætti ekki einungis að fela í sér eftirlit með eiginfjár- og lausafjárstöðu bankanna heldur einnig með því hvernig áhættustjórn er háttáð innan bankanna. Upplýsingaskylda er og lögð á bankastofnanir og þær skyldaðar til þess að birta rekstrar- og efnahagsreikninga reglulega. Mikilvægt er að viðskiptavinir, seðlabanki og stjórnvöld, geti veitt bönkum aðhald á grundvelli ítarlegra upplýsinga um rekstur þeirra og efnahag. En hvað með lántakendurna?

Ósamhverfar upplýsingar fela í sér að lántakandi veit meira um fjárfestingarkosti sína en lánardrottinn. Slík vandamál valda því að hærri vextir hafa í för með sér meiri útlánaáhættu – áhættusamari verkefni eru fjármögnuð þegar verkefni með minni arðsemi detta út af borðinu vegna hærri vaxta. Í þessu tilviki geta áhrifin komið fram á þann hátt að áhættusæknari einstaklingar sækja um lán eða þá að sömu einstaklingar sæki um lán til áhættusamari verkefna. Ástæðan er sú að lántakandi greiðir einungis afborganir og vexti til baka ef vel gengur – fær allt umfram sjálfur sem hagnað – en tapar einungis eigin framlagi, ef eitthvað er, þegar illa gengur. Þannig er hann verndaður gegn tapi – bankinn tekur skellinn – en fær að njóta ágóðans þegar vel gengur án þess að bankinn fái meira en umsamda vexti og afborganir. Af þessu leiðir að væntanlegur hagnaður fjárfesta af hinum ýmsu fjárfestingum er meiri þegar áhættan er mikil en væntanlegur hagnaður bankanna samsvarandi minni. Þegar bankar hækka vexti þá verður slíkt til þess að öruggustu fjárfestingarkostirnir hverfa og þeir áhættusamari verða eftir vegna þess að

væntanlegur hagnaður af þeim öruggari er ekki nægilega hár til þess að standa undir vaxtagreiðslum.³⁷

Þegar eigið fé fyrirtækja rýrnar vegna tapreksturs eða ógætilegrar fjárfestingar veldur það því að stjórnendur taka meiri áhættu en ella. Eins og komið hefur fram er ástæðan einföld. Því minna sem eigið fé er, þeim mun minni er sjálfsábyrgðin, þ.e. áhættan sem fyrirtækið tekur sjálft, og því meiri er væntanleg arðsemi fjárfestingarinnar. Mikil áhætta er hins vegar ekki að skapi lánardrottna.

Bankar hjálpa til við að leysa upplýsingavandamál sem þessi. Starfsemi þeirra felst í langtímasamskiptum við viðskiptavinum – fyrirtæki eða einstaklinga – og eru varfærissjónarmið yfirleitt í heiðri höfð. Þeir safna upplýsingum um viðskiptavinum og afla sér þekkingar á hinum ýmsu fjárfestingartækifærum.³⁸ Orðstír lánakanda skiptir þá máli fyrir framtíðarviðskipti og þeim verður annt um að ganga ekki á hag bankans með því að leyna upplýsingum eða taka mikla áhættu. Upplýsingasöfnun banka og langtímatengsl þeirra við lánakendur gerir þeim þannig kleift að glíma við margs konar vandamál sem koma upp við miðlun fjármagns. Með langtímasambandi við skuldunauta getur banki hagnast af því að ávaxta innlánsfé á betri máta. Best reknu bankarnir eru þeir bankar sem geta aflað mestra upplýsinga um viðskiptavinum sína, valið þá úr sem áreiðanlegastir eru og hvatt þá til hegðunar sem tekur hæfilegt mið af áhættu frá sjónarhóli bankanna.

Bankarnir grípa til ýmissa beinna aðgerða til þess að draga úr umfangi freistni og hrakvals. Þegar fjárfestir sækir um lán þarf hann að upplýsa bankann um lánshæfi sitt, svo sem fyrri lántökur, skilaferil og fjárfestingaráætlanir, og oft þarf hann að setja fram tryggingar. Því meira sem lánakandi leggur undir, þeim mun meiri hvata hefur hann til þess að gæta varfærni í fjárfestingum. Mikið eigið fé fyrirtækja minnkar líkur á að þau falli í freistni og taki of mikla áhættu í fjárfestingum sínum og er góð eiginfjárstaða lánumsækjenda því mikilvæg á sama hátt og góð veð. Fyrirtæki sem fjármögnuð eru að verulegu leyti með lánsfé eru hins vegar líklegri til þess að taka mikla áhættu. Þegar lánin hafa verið veitt reyna bankar að fylgjast með framkvæmdum og kostnaði.

Augljóst er að auðveldara er fyrir banka að hafa áhrif á hegðun lánakenda ef þeir eru tryggir viðskiptavinir. Þeir hafa hvata til þess að mynda trúnað við bankann þar sem traust hefur áhrif á ákvarðanir um lánveitingar síðar meir.

³⁷ Stiglitz, J. og Weiss, A. (1981).

³⁸ Vegna skorts á upplýsingum er sú óvissa, sem lánastofnanir standa frammi fyrir, yfirleitt meiri en hin raunverulega óvissa sem fjárfestingum fylgir. Við ákvarðanir um útlán taka fjármálastofnanirnar mið af eigin óvissu og þar sem hún er oftast meiri en hin raunverulega óvissa verður fjárfesting almennt minni en hagkvæmt er. Af þessu leiðir að því ósamhverfari sem upplýsingar eru, þeim mun færri arðbærir fjárfestingarkostir eru nýttir.

3.6.2 Upphaf fjármálakreppu

Hægt er að sjá fyrir sér röð atburða sem leiða til fjármálakreppu. Yfirleitt verða slíkar kreppur til vegna samspils ýmissa atburða. Hugum nú að þeim helstu.

Aukin óvissa

Aukin verðbólga eða verulegar gengisbreytingar auka óvissu um væntanlega arðsemi fjárfestingarkosta. Erfiðara verður að rekja óarðbærar fjárfestingar til mistaka stjórnenda eða mikillar áhættu í upphafi fjárfestingar. Við þessar aðstæður eykst freisting til að velja áhættusamari fjárfestingarkosti vegna þess að hægt er að kenna um utanaðkomandi þáttum ef illa fer. Efnahagslegur óstöðugleiki dregur því úr virkni fjármálakerfisins.

Lækkun eignaverðs

Lækkun á hlutabréfa- og fasteignamörkuðum rýrir eigið fé fyrirtækja og eignastöðu heimila. Því minna sem eigið fé er, þeim mun meiri áhættu eru stjórnendur (og heimili) tilbúnir að taka á ábyrgð bankans sem situr uppi með verðlitlar eignir ef illa fer.

Bankar gera sér að sjálfsögðu grein fyrir áhrifum eiginfjárstöðu á hegðun lántakenda og verða fjármálamarkaðir af þessum sökum virkari eftir því sem eiginfjárstaða fyrirtækja batnar. Umfang útlána eykst og fjárfesting að sama skapi. Á sama hátt veldur lækkun eignaverðs því að eiginfjárstaða fyrirtækja versnar og stjórnendur freistast frekar til þess að taka áhættu, bankar draga úr útlánnum og fjárfesting minnkar. Skyndilegar og miklar breytingar á verði hlutabréfa og fasteigna geta þannig valdið óstöðugleika í fjármálakerfinu. Þetta á einnig við um heimilin. Þegar verð á fasteignum og hlutabréfum lækkar versnar eignastaða heimilanna. Þau geta ekki veðsett eignir sínar að sama marki og áður og útlán minnka og fjárfesting í íbúðarhúsnæði dregst saman. Minni eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði getur þá valdið enn frekari lækkun á fasteignaverði, samdrætti útlána o.s.frv. Að lokum geta breytingar á verði hlutabréfa og fasteigna valdið breytingum á eiginfjárstöðu banka. Þegar eigið fé þeirra rýrnar dragast útlán saman en einnig eykst tilhneiging til þess að taka aukna áhættu í fjárfestingu og útlánnum eins og áður var lýst.³⁹

Gengislækkun

Lækkun krónunnar getur valdið verulegri rýrnun eigin fjár fyrirtækja. Ef mikill hluti skulda er í erlendri mynt veldur gengisfelling því að skuldastaðan í krónum versnar og þar með eiginfjárstaðan. Þetta er hinsvegar aðeins skammtímavandi hjá mörgum fyrirtækjum þar sem þau hafa oft tekjur í erlendri mynt. Gengislækkun getur einnig haft áhrif á eiginfjárstöðu bankanna. Þegar þeir taka lán erlendis og endurlána þau innanlands taka þeir á sig gengisáhættu, ýmist beint með því að endurlána í íslenskum krónum eða óbeint með því að vera milliliður fyrir innlenda skuldunauta sem geta orðið fyrir gengistapi. Þegar eigið fé fyrirtækja lækkar vegna gengissigs hefur það sömu áhrif á bankana og lækkun eignaverðs.

³⁹

Lækkun fasteignaverðs er m.a. talin ein helsta ástæða bankakreppunnar í Svíþjóð í byrjun tíunda áratugarins.

Rammi 3.2 Bankakreppan á Norðurlöndum

Árin 1985-86 jukust útlán bankakerfisins í Noregi um 15-35% á ári og í Svíþjóð um 82% að raunvirði árin 1986-89. Samhliða mikilli útlánaaukningu varð þenslumerkja vart í efnahagslífinu. Launaskrið á vinnumarkaði olli því að verðbólga óx hraðar en í helstu viðskiptalöndunum með neikvæðum afleiðingum fyrir samkeppnisgreinar. Í því skyni að halda niðri verðbólgu var haldið fast við óbreytt gengi. Afleiðingin var hátt vaxtastig en jafnframt mikil fjárfesting og aukin útlán.

Árið 1991 skall óveðrið á. Í kjölfar breytinga á útflutningsmörkuðum varð hækkun vaxta á heimsmarkaði í kjölfar sameiningar Þýskalands. Þá streymdi fjármagn úr landi og viðleitni fjárfesta til þess að verjast gengistapi, ásamt nokkurri spákaupmennsku, varð síðan til þess að fella þurfti gengi finnska marksins í september og sænsku krónunnar í nóvember. Norska krónan var sett á flot í desember eftir að varnir norska seðlabankans höfðu brostið. Samfara almennum samdrætti féll verð á fasteignamarkaði. Lækkun fasteignaverðs rýrði veðtryggingar og olli frekara útlánatapi. Við erfiðleika bankanna bættust bein áhrif gengislækkana sem juku skuldsetningu þeirra, einkum í Svíþjóð.

Í Noregi, Finnlandi og Svíþjóð var bönkunum veittur beinn ríkisstuðningur. Í lok ársins 1993 nam stuðningur finnska ríkisins samtals 39 milljörðum marka eða sem nam 8% af vergri landsframleiðslu ársins. Í Svíþjóð nam stuðningurinn um 65 milljörðum sænskra króna, um 4,5% af vergri landsframleiðslu ársins. Í Noregi nam stuðningurinn 24 milljörðum norskra króna, um 3,4% af vergri landsframleiðslu.

Vaxtahækkun

Hækkun útlánsvaxta hefur ýmsar afleiðingar í för með sér sem geta aukið á óstöðugleika. Hærrí vextir auka fjármagnskostnað skuldara og hafa þar með áhrif á lausafjárstöðu þeirra og eigið fé. Því hærrí sem vextirnir eru, þeim mun verri er rekstrarafkoma fyrirtækjanna en versnandi eiginfjárstaða getur leitt til áhættusamrar fjárfestingar eins og fram hefur komið.

En háir vextir hafa einnig bein áhrif á fjárfestingarákvarðanir fyrirtækjanna eins og áður var lýst. Þegar vextir eru háir hafa fyrirtæki tilhneigingu til þess að velja fjárfestingarkosti sem hafa meiri áhættu í för með sér og útlánatap bankanna eykst.

Verðhjöðnun

Lækkun verðlags frá einu tímabili til annars felur í sér að skuldir fyrirtækja vaxa að raunvirði. Þannig verður verðhjöðnun til þess að minnka eigið fé fyrirtækja. Slíkt hefur sömu áhrif á útlánastarfsemi og fjárfestingu og lýst er hér að framan. Við getum dregið

Þá ályktun að best sé að verðbólga sé lág og stöðug. Hins vegar er ekki æskilegt að verðlag sé algjörlega óbreytt frá einu tímabili til annars, þ.e. að verðbólga sé engin. Þetta stafar af því að þá eykst hætta á verðhjöðnun sem getur haft skaðleg áhrif á virkni fjármagnsmarkaða.

3.6.3 Sjálfstæður gjaldmiðill og stöðugleiki fjármálakerfis

Stýrivextir Seðlabanka Íslands hafa verið hækkaðir fjórum sinnum það sem af er árs 2005. Nafnvextir innanlands eru nú mun hærri en nafnvextir erlendis. Vextir á þriggja mánaða ríkisvixlum um þessar mundir um 6-7% hærri en sambærilegir vextir erlendis. Vaxtahækkanirnar hafa valdið hækkun raungengis og auknum innflutningi. Með vaxtahækkunum hafa stjórnvöld leitast við að draga úr framleiðslu innanlands og halda innflutningsverðlagi í skefjum í þeim tilgangi að halda verðbólgu niðri. En hátt gengi hefur einnig í för með sér viðskiptahalla sem fjármagnaður er með erlendum lántökum og erlendri útgáfu krónubréfa (EuroCod-bréfa) hér á landi. Fjárstreymi til landsins hækkar nafngengi krónunnar allt þar til væntingar um gengislækkun vega á móti áhrifum vaxtamunarins.

Áhrif lántöku banka og fyrirtækja erlendis, hvort heldur er í bönkum eða á fjármagnsmörkuðum, eru sérstaklega athyglisverð en að öðru leyti getur fjármagnsstreymið falist í því að erlendir aðilar fjárfesti beint innanlands, fjárfesti í innlendum atvinnutækjum og kaupum hlutabréf. Hækkun vaxta veikir þannig viðskiptajöfnuðinn, a.m.k. til skamms tíma, en örvar jafnframt jákvæðan fjármagnsinnflutning þegar til skamms tíma er litið. Þá eru þjóðarútgjöld meiri en þjóðarframleiðsla og hreinar skuldir erlendis vaxa.

Gengisáhætta, útlánatap og eiginfjárstaða bankanna

Þótt Seðlabankinn haldi fast við hávaxtastefnu sína krefst jafnvægi á skuldabréfa- og gjaldeyrismarkaði þess að gengið sígi smám saman. Svo lengi sem vextir innanlands eru hærri en erlendis má við því búast að gengið sígi svo að væntanleg arðsemi innlendra og erlendra skuldabréfa verði hin sama. Ef svo væri ekki myndu fjármagnshreyfingar á milli landa samstundis jafna væntanlega arðsemi skuldabréfa innanlands og utan með gengishækkun. Af þessum ástæðum má ávallt búast við því að fjármálastofnanir sem skuldsettar eru í erlendri mynt verði fyrir gengistapi þegar vextir innanlands eru hærri en erlendis.

Í framhaldi af þessu má færa rök fyrir því að vegna ótta við gengisfall þurfi ekki mikið til þess að verulegar breytingar verði á gengi krónunnar, þ.e. að hjarðhegðun verði þegar markaðsaðilar keppast við að færa eignir sínar úr íslenskum krónum í erlenda mynt. Þannig gæti orðið mikil gengislækkun ef markaðurinn missti trú á hávaxtastefnu Seðlabankans. Grunur um lækkun vaxta gæti þá valdið flæði fjármagns úr landi þegar aðilar leitast við að greiða upp erlend lán eða fjárfesta í erlendum eignum til þess að verjast væntanlegu gengistapi. Slíkir fjármagnsflutningar geta valdið mikilli og skyndilegri gengislækkun.

Við áhrif hugsanlegra gengisbreytinga bætist möguleikinn á auknu útlánatapi vegna hárra vaxta og lækkun eignaverðs. Við höfum útskýrt tengsl vaxtastigs og útlánaáhattu hér að ofan. Háir vextir eru líklegir til þess að auka áhættufjárfestingu og rýra eiginfjárstöðu lántakenda. Þess vegna er líklegt að útlánatapið aukist. Við höfum einnig lýst þróun hlutabréfaverðs og fasteignaverðs sem hvort tveggja hefur verið í sögulegu hámarki. Ef lækkun verður í framtíðinni mun slíkt veikja eiginfjárstöðu margra lántakenda og þá einnig útlánaáhattuna. Að lokum er ljóst að aukin verðbólga og minni efnahagslegur stöðugleiki getur orðið til þess að veikja fjármálakerfið frekar með því að auka útlánaáhattu og grafa undan trausti á genginu.

3.6.4 *Hvert stefnir?*

Hreinar erlendar skuldir eru nú um 150% af VLS (*Peningamál*, september 2005). Það tæki m.ö.o. eitt og hálf t. árið fyrir þjóðina að skapa jafnmikil verðmæti og hún skuldar nú erlendis umfram eignir. Þetta hlutfall var rúmlega 130% árið 2004 og um 100% árið 2003 og 60% árið 1998. Hér hafa því orðið miklar breytingar. Í nýlegri ritgerð skrifaði bandaríski hagfræðingurinn Michael Mussa að efri mörk skuldsetningar bandaríska hagkerfisins væru um 100% af VLF markið og af þeim sökum væri ekki unnt að hafa viðskiptahalla upp á 5% af VLS til lengdar.⁴⁰

Gengisfall mun verða þess valdandi að hrein skuldastaða þjóðarinnar versnar enn frekar. Slík aðlögun hefur yfirleitt í för með sér tímabundið krepptástand ef litið er til reynslu annarra þjóða.

Viðskiptahallinn var um 12% af VLF á árinu 2005. Það eru aðeins fáein dæmi um lönd sem hafa haft viðskiptahalla hærra en 5% af VLF á síðustu áratugum. Það er einkum í ríkjum Afríku, Mið- og Suður-Ameríku og Miðausturlanda sem finnast dæmi um slíkan viðskiptahalla á árunum 1970-2001. Hið sama má segja um hreina skuldastöðu þjóðarinnar erlendis. Hér að neðan er tafla sem sýnir skuldastöðu þeirra þróaðra ríkja sem mest skulduðu (umfram eignir) árið 2003.

Það sem skiptir meginmáli hér er hversu mikið útlendingar vilja lána Íslendingum, þ.e.a.s. hversu mikið af eignum – t.d. í formi skuldabréfa – þeir vilja eiga sem hlutfall af okkar landsframleiðslu. Þetta ákvarðar hámark skuldastöðu okkar gagnvart útlöndum og einnig það hversu hár viðvarandi viðskiptahalli getur verið. Við getum tekið sem dæmi að hámark (hreinna) erlendra skulda sé 100% af VLF. Þá getur viðvarandi viðskiptahalli sem hlutfall af VLF verið jafn hagvextinum. 6% hagvöxtur til frambúðar segir okkur að hámark þess viðskiptahalla sem við getum haldið úti ef útlendingar vilja eiga innlendar eignir að verðmæti 100% VLF sé einnig 6%. Nú er skuldastaðan 150% af VLF. Ef við gefum okkur að hámarkið sé 170%, svo dæmi sé tekið, þá er hámark viðvarandi viðskiptahalla – sem heldur skuldastöðunni í horfinu – 3,5%. En viðskiptahallinn var um

⁴⁰

Michael Mussa (2004).

12% af landsframleiðslu á síðasta ári. Við getum þá búist við því að hann aukist þangað til einhverju hámarki er náð en þá verður gengisaðlögun óumflýjanleg.

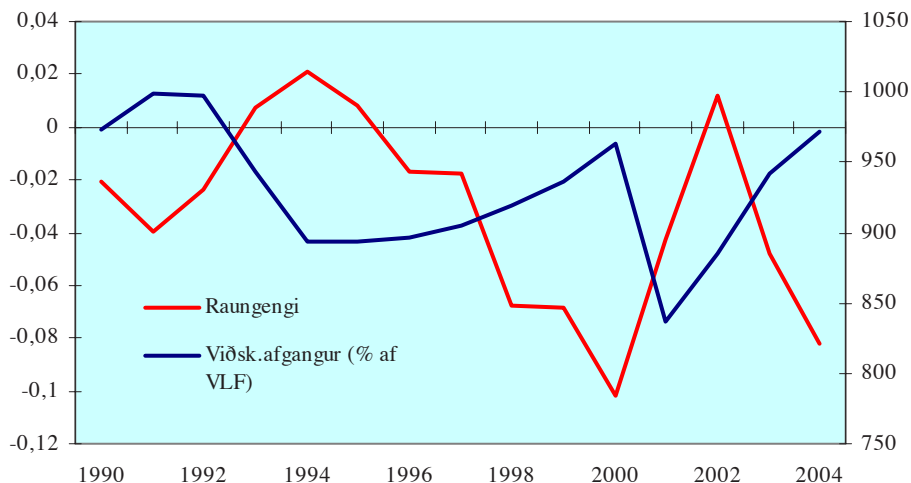
Tafla 3.2 Skuldastaða nokkurra ríkja.

Ástralía	59,1
Bandaríkin	22,1
Danmörk	13,0
Finnland	35,9
Kanada	20,6
Nýja-Sjáland	131,0
Svíþjóð	26,5

Viðskiptahalli og raungengi ákvarðast saman og er sambandið á milli þeirra flókið. Það er því lykilspurning hvernig þessar tvær stærðir bregðast við lækkun innstreymis fjármagns. Þá er einnig spurning hvernig aðrar stærðir efnahagslífsins myndu breytast í kjölfarið eins og hagvöxtur og atvinnuleysi. Margir hagfræðingar hafa reynt að meta hversu mikið raungengi þarf að lækka ef viðskiptahalli á að hverfa eða að minnsta kosti lækka mikið. Viðskiptahalli í Bandaríkjunum er nú um 5% af VLF. Mat þarlandra hagfræðinga á nauðsynlegri lækkun raungengis er á bilinu 25% til 90%. Michael Mussa hefur t.d. metið að hver 1% lækkun viðskiptahallans krefjist 10% lækkunar raungengis. Auðvitað á þetta einungis við um Bandaríkin og Bandaríkin hafa þá sérstöðu að því leyti að geta tekið lán og greitt aftur með eigin mynt. En að gefnum þessum fyrirvara þá mætti gera ráð fyrir að minnkun viðskiptahalla hér á landi krefjist mikillar lækkunar raungengis.

Á Íslandi lækkaði raungengi um 8% frá árinu 2000 til 2002 og viðskiptahallinn minnkaði úr 10,2% í 1,2% af VLF, sem sagt úr honum dró um 9% af VLF. Það er því mögulegt að nauðsynleg raungengislækkun sé minni hér á landi en í Bandaríkjunum. Þetta er í samræmi við það sem hefur gerst í öðrum smárikjum. Ef til vill skiptir stærð landa beinlínis máli í þessu sambandi. Önnur möguleg ástæða þess í ljósi okkar aðstæðna væri sú að viðskiptahalli hefði verið svo mikill vegna fyrirsjáanlegrar raungengislækkunar. Raungengislækkunin hafi þá ekki einungis hækkad verð innflutnings og þar með dregið úr eftirspurn heldur og einnig bundið endi á spákaupmennskueftirspurn eftir innfluttum vörum. Þá batnar viðskiptajöfnuðurinn meira við raungengislækkun en teygnistuðlar innflutnings og útflutnings gefa til kynna.

Mynd 3.11 Raungengi og viðskiptaafgangur 1990-2004.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Reynsla annarra þjóða segir okkar hverjar afleiðingar minnkunar viðskiptahalla geta orðið. Minni hagvöxtur og oft kreppa fylgja yfirleitt í kjölfarið. Reyndar hefur komið í ljós að þau lönd sem eru opnari gagnvart utanríkisviðskiptum – hlutfall innflutnings og útflutnings af VLF er hátt – sleppa oft léttar út úr aðlögunarferlinu.⁴¹ Þá ber að hafa í huga að ekki er augljóst að fjárstreymið muni stöðvast skyndilega.

3.7 Niðurstöður

Þegar gengi er fest eða gjaldmiðill sameinaður stærri gjaldmiðli þá ákvarðast vextir ekki lengur innan lands og innlend stjórnvöld hafa ekki lengur áhrif á vexti og gengi. Peningamálastefnan er nú ákvörðuð erlendis. Þannig getur sú staða komið upp að peningamálastefnan sé röng í þeim skilningi að vextir lækki þegar spenna myndast á vinnumarkaði eða þá að hún sé ýmist of veik eða of sterk vegna þess að smekkur útlendinganna sé annar en innlendra aðila – útlendingum sé t.d. verr við verðbólgu en Íslendingum.

Sveigjanlegt gengi hefur einn meginkost umfram fastgengisstefnu. Fastgengisstefna eykur líkur til muna á óstöðugleika á fjármálamörkuðum. Reyndar er það svo að þau lönd sem hafa ratað inn í fjármálakreppu undanfarin ár hafa langflest fylgt fastgengisstefnu (Mexíkó og Asíulöndin, svo sæmi séu tekin). Vegna takmarkaðs trausts

⁴¹ Einnig hefur verið sýnt fram á að þegar land er opið gagnvart fjármagnslutningum að kreppa verður minni og skammvinnari.

á innlendum gjaldmiðli grípa innlendir aðilar oft til þess ráðs að taka lán í erlendum gjaldmiðli. Þessi var raunin í Chile árin fyrir fjármálakreppuna þar árið 1982, í Mexíkó fyrir kreppuna 1994 og í Austur-Asíu fyrir kreppuna í lok tíunda áratugarins. Ef nú seðlabanki hefur sett sér gengismarkmið og skuldir eru í erlendum gjaldmiðli en eignir í innlendum gjaldmiðli leiðir hrun gengisstefunnar – skyndileg gengislækkun – til þess að skuldahliðin stækkar á meðan eignahliðin helst óbreytt. Þetta veldur lækkun útlána bankakerfisins og þar með verður einnig minni fjárfesting og framleiðsla í hagkerfinu. Þetta var ástæða samdráttarins í Chile 1982, Mexíkó 1994 og Suðaustur-Asíu 1997-98.

Það er mikill kostur verðbólguþröskuldráttarinnar að gengisbreytingar verða minni en ella vegna þess að gengi er frjálst að breytast frá einum degi til annars. Þess vegna eru líkur á verulegu og skyndilegu gengisfalli mun minni. Þetta fyrirkomulag hvetur einnig fyrirtæki og banka til þess að dreifa gengisáhættunni og tryggja sig fyrir óvæntum gengisbreytingum.

Fastgengisstefnan eykur einnig fjármagnsstreymi til landsins vegna þess að hún felur í sér loforð seðlabankans um að verja gengi gjaldmiðilsins. Slíkt fjármagnsinnflæði er oft samfara útlánaþenslu. Ekki hjálpar ef litíð er svo á að ríkisvald muni grípa inn í og hjálpa bönkum ef í harðbakkann slær og ef fjármálaeftirlitið er veikt. Ef nú útlánaþap veikir bankana dragast útlán enn frekar saman og hætta á gengishruni verður mun meiri þegar fjárfestar flytja fjármagn sitt úr landi. Verðbólguþröskuldráttarinn hefur hér þann kost að ekkert loforð er gefið um framtíðargengi gjaldmiðilsins. Þetta eykur á óvissu fjárfesta og dregur úr innstreymi fjármagns og útlánaþenslu.

Sú spurning vaknar hvort seðlabanki, sem fylgir verðbólguþröskuldráttarinn, eigi að bregðast við breytingum eignaverðs – sem er eitt megineinkenni vaxandi fjármálaóstöðugleika – t.d. sýnilegri bólu á hlutafjármarkaði. Nýráðinn seðlabankastjóri Bandaríkjanna, Ben Bernanke, hefur til að mynda haldið því fram að seðlabankar eigi ekki að reyna að hafa áhrif á hækkandi eignaverð – hlutabréfa eða fastaeigna, svo dæmi séu tekin – nema að því leyti sem hækkandi eignaverð eru fyrirboði vaxandi almennrar verðbólgu.⁴² Kenning hans er sú að seðlabanki, sem fylgir verðbólguþröskuldráttarinn, dragi úr sveiflum verðlags og framleiðslu hvort sem bóla hefur myndast á hlutabréfamörkuðum eður ei. Framleiðniaukning leiðir þá til þess að seðlabanki lækkar vexti þrátt fyrir hækkandi hlutabréfaverð en þegar eftirspurn eftir vörum og þjónustu er mikil þá eru vextir hækkaðir en það veldur því að eignaverð lækkar fyrir vikið. Verðbólguþröskuldráttarinn hjálpar seðlabankanum að bregðast rétt við breytingum eignaverðs. Á hinn bóginn sé mikil hætta því samfara að reyna að hafa bein áhrif á verð hlutabréfa vegna þess að slík inngríp geti haft ófyrirséð áhrif. Bernanke heldur því fram að enginn ávinningur sé af því að bregðast við bólu á hlutabréfamarkaði enda þótt fullkomin vissa sé um tilvist hennar.

Hagfræðingar Englandsbanka og Evrópska seðlabankans eru á annarri skoðun. Þeir halda því fram að seðlabankar eigi að bregðast við miklum breytingum eignaverðs í því skyni

⁴²

Bernanke og Gertler (2001).

að auka stöðugleika fjármálakerfisins. Þannig eigi að hækka vexti þegar hækkun hlutabréfavísitölu hefur náð ákveðnu marki. Rökin fyrir þessu eru þá þau að eignaverðsbólur valdi óstöðugleika í hagkerfinu og óvæntum breytingum verðbólgu.

Það fyrirkomulag peningamála að hafa sjálfstæðan gjaldmiðil og sjálfstæðan seðlabanka, sem fylgir verðbólguþéttum, hefur einnig þann kost að raungengi getur breyst fljótt í kjölfar ýmissa hnykkja, svo sem breyttra aflabragða, viðskiptakjara og olíuverðs. Þegar gengi er fast – hvort sem er vegna þess að seðlabanki fylgir gengismarkmiði eða þá að um sameiginlega mynt er að ræða – þá þarf innlent verðlag að breytast ef raungengi á að geta breyst. Slíkt getur tekið langan tíma. Í nýlegri ritgerð sýna þeir Sebastian Edwards og Eduardo Yeyati fram á að sveiflur viðskiptakjara – sem skipta miklu máli fyrir lítið, opið hagkerfi – hafa minni áhrif á hagvöxt þegar seðlabanki fylgir verðbólguþéttum heldur en þegar hann fylgir gengismarkmiði.⁴³

Á móti vegur að langtímavextir (raunvextir) geta verið hærri þegar seðlabanki fylgir verðbólguþéttum en þegar hann fylgir gengismarkmiði. Ástæðan er sú að sveiflur gengis eru tilefni til þess að lánardrottinnar krefjist áhættubótar sem leggst ofan á vextina. Þetta er þá einn aðalókostur þess að hafa eigin mynt og seðlabanka með verðbólguþéttum; vextir verða hærri og þá væntanlega fjárfesting minni.

⁴³

Edwards og Yeyati (2005).

4 Samkeppnisatvinnuvegir

Í þessum kafla er fjallað um mikilvægi útflutnings- og samkeppnisgreina fyrir íslenskt þjóðarþú og hvaða áhrif breytingar á innflutningsverðlagi hafa á almennt verðlag og kauplag og afkomu fyrirtækja. Rætt er um þá gengisstefnu sem fylgt hefur verið á Íslandi síðustu hálfa öld og vikið að því hvaða áhrif sterk staða sjávarútvegs hafði á aðrar greinar er eiga í samkeppni við erlend fyrirtæki. Þá er fjallað um utanríkisverslun Íslendinga og þróun hennar síðastliðna áratugi, ekki síst eftir inngönguna í EES. Raunverulegir valkostir Íslendinga í gengismálum eru aðeins tveir eins og fram kom í öðrum kafla hér að framan: sú flotgengisstefna sem fylgt hefur verið eða fast gengi með aðild að evrópska myntsamstarfinu.

4.1 Vægi samkeppnis- og útflutningsgreina

Innan hagfræðinnar hefur sú lenska löngum haldist að greina á milli þeirra atvinnugreina sem framleiða afurðir sem hægt er að eiga milliríkjavíðskipti með og þeirra sem ekki er hægt flytja milli landa. Til fyrrnefnda flokksins teljast frum- og úrvinnslugreinar en þróaðir alþjóðamarkaðir eru til fyrir allar tegundir hrávöru og iðnaðarvöru vega þungt í milliríkjavíðskiptum. Öðru máli gegnir um ýmsa staðbundna atvinnustarfsemi og þjónustu. Samgöngur eru að sönnu mikilvægar fyrir hvert land en innviðir lands eru staðbundnir og verða ekki seldir eða keyptir á alþjóðamörkuðum. Sama á við um ýmsa þjónustu og er þar dæmisagan um rakarann sennilega þekktust. Rakarinn getur ekki flutt þjónustu sína úr landi heldur eingöngu boðið hana þeim er koma á stofu hans, heimamönnum jafnt sem útlendingum.

Enda þótt þessi greinarmunur eigi vissulega rétt á sér má einnig fara þá leið að líta bæði til þess hvaða greinar eiga í erlendri samkeppni og hvaða aðrar atvinnugreinar skapa gjaldeyrstekjur þjóðarinnar. Sé þessi skilgreining notuð telst sjávarútvegur, framleiðsla á áli og járnblendi, framleiðsla á ýmsum öðrum iðnaðarvörum, verulegur hluti af flug- og sjósamgöngum og ýmis þjónusta til útflutningsgreina en flestar aðrar iðngreinar til samkeppnisgreina. Í mörgum tilfellum getur þó verið örðugt að greina hversu stóran hluta tiltekinna iðngreina beri að líta á sem útflutningsgreinar og hversu stóran hluta til samkeppnisgreina. Til einföldunar er hér litið svo á að sjávarútvegur – bæði fiskveiðar og -vinnsla, framleiðsla á áli og járnblendi, flugsamgöngur, þjónusta flutningsmiðlara og ferðaskrifstofa og hótél- og veitingahúsarekstur teljist til útflutningsgreina en allur annar iðnaður til samkeppnisgreina. Aðrar atvinnugreinar eru ekki taldar eiga í samkeppni við útlönd. Samkvæmt þessari skilgreiningu var hlutur útflutningsgreina í vergri landsframleiðslu tæp 16% árið 2003, hlutur samkeppnisgreina um 8% en hlutur

heimagreina um 76%. Langstærstur hluti íslenskra fyrirtækja átti samkvæmt þessu ekki í beinni samkeppni við erlenda aðila.

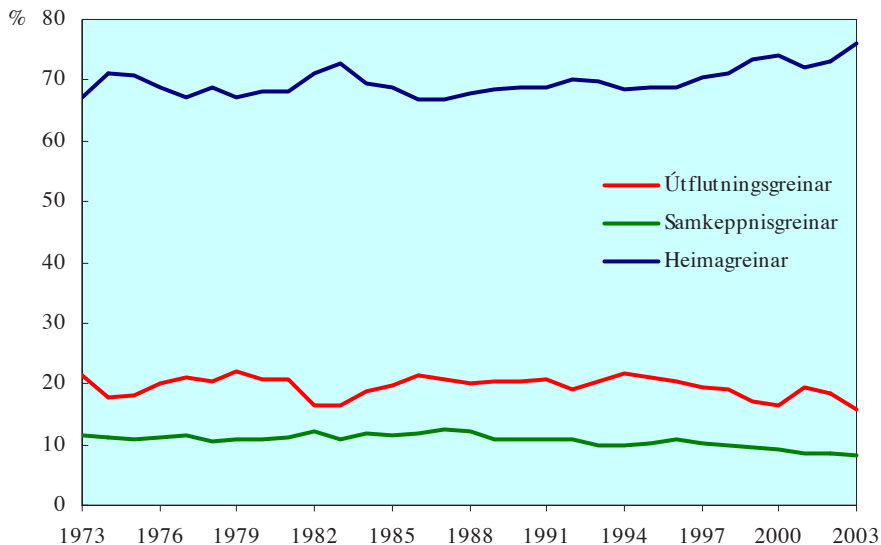
Tafla 4.1 Hlutfallslegt framlag atvinnugreina til vergrar landsframleiðslu árið 2003.

Útflutningsgreinar, samtals	15,7
<i>Fiskveiðar</i>	6,6
<i>Vinnsla sjávarafurða</i>	2,7
<i>Framleiðsla málma</i>	1,3
<i>Hótel og veitingahúsaðstæður</i>	1,6
<i>Flugsamgöngur</i>	2,0
<i>Flutningaþjónusta, starfsemi ferðaskrifstofa og flutningamiðlun</i>	1,5
Samkeppnisgreinar, samtals	8,1
<i>Annar matvæla og drykkjarvöruíðnaður</i>	2,2
<i>Textíliðnaður</i>	0,2
<i>Fataíðnaður; sítun og litun loðskinna</i>	0,1
<i>Trjáíðnaður</i>	0,2
<i>Pappíríðnaður</i>	0,1
<i>Útgáfustarfsemi og prentiðnaður</i>	1,0
<i>Efnaíðnaður</i>	0,9
<i>Gúmmí- og plastvöruframleiðsla</i>	0,3
<i>Gler-, leir-, og steinefnaíðnaður</i>	0,6
<i>Málmsmíði og viðgerðir</i>	0,8
<i>Vélsmíði og vélaviðgerðir</i>	0,6
<i>Framleiðsla og viðgerðir rafmangsvéla og tækja</i>	0,1
<i>Framleiðsla og viðhald á lækninga-, mælingartækjum, úrum o.fl.</i>	0,3
<i>Framleiðsla annarra farartækja</i>	0,4
<i>Húsgagnaíðnaður og annar ótalinn iðnaður</i>	0,3
Heimagreinar, samtals	76,2
<i>Landbúnaður, dýraveiðar og skógrækt</i>	1,5
<i>Námugröftur og vinnsla hráefna úr jörðu</i>	0,1
<i>Veitur</i>	3,6
<i>Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð</i>	8,0
<i>Verslun og ýmis viðgerðarþjónusta</i>	11,2
<i>Samgöngur á landi; flutningar eftir leiðslum</i>	1,1
<i>Samgöngur á sjó og vatnaleiðum</i>	0,9
<i>Póstur og sími</i>	2,3
<i>Fjármálaþjónusta, lífeyrissjóðir og váttryggingar</i>	7,5
<i>Fasteignaviðskipti, leigustarfsemi og ýmis sérhæfð þjónusta</i>	14,3
<i>Opinber stjórnsýsla; almannatryggingar</i>	5,8
<i>Fræðslustarfsemi</i>	5,5
<i>Heilbrigðis- og félagsþjónusta</i>	10,2
<i>Önnur samfélagsþjónusta</i>	4,0
<i>Heimilishald með launuðu starfsfólki</i>	0,1
Samtals allar atvinnugreinar	100,0

Heimild: Hagstofa Íslands

Á árunum 1973–2003 nam framlag útflutningsgreina til vergrar landsframleiðslu að meðaltali 19,7%, framlag samkeppnisgreina svaraði til 10,7% en heimagreinar stóðu að jafnaði að baki tæpra 70% af landsframleiðslu. Hlutur samkeppnisgreina hefur dregist nokkuð saman á síðustu 15 árum. Á áttunda og lengst af níunda áratugnum var hlutfall þeirra í landsframleiðslu um 12% en hafði fallið í rúm 8% í upphafi nýrrar aldar. Hlutur útflutningsgreina í landsframleiðslu hefur sömuleiðis dregist saman. Þetta hlutfall var yfirleitt um 21% fyrsta áratug tímabilsins en féll í rúm 16% í sjávarútvegskreppunni í upphafi níunda áratugarins. Hlutfallið jókst síðan aftur og var ríflega 20% fram undir aldarlok en síðustu árin hefur vægi útflutningsgreina aftur minnkað. Árið 2003 var framlag þeirra til landsframleiðslu komið í tæp 16% og hafði ekki áður verið jafnlítið á því 30 ára tímabili sem hér er til skoðunar. Vægi heimagreina hefur aftur á móti aukist hin síðustu ár og voru þær ríflega þrjú fjórðu hlutur landsframleiðslu árið 2003.

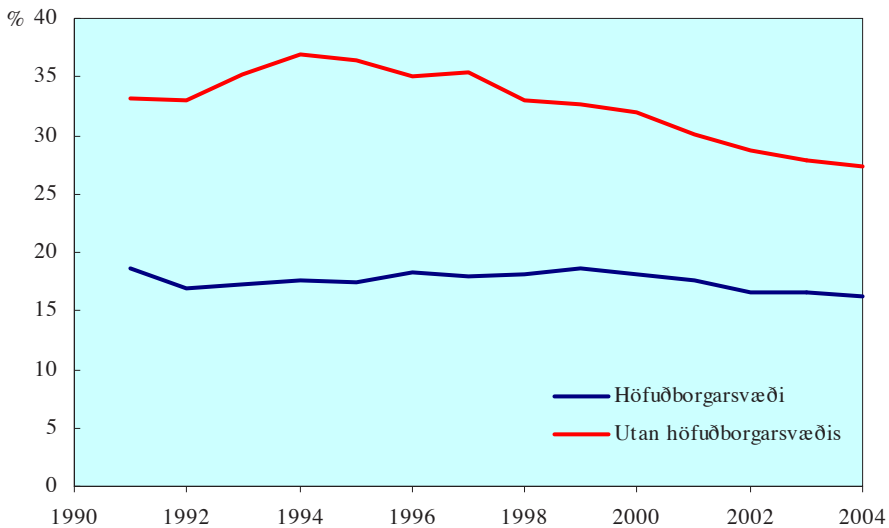
Mynd 4.1 Hlutur útflutnings- og samkeppnisgreina í landsframleiðslu árin 1973–2003.



Heimild: Hagstofa Íslands

Vægi samkeppnis- og útflutningsgreina í atvinnulífi landsmanna er mjög ólíkt eftir landshlutum. Mun fleiri starfa við þessar atvinnugreinar utan höfuðborgarsvæðisins en í Reykjavík og nágrenni en þar eru þjónustustörf veigameiri þáttur í atvinnustarfsemi. Á árinu 1991 féll þriðjungur ársverka utan höfuðborgarsvæðisins til í sjávarútvegi, iðnaði eða hótél- og veitingahúsarekstri. Á höfuðborgarsvæðinu unnu hins vegar mun færri í fyrirtækjum í þessum greinum, eða nálega 19%. Þessi munur jókst á næstu árum og 1995 unnu tvöfalt fleiri við þessa atvinnustarfsemi utan höfuðborgarsvæðisins en innan. Undanfarin ár hefur störfum í sjávarútvegi fækkað verulega, sérstaklega utan Suðvesturlands. Árið 2004 unnu um 27% þeirra sem bjuggu utan Reykjavíkur og nágrennis störf í áðurnefndum greinum en 16% þeirra sem bjuggu á höfuðborgarsvæðinu.

Mynd 4.2 Fjöldi ársverka í sjávarútvegi, iðnaði og hótél- og veitingahúsarekstri sem hlutfall af heildarfjölda ársverka árin 1991–2004.



Heimild: Hagstofa Íslands

4.2 Áhrif innflutningsverðs á almennt verðlag og laun

Flest íslensk fyrirtæki nota erlend aðföng við framleiðslu sína þótt í mismiklum mæli sé. Sum eru háð erlendu hráefni en önnur byggja framleiðslu sína einkum á innlendum aðföngum, svo sem vinnuafli og orku, og innfluttum vélum og tækjum. Samkeppnisstaða þeirra – bæði innanlands og utan – ræðst vitaskuld af fjölmörgum þáttum en einn þeirra mikilvægustu er þróun gengis. Beinu áhrifin eru þau að verð á innfluttum aðföngum í krónum talið hækkar þegar gengi krónunnar fellur og lækkar að sama skapi þegar krónan styrkist. Gengislækkun verður jafnframt til þess að meira fæst fyrir afurðir sem eru seldar á erlendum mörkuðum og öfugt. Óbeinu áhrifin koma fram í gegnum breytingar á almennu verðlagi og launum. Þá hafa gengisbreytingar áhrif á skuldastöðu fyrirtækja sem hafa tekið lán í erlendum gjaldeyri og fjármagnsgjöld þeirra.

Á síðustu árum hafa verið gerðar tvær rannsóknir á verð- og launamyndun á Íslandi þar sem leitast er við að varpa ljósi á tengsl innflutningsverðlags og almenns verðlags og kauplags, sjá Guðmund Guðmundsson (2002) og Þórarín G. Pétursson (2002). Í rannsókn Guðmundar eru notuð ársfjórðungsgögn. Þegar þetta samband er metið með tölfræðilegum aðferðum frá fyrsta ársfjórðungi 1984 til þriðja ársfjórðungs 1990 kemur í ljós að 1% hækkun á innflutningsverðlagi á sama ársfjórðungi eykur verðbólgu um 0,36%. Breytingar á innflutningsverðlagi næstu tvo ársfjórðunga á undan reynast hafa neikvæð áhrif, en vart tölfræðilega marktæk, á breytingar á vísitölu neysluverðs. Þegar aftur á móti er litið til tímabilsins frá fjórða ársfjórðungi 1990 til síðasta ársfjórðungs

2000 virðist mun veikara samband vera á milli breytinga á innflutningsverðlagi og verðbólgu. Hækkun á innflutningsverðlagi um 1% eykur verðbólgu á sama ársfjórðungi nú einungis um 0,19% – helmingi minna en á fyrra tímabilinu – og hækkun á innflutningsverðlagi tveimur ársfjórðungum á undan dregur nú marktækt úr hækkun neysluvéruverðs. Þessi umskipti eru fyrst og fremst rakin til þess að verðbólga var mun minni á seinna tímabilinu en á því fyrra. Þegar laun og innflutningsverð hækka verulega umfram framleiðnibreytingar sé því óhjákvæmilegt fyrir fyrirtæki að breyta söluverði sínu nokkurn veginn í samræmi við þær kostnaðarhækkanir. Eftir þjóðarsátt hafi breytingar á launum og innflutningsverðlagi vart verið umfram breytingar á öðrum óreglulegum þáttum, svo sem heildareftirspurn, framleiðni og verðsamkeppni, sem áhrif hafi á almennt verðlag. Fyrir vikið mælist ekki eins náðið samband á milli breytinga á gengi og kauplagi annars vegar og almennu neysliverði hins vegar. Þess má geta að athuganir Alþjóða greiðslujöfnunarbankans (e. *Bank for International Settlements*) á nokkrum stærstu iðnríkjum heims benda einnig til þess að hreyfingar í innflutningsverði komi síður fram í verðlagi en áður. Einnig virðist verðbólga síður ráðast af innlendum kostnaðarhækkunum en var fyrir nokkrum áratugum. Þetta mætti til dæmis rekja til þess að vaxandi útflutningur frá löndum með mikið vinnuafli kunni að draga úr kaupkröfum víða um heim.⁴⁴

Í rannsókn sinni notar Þórarinn G. Pétursson einfalt fræðilegt líkan þar sem ófullkomin samkeppni ríkir á vöru- og vinnumarkaði til að kanna verð- og launamyndun á Íslandi á tímabilinu 1973–1999. Þrjú þættir reyndust skipta mestu fyrir þróun verðbólgu og launa á þessum árum. Í fyrsta lagi má nefna baráttu launþega og atvinnurekenda um sem stærstan hlut í heildarvirðisauka framleiðslunnar. Verðhækkanir á afurðum fyrirtækja leiða þannig til þess að samtök launþega krefjast hlutdeildar í hækkuninni og sú togstreita er síðan til lykta leidd í kjarasamningum. Í öðru lagi hafa breytingar á raungengi áhrif á laun og verðlag. Hækkun erlends verðlags eða gengislækkun verður þá til þess að auka eftirspurn eftir staðkvæmdarvörum, þ.e. framleiðslu innlendra fyrirtækja, og fyrirtækin geta fyrir vikið hækkað verð á vörum sínum. Sú verðhækkun leiðir sem fyrr segir til þess að launþegar og atvinnurekendur takast á um hvernig skipta eigi þeirri köku. Í þriðja lagi veldur umframeftirspurn á innlendum markaði því að innlent verðlag hækkar þar til eftirspurn hefur á ný lagað sig að framleiðslugetu hagkerfisins. Hið sama á sér stað á vinnumarkaði; þar leiðir umframeftirspurn eftir vinnuafli til þess að laun hækka uns jafnvægi kemst aftur á. Í hinni tölfraedilegu rannsókn er sýnt fram á að 1% hækkun á innflutningsverðlagi leiðir til þess að almennt verðlag í landinu hækkar á sama tímabili um 0,37% og að 1% breyting á launum hækkar verðlag um 0,32%. Hluti af áhrifum launabreytinganna gengur síðar til baka. Breytingar á innflutningsverðlagi hafa hins vegar ekki strax áhrif á laun, heldur líða tvö tímabil þar til þær breytingar skila sér í hækkun launa. Til lengri tíma litið er ekkert fast samband á milli raunlauna og innflutningsverðlags. Verðlag ræðst hins vegar til langs tíma af tveimur þáttum, annars vegar af álagi fyrirtækja ofan á launakostnað og hins vegar af innflutningsverðlagi. Fyrirnefndi þátturinn vegur þyngra. Óbein áhrif gengisbreytinga á íslensk fyrirtæki eru

⁴⁴

Sjá BIS (2005).

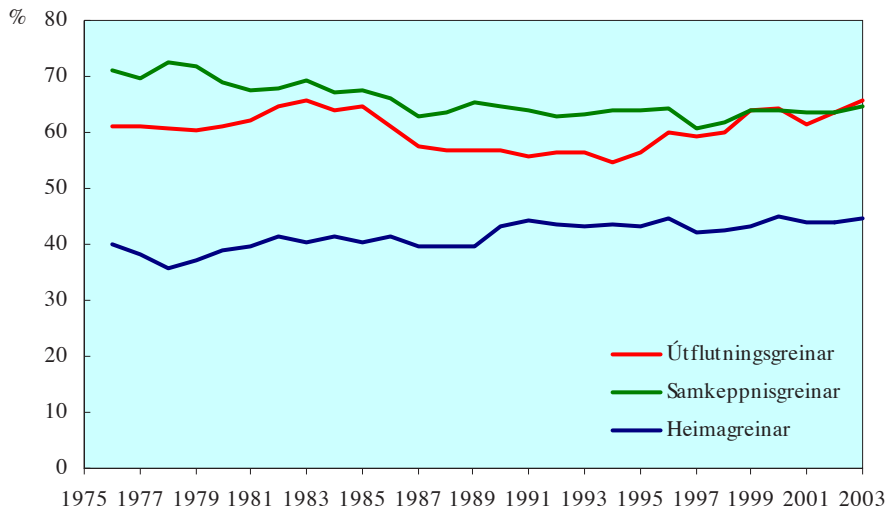
samkvæmt þessu þrjúþætt. Í fyrsta lagi hækkar almennt verðlag um leið og breytingarnar eiga sér stað. Í öðru lagi hefur hækkun almenns verðlags þegar áhrif á laun og í þriðja lagi hafa gengisbreytingar einnig áhrif á laun með tímanum.

Þau fyrirtæki sem eru háð erlendum aðföngum sem engar innlendar vörur geta komið í staðinn fyrir eru edlilega viðkvæmust fyrir gengisbreytingum, ekki hvað síst ef þessi aðföng veða þungt í heildarkostnaði þeirra. Það sama gildir um fyrirtæki sem selja afurðir sínar eingöngu á erlendum mörkuðum. Svo sem ofangreindar rannsóknir gefa til kynna hafa þó breytingar á innflutningsverðlagi áhrif á öll fyrirtæki með tímanum þótt þau áhrif geti verið mismengi að koma fram eftir því hvernig notkun fyrirtækja á framleiðsluþáttum er háttáð. Breytingar á innflutningsverðlagi hafa þannig skjótt veruleg áhrif á rekstur þeirra fyrirtækja sem nota hlutfallslega mikið af hrávöru og öðrum aðföngum vegna þess að almennt verðlag er fljótt að breytast þegar innflutningsvörur hækka í verði. Þau fyrirtæki sem hafa hlutfallslega háan launakostnað standa betur að vígi þar sem lengri tíma tekur fyrir breytingar á innflutningsverðlagi að skila sér í breytingum á launum en á verði á erlendum aðföngum.

4.3 Aðföng og gengisáhætta

Á tímabilinu 1976–2003 vógu kaup á aðföngum mun þyngra í rekstri íslenskra fyrirtækja sem áttu í erlendri samkeppni en þeirra sem stöfuðu á heimamarkaði, sjá mynd 4.3. Hjá fyrirtækjum á innlendum samkeppnismarkaði var þetta hlutfall í upphafi tímabilsins ríflega 70%, rúm 60% hjá útflutningsfyrirtækjum en tæplega 40% hjá fyrirtækjum á heimamarkaði. Við lok tímabilsins var þetta hlutfall um 65% í bæði útflutnings- og samkeppnisgreinum en um 45% hjá þeim fyrirtækjum sem ekki áttu í erlendri samkeppni. Íslensk fyrirtæki sem áttu í samkeppni við erlend fyrirtæki, hvort heldur var á heimamarkaði eða erlendis, voru því til muna berskjaldaðri fyrir gengisbreytingum og breytingum á verðlagi erlendis en önnur fyrirtæki. Hjá útflutningsfyrirtækjum var hlutfall aðfanga af tekjum að jafnaði hæst í fiskvinnslu og stóriðju, eða yfir 70%, og um liðlega 2/3 í flugsamgöngum. Hjá samkeppnisgreinum var hlutfallið að meðaltali hæst í matvæla- og drykkjarvöruviðnaði, eða yfir 80%. Skipafélög og byggingarfyrirtæki voru með hæst hlutfall af heimafyrirtækjum, ríflega 60%.

Mynd 4.3 Kostnaður við kaup á aðföngum sem hlutfall af heildartekjum í útflutnings-, samkeppnis- og heimagreinum árin 1976–2003.

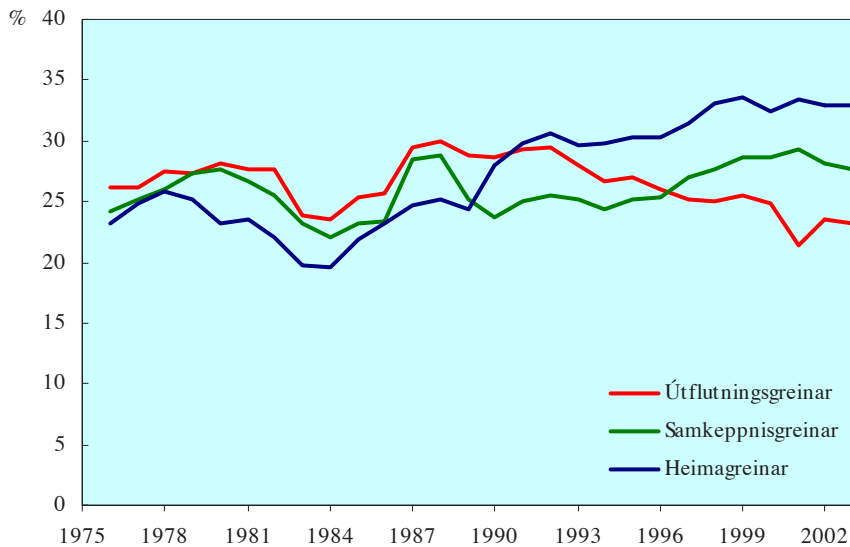


Heimild: Hagstofa Íslands

Mun minni munur er á hlutfallslegum launakostnaði íslenskra fyrirtækja eftir því hvort þau eiga í erlendri samkeppni eða ei, sjá mynd 4.4. Við upphaf tímabilsins var þetta hlutfall nálega fjórðungur hjá öllum fyrirtækjum en síðan hefur launakostnaður fyrirtækja á heimamarkaði vaxið hlutfallslega en minnkað hjá útflutningsfyrirtækjum. Árið 2003 hafði hlutfallið hækkað úr 23% og í 33% hjá fyrirtækjum sem ekki eiga í erlendri samkeppni, það hafði hækkað úr 24% í 28% hjá samkeppnisfyrirtækjum en fallið úr 26% í 23% hjá útflutningsfyrirtækjum. Þessi þróun hefur einkum átt sér stað eftir 1990 en fram að þeim tíma þróaðist hlutfallslegur launakostnaður með svipuðum hætti hjá öllum fyrirtækjum.

Ársverkum hefur fækkað töluvert í fiskvinnslu og stóriðju á síðasta áratug og skýrir það vafalítið hluta af þessari þróun. Önnur skýring kann að vera sú að samkeppni sé grimmari hjá útflutnings- og samkeppnisgreinum en hjá fyrirtækjum sem eingöngu glíma við innlenda samkeppni. Fyrirtæki sem etja kappi við erlend fyrirtæki verði því að sýna meiri framleiðni og hagkvæmni í rekstri og það gæti m.a. komið fram í aðhaldssamri launastefnu. Hjá útflutningsfyrirtækjum voru laun hlutfallslega stærstur hluti tekna í fiskveiðum, ríflega 40% að meðaltali, hjá samkeppnisfyrirtækjum var hlutfallið hæst í leðuriðnaði, 45%, og hjá heimafyrirtækjum hæst í opinberri stjórnsýslu, eða yfir helmingur.

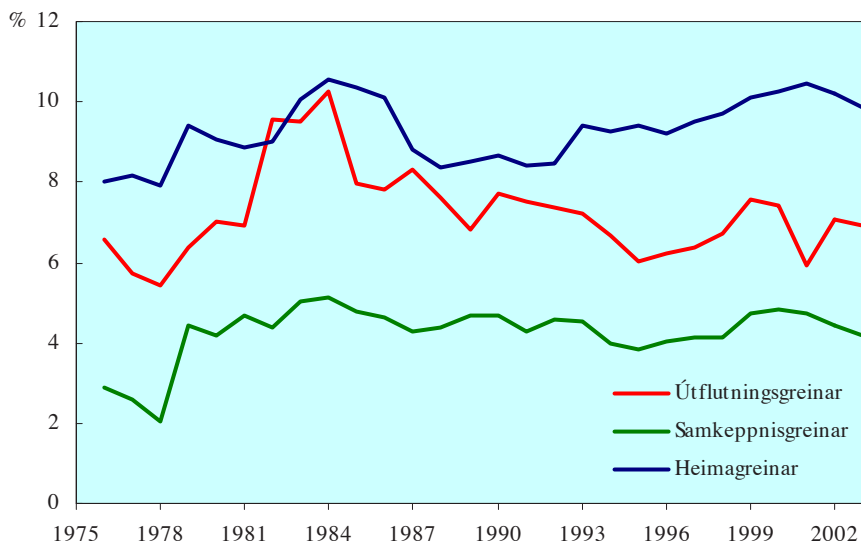
Mynd 4.4 Hlutfallslegur launakostnaður af heildartekjum í útflutnings-, samkeppnis- og heimagreinum árin 1976–2003.



Heimild: Hagstofa Íslands

Afskriftir voru tiltölulega lágt hlutfall af heildartekjum íslenskra fyrirtækja, sjá mynd 4.5.

Mynd 4.5 Afskriftir sem hlutfall af heildartekjum í útflutnings-, samkeppnis- og heimagreinum árin 1976–2003.



Heimild: Hagstofa Íslands

Á tímabilinu 1976–2003 voru þær að jafnaði rúm 9% í heimagreinum, 7% í útflutningsgreinum og 4% í samkeppnisgreinum. Á síðustu árum hefur þetta hlutfall heldur farið hækkandi hjá fyrirtækjum sem ekki búa við erlenda samkeppni, heldur lækkað hjá útflutningsgreinum en nær staðið í stað hjá samkeppnisgreinum. Þessar breytingar eru þó allar óverulegar. Hjá útflutningsfyrirtækjum vógu afskriftir að jafnaði þyngst í fiskveiðum, þar sem þær voru tæp 13%, og af heima-fyrirtækjum voru þær fyrirferðarmestar hjá veitufyrirtækjum, eða nálega fjórðungur af framleiðsluvirði.

Kaup á aðföngum vega mun þyngra hjá íslenskum fyrirtækjum sem keppa við erlend fyrirtæki hér heima eða erlendis en hjá þeim sem eru laus við erlenda samkeppni. Launakostnaður er aftur á móti hærra hlutfall af tekjum hjá fyrirtækjum sem ekki eiga í samkeppni. Breytingar á verði erlendarar vöru, hvort heldur þær stafa af erlendum verðbreytingum eða breytingum á gengi íslensku krónunnar, eru því fljótar að segja til sín í rekstri útflutnings- eða samkeppnisgreina. Með tímanum munu breytingar á innflutningsverðlagi einnig hafa áhrif á almennt verðlag og laun í landinu og þar með á rekstur annarra fyrirtækja en í millitíðinni er hugsanlegt að afkoma þeirra sé betri en þeirra sem eiga í erlendri samkeppni.

4.4 Gengisstefna og afkoma

Skipta má íslenskri gengisstefnu undanfarna hálfu öld í grófum dráttum í fjögur tímabil. Frá stríðslokum og fram að 1960 voru lengstum margvísleg höft við lýði og gengi krónunnar of lágt skráð. Nafngengið var óbreytt á tímabilinu 1951–1960 en flókið kerfi fjölgengis og uppbóta þess í stað við lýði. Eftir 1960 og fram í ársbyrjun 1990 réðst gengið að mestu leyti af útflutningsatvinnuvegunum og þá einkum sjávarútvegi. Framkvæmdastofnun og síðar Þjóðhagsstofnun fylgdust með afkomu í sjávarútvegi og gáfu stjórnvöldum skýrslur og Seðlabankinn reiknaði út vísitölu gengis. Við útreikning hennar var tekið mið af framleiðslukostnaði í sjávarútvegi, þróun framleiðni og afurðaverðs.⁴⁵ Þegar uppgangur var í sjávarútvegi var gengi krónunnar haldið föstu þannig að verðlag hækkaði miðað við önnur lönd. Þegar illa áraði í sjávarútvegi var gengið hins vegar fellt.

Nokkrar tilraunir voru gerðar til þess að nota fast gengi (miðað við körfu viðskiptagjaldmiðla) sem grunn eða akkeri í baráttu við verðbólgu en fram til 1990 voru þær tilraunir ekki mjög árangursríkar. Genginu var haldið föstu frá vori 1983 og fram á haust 1984 og frá því snemma árs 1986 þar til síðsumars 1987. Í ársbyrjun 1990 varð stöðugt gengi krónunnar síðan ein af forsendum þjóðarsáttarinnar svonefndu. Vikmörk þeirrar fastgengisstefnu sem þá var tekin upp voru í upphafi 3,5% en þau voru víkkuð í 6% í lok árs 1995 og síðan í 9% árið 2000. Örlítið var hreyft við genginu næstu árin og sumarið 1993 varð grundvallarbreyting þegar Seðlabankinn hætti að hafa einhliða áhrif á

⁴⁵ Samanber t.d. ræðu Steingrims Hermannssonar forsætisráðherra 19. nóvember 1984, www.althingi.is.

gengi en leyfði því þess í stað að ráðast á markaði. Eftir sem áður miðaðist þó peningastefna Seðlabankans við það að reyna að halda gengi krónunnar innan ákveðinna marka. Segja má að gengið hafi verið nokkurn veginn fast gagnvart meðaltali viðskiptagjaldmiðla frá 1990–2001 en þá um vorið settu stjórnvöld bankanum nýtt meginmarkmið, að halda verðbólgu innan tiltekinnna marka. Þessi breyting hafði í för með sér að snúið var frá fastgengisstefnu en þess í stað tekið upp fljótandi gengi. Jafnframt var endanlega vikið af þeirri braut að leyfa afkomu í sjávarútvegi að hafa ráðandi áhrif á gengi krónunnar. Fyrst eftir að flotgengisstefna var tekin upp sveiflaðist gengið mikið til, krónan féll strax en náði sér síðan aftur á strik. Síðustu misseri hefur gengi krónunnar verið afar hátt og raungengi sterkara en áður hefur mælst.

Ekki er að sjá að fastgengistíminn hafi markað tímamót í viðgangi sjávarútvegs eða annarra útflutnings- og samkeppnisgreina. Hluttur frumvinnslugreinanna, landbúnaðar, sjávarútvegs og iðnaðar, í landsframleiðslu hefur farið minnkandi á síðustu 30 árum en það er sama langtímapróun og átt hefur sér stað í öðrum iðnvæddum ríkjum. Annar iðnaður en fiskvinnsla var um 13% af vergri landsframleiðslu árið 1973 en tæp tíu prósent 30 árum síðar og hluttur landbúnaður lækkaði úr 5% í 1,5% á sama tíma. Á hinn bóginn hefur hluttur fjármálaþjónustu farið vaxandi, sérstaklega upp úr árinu 2000. Það tengist líklega fremur sölu ríkisbankanna og sérstökum aðstæðum á íslenskum markaði en því að verðbólguþætti leysti af hólmi markmið um stöðugt gengi krónunnar snemma árs 2001.

Til að kanna sambandið á milli afkomu fyrirtækja og gengisstefnunnar, eins og hún endurspeglar í raungengi, er hér reiknuð raðfylgni á milli hagnaðar sem hlutfalls af framleiðsluvirði og raungengis í nokkrum út- og samkeppnisgreinum. Greiningin var gerð fyrir tímabilin 1973–1989 og 1990–2003 annars vegar og allt tímabilið 1973–2003 hins vegar. Raunhæft þykir að skipta tímabilinu 1973–2003 í tvennt þar sem miklar breytingar áttu sér stað um 1990 á íslensku efnahagslífi, eins og áður hefur verið vikið að.

Tafla 4.2 Spearman-raðfylgni á milli hagnaðar sem hlutfalls af framleiðsluvirði og raungengis íslensku krónunnar.

	1973-1989	1990-2003	1973-2003
Sjávarútvegur	0,448	-0,416	-0,362
Stóriðja	0,437	-0,690	-0,315
Annar iðnaður	-0,197	-0,066	-0,528
Verslun og þjónusta	-0,388	0,183	-0,567
Hótel og veitingahús	-0,115	-0,052	-0,218
Flugsamgöngur	-0,322	-0,201	-0,441
Ferðaskrifstofur	-0,234	0,249	0,211

Unnið upp úr gögnum frá Hagstofu Íslands

Þar sem raungengi er skilgreint sem hlutfall verðlags innanlands og nafngengis annars vegar og verðlags erlendis hins vegar blasir við að hægt er að hafa áhrif á raungengið með tvennu móti, með því að breyta innlendu verðlagi eða nafngengi krónunnar. Ef gengið er fast en verðlag hækkar meira innanlands en erlendis mun raungengið hækka og veikja samkeppnisstöðu innlendra greina. Það sama gerist ef íslenska krónan styrkist í sessi. Hátt raungengi leiðir til þess að útflutningur skilar færri krónum í kassann hjá útflutningsfyrirtækjum og veikir einnig samkeppnisstöðu fyrirtækja sem keppa á heimamarkaði þar sem innflutningsvörur verða tiltölulega ódýrar. Fyrir fram mætti því búast við því að neikvætt samband væri á milli raungengis og afkomu. Slík er og raunin þegar litið er til alls tímabilsins hvað varðar allar greinarnar nema ferðaskrifstofur og aðra þjónustu. Þar reynist sambandið vera neikvætt. Þegar litið er til fyrri hluta tímabilsins, þ.e. 1973–1989, reynist jákvætt samband vera á milli hagnaðarhlutfalls og raungengis í sjávarútvegi og stóriðju en neikvætt í öllum öðrum atvinnugreinum. Á seinni hluta tímabilsins er aftur á móti neikvætt samband á milli afkomu í sjávarútvegi og stóriðju og raungengis, sem og í öðrum iðnaði og flugsamgöngum. Samband þetta er aftur á móti jákvætt í verslun og þjónustu og hjá ferðaskrifstofum og í annarri þjónustu.

Svo sem fyrr var nefnt var gengisskráning á áttunda og níunda áratugnum að mestu miðuð við þarfir sjávarútvegsins. Ef atvinnugreinin gekk vel var ekki talin þörf á gengisbreytingum og genginu var því haldið hærra en nauðsyn krafði. Dæmið snerist við ef illa áraði. Þá var talið eðlilegt að stjórnvöld hlypu undir bagga og felldu gengið. Góð afkoma í greininni ætti því að fara saman við hátt raungengi og öfugt og þessa sér einmitt stað í fylgnigreiningunni. Kaup á hrávöru erlendis frá eru verulegur hluti af rekstrarkostnaði stóriðju. Að auki var sala á raforku til álversins í Straumsvík háð gengi dollara og verð á raforku til járnblendiverksmiðjunnar bundið norskri krónu. Stór hluti af rekstrarkostnaði stóriðjuvera var því gengistryggður. Afurðir eru seldar í erlendum gjaldmiðli og þar af leiðandi var rekstur fyrirtækjanna allvel varinn fyrir gengissveiflum og fyrirtækin enn fremur fær um að halda sjó þegar gengi krónunnar var haldið föstu.

4.5 Hollenska veikin og íslenskur sjávarútvegur

Á seinni hluta sjötta áratugar síðustu aldar og fyrri hluta þess sjöunda fundust miklar gaslindir innan hollenskrar landhelgi í Norðursjó. Fljótlega var hafist handa við að nýta þessa auðlind og útflutningstekjur Hollendinga stórjukust á næstu árum. Þetta leiddi til þess að gengi gjaldmiðils þeirra, gyllinisins, hækkaði. Það gerði öðrum útflutningsgreinum landsins erfitt fyrir. Hugtakið hollenska veikin hefur síðan verið notað til að lýsa því þegar uppgötvun nýrra náttúruauðlinda og sá aukni útflutningur sem fylgir í kjölfarið hækkar jafnvægisraungengi og dregur úr hagnaði í öðrum útflutningsgreinum.

Ýmsar athuganir hafa verið gerðar á sambandi auðlindagnóttar og ýmissa annarra hagfræðilegra stærða og hafa þær m.a. leitt í ljós neikvæða fylgni á milli náttúruauðlinda

annars vegar og spillingar, menntunarstigs og fjárfestinga hins vegar.⁴⁶ Hér verður aftur á móti sjónum beint að því hvaða áhrif tilkoma og nýting náttúruauðlinda hefur á útflutning, verðlag og kauplag.

Í nýlegri íslenskri athugun eru kannaðar þrjár birtingarmyndir hollensku veikinnar hér á landi.⁴⁷ Sú fyrsta er að framleiðsla í frumatvinnugreininni aukist því hærra sem raungengið sé. Þetta leiði til skamms tíma til minni framleiðslu og atvinnu í iðnaði en hafi til meðallangs tíma einnig áhrif á fjárfestingu þar sem raungengið þurfi að lækka til að fýsilegt verði að ráðast í fjárfestingar.

Afurðir frumatvinnugreina, svo sem málmar, gas, olía og sjávarvörur, eru alla jafna seldar á alþjóðamörkuðum og þar eru verðsveiflur algengar. Framboð á þessum afurðum getur einnig verið breytilegt. Önnur birtingarmyndin er sú að þessar sveiflur í framboði og verði hafi svo aftur bein áhrif á afkomu í greininni og því óstöðugri sem frumatvinnugreinin er því meira sveiflist raungengið. Þær sveiflur hafa einnig neikvæð áhrif á fjárfestingu vegna þess að „við óstöðugt og breytilegt gengi er ónýttur fjárfestingarkostur verðmætari og fórnarkostur fjárfestingarinnar því meiri.“⁴⁸

Priðja birtingarmyndin snýr að sambandinu á milli launa í frumatvinnugreininni og launa í öðrum útflutnings- og samkeppnisgreinum, sem og öðrum geirum hagkerfisins. Góðæri í frumatvinnugreininni leiðir til þess að laun þar hækka og sú hækkun smitast síðan yfir í aðrar atvinnugreinar. Aðrar útflutnings- og samkeppnisgreinar geta aftur á móti ekki staðið undir þessum launahækkunum og þar verður því atvinnuleysi og framleiðsla dregst saman. Til miðlungslangs tíma og langs tíma má einnig gera ráð fyrir að fjárfestingar minnki vegna þess að launahækkunin dregur úr getu fyrirtækja til að fjárfesta. Þetta hefur verið kallað Ballassa-Samuelsón-áhrifin sem nánar verður fjallað um í sjöunda kafla.

Til að kanna hvort þessara einkenna hollensku veikinnar sæi stað á Íslandi voru notuð gögn fyrir tímabilið 1973–1995. Í ljós kom að í bráð leiðir aukning á verðmæti útfluttra sjávarafurða til þess að iðnaðarframleiðsla eykst hlutfallslega. Til lengdar virðist aftur á móti vera neikvætt samband á milli iðnaðar- og frumframleiðslu. Samkvæmt líkaninu ættu áhrif frumframleiðsla á iðnaðarframleiðslu, fjárfestingu og atvinnustig að ráðast af tvenns konar hlutfallslegu verði, raungengi og raunlaunum. Aukinn útflutningur sjávarafurða ætti að hækka raungengi og raunlaun í iðnaði. Áhrifin á raungengi reyndust aftur á móti ekki marktæk en raunlaunahækkun í iðnaði leiddi aftur á móti fljótlega til hærri launa í öðrum atvinnugreinum. Sterkust reyndist fylgni launa í sjávarútvegi vera við annan matvælaíðnað. Frumframleiðsla og sveiflur hennar hafa því einkum áhrif á aðrar atvinnugreinar í gegnum vinnumarkað fremur en vörumarkað og raungengi eins og

⁴⁶ Þorvaldur Gylfason, Tryggvi Þór Herbertsson og Gylfi Zoega (1999) og Þorvaldur Gylfason (2002).

⁴⁷ Gylfi Zoega, Marta Skúladóttir og Tryggvi Þór Herbertsson (2000).

⁴⁸ Gylfi Zoega og félagar (2000).

oft hefur verið haldið fram. Íslensk gögn reyndust því hvorki styðja þær kenningar að aukin framleiðsla í frumvinnslugreinum, þ.e. sjávarútvegi á Íslandi, ylli hækkun raungengis né því að sveiflur í framleiðslu þessara greina yllu sveiflum á raungengi og þar með minni fjárfestingu en ella án þess að hafa áhrif á atvinnustig og framleiðslu.

Önnur nýleg rannsókn staðfestir að sjávarútvegur og þróun hans hafi verið leiðandi fyrir þróun launa í þeirri grein, sem öðrum á Íslandi.⁴⁹ Arðsemi sjávarútvegs árið áður reyndist þannig hafa áhrif á launamyndun í sjávarútvegi og á mismun launabreytinga í sjávarútvegi annars vegar og öðrum greinum hins vegar. Athuganir á orsakasambengi leiddu í ljós marktæk tengsl frá arðsemi í sjávarútvegi til raunlauna í hagkerfinu. Aftur á móti voru orsakatengsl ekki jafnskýr á milli raunlauna í sjávarútvegi og raunlauna í öðrum atvinnugreinum. Engar vísbendingar voru aftur á móti um að arðsemi í öðrum geirum hefði áhrif á arðsemi eða raunlaun í sjávarútvegi. Afkoma í sjávarútvegi árið áður reyndist hins vegar hafa tölfraðilega marktæk áhrif á raungengi.

Niðurstöður þriðju rannsóknarinnar bera að sama bruni.⁵⁰ Í henni eru kannaðar hvaða ástæður séu fyrir því að ársverkum í iðnaði fækkaði svo mjög hlutfallslega á níunda og tíunda tug síðustu aldar. Þessi þróun hefur víða átt sér stað í iðnríkjum heims en þar hefur hún yfirleitt verið afleiðing bættrar framleiðni vinnuafls í iðnaði. Á níunda áratug aldarinnar óx aftur á móti framleiðni vinnuafls tiltölulega lítið í íslenskum iðngreinum og samkeppnisstaða greinarinnar versnaði. Þessi afturför er skrifuð á kostnað sjávarútvegsins sem hafi sem leiðandi útflutningsgrein haft neikvæð áhrif á vöxt annarra útflutningsgreina. Sveiflur í afkomu sjávarútvegs hafi bæði dregið úr framleiðni vinnuafls í öðrum útflutnings- og samkeppnisgreinum og launahækkanir í fiskveiðum og fiskvinnslu teygt sig til annarra geira hagkerfisins og rýrt afkomu fyrirtækja í þeim greinum. Að auki hafi óstöðugleiki í sjávarútvegi skapað óöruggt umhverfi fyrir nýsköpun og fjárfestingar sem dregið hafi máttinn úr öðrum iðnaði.

Í skýrslu um tengsl iðnaðar og sjávarútvegs frá árinu 1995 er bent á að sveiflur í sjávarútvegi hafi ekki aðeins haft áhrif á vaxtarskilyrði almenns iðnaðar heldur hafi þær einnig komið hart niður á stuðningsgreinum sjávarútvegs.⁵¹ Sérstaklega eigi þetta við um þær greinar sem framleiði fyrir neytendavörumarkað. Vandí iðnfyrirtækja sem tengjast sjávarútvegi er einkum talinn stafa af því hversu smá fyrirtækjin eru, fjárhagsstaða þeirra veik, verkaskipting þar lárétt og sérhæfing vanþróuð.

Ofangreindar rannsóknir gefa allar til kynna að hollensku veikinnar hafi gætt á Íslandi en að áhrif sjávarútvegs á aðrar greinar hafi farið dvínandi er kom fram á 10. áratuginn. Ástæður þess eru einkum þrjúþættar. Í fyrsta lagi hefur dregið úr sveiflum í sjávarútvegi með tilkomu kvótakerfis, fiskmarkaða, bættra samgangna og flutningatækni, samþjöppun fyrirtækja, skráningu fyrirtækja á hlutabréfamarkaði og minnkandi þátttöku opinberra

⁴⁹ Ásgeir Daníelsson (2001).

⁵⁰ Ingólfur Bender og R.E. Rowthorn (1998).

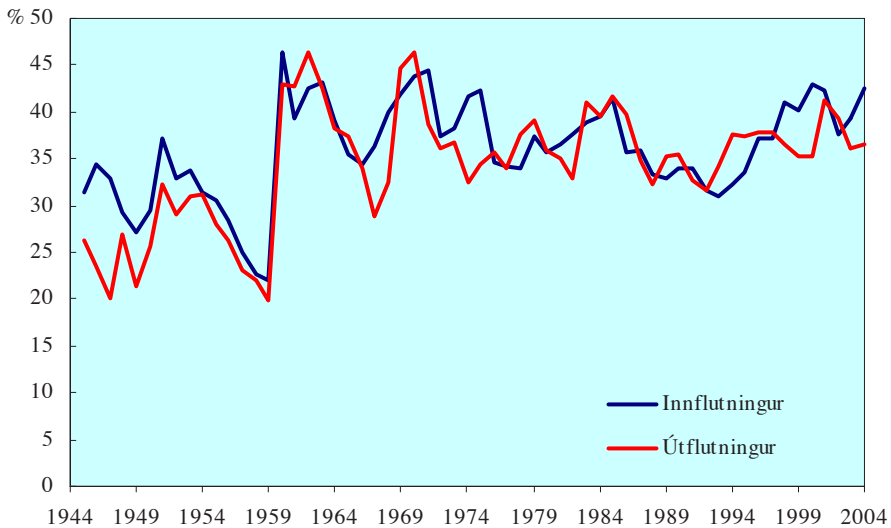
⁵¹ Iðnaðar- og viðskiptaráðuneyti (1995).

aðila, svo sem bæjarfélaga, í útgerð og fiskverkun. Fyrirtæki geta nú betur skipulagt veiðar sínar og vinnslu, ekki síst þau sem hafa kvóta ólíkra fisktegunda til umráða og geta brugðist við þegar veiðar einstakra fisktegunda ganga erfiðlega eða bregðast. Í öðru lagi hefur dregið úr þýðingu sjávarútvegs fyrir íslenskan útflutning. Aldamótaárið 2000 voru sjávarafurðir 41% af útfluttri vöru og þjónustu en þetta hlutfall hafði verið um 58% tæpum áratug áður. Í þriðja lagi er mun meiri stöðugleiki í hagstjórn en áður. Verðbólga hefur snarlækkað og er nú orðin minni en í mörgum helstu viðskiptalöndum Íslendinga enda hafa stjórnvöld síðasta áratuginn lagt mun meira upp úr stöðugu verðlagi en litlu atvinnuleysi. Frelsi á fjármálamörkuðum hefur gerbreytt íslenskum fjármálamörkuðum og fylgt er allt annarri stefnu í gengismálum en áður. Minna vægi sjávarútvegs í þjóðarbúskapnum og aukinn stöðugleiki bæði innan greinarinnar og í hagkerfinu sem heild hefur dregið úr þeim neikvæðu áhrifum sem ofurstaða sjávarútvegs í útflutningi hafði áður fyrir á hagvöxt og hagsveiflu.

4.6 Umfang utanríkisviðskipta

Eftir seinna stríð héldu Íslendingar flestum öðrum þjóðum lengur í haftastefnu þriðja áratugarins. Það var ekki fyrir en með viðreisnarstjórninni árið 1960 sem marktæk breyting varð á eðli utanríkisverslunar hér á landi. Horfið var frá þjóðlegri einangrunarhyggju og sjálfsþurftarúskap en þess í stað var landið opnað fyrir alþjóðaverslun og -viðskiptum með tilheyrandi sérhæfingu. Á sjöunda áratugnum náðust þrír veigamiklir áfangar á þessari leið. Á árunum 1966–1969 var reist í Straumsvík álverksmiðja í eigu svissneskra aðila, Íslendingar gerðust aðilar að GATT árið 1967 og gengu síðan í EFTA árið 1970. Tveimur árum síðar voru gerðir fríverslunarsamningar við Efnahagsbandalag Evrópu (EBE). Við inngönguna í EFTA var íslenskum iðnfyrirtækjum veittur 10 ára aðlögunartími til að venjast erlendri samkeppni en upp úr 1980 tók samkeppnin að láta á sér kræla fyrir alvöru. Sumar greinar stóðust hana illa, eins og t.d. húsgagnaiðnaður. Síðustu skrefin í alþjóðavæðingu íslenska hagkerfisins voru stigin fyrri hluta tíunda áratugar síðustu aldar þegar Íslendingar gerðust aðilar að Evrópska efnahagssvæðinu. Samningur þar að lútandi var undirritaður 1992 en með honum varð til sameiginlegur innri markaður 15 aðildarríkja ESB og þriggja EFTA-ríkja (Íslands, Noregs og Liechtensteins). Með samningnum komst svokallað fjórfrelsi á innan samningssvæðisins en í því felst að fullt frelsi er í viðskiptum með vörur, þjónustu og fjármagn, auk þess sem flæði vinnuafls er einnig frjálst. Á undanförunum árum hafa Íslendingar tekið þátt í samningum Heimsviðskiptastofnunarinnar (WTO) og í náninni framtíð má telja líklegt að frekari breytingar eigi sér stað í alþjóðaviðskiptaumhverfi Íslendinga.

Mynd 4.6 Inn- og útflutningur vöru og þjónustu 1945–2004 sem hlutfall af landsframleiðslu.



Heimild: Hagstofa Íslands

Eins og sjá má af mynd 4.6 drógust utanríkisviðskipti nokkuð saman seinni hluta níunda áratugarins en hafa aftur farið vaxandi á síðasta áratug og í upphafi 21. aldar var hlutur inn- og útflutnings í landsframleiðslu samtals um 80%. Til samanburðar hefur heimsverslun vaxið úr um 30% af landsframleiðslu heimsins í um 50% á síðustu 30 árum. Smáríki eiga við þann ramma reip að draga að heimamarkaðurinn er smár og því getur verið erfitt að koma stórrækstri við í mörgum atvinnugreinum. Smáríki geta eigi að síður nýtt sér stærðarhagkvæmni með því að eiga viðskipti við önnur lönd þar sem stórfyrirtæki eru við lýði. Því er yfirleitt gert ráð fyrir að utanríkisviðskipti séu stærra hlutfall af landsframleiðslu í smáríkjum en stærri ríkjum.

Rannsóknir sem gerðar hafa verið benda til að utanríkisviðskipti Íslendinga séu heldur umfangsminni en ætla mætti miðað við stærð landsins. Sem fyrr getur voru þau um 80% af landsframleiðslu um aldamótin 2000 en samkvæmt hagfræðilíkönunum hefðu þau átt að vera tíu prósentustigum hærra hlutfall. Íslenska hagkerfið er því vart eins opið og heppilegt væri miðað við fólksfjölda.

Sjávarútvegur og landbúnaður voru helstu útflutningsgreinarnar allt fram á síðustu öld en vægi landbúnaðarafurða í útflutningi landsmanna minnkaði mjög er leið á öldina. Fiskvinnsla hefur aftur á móti haldið sínum sessi sem mikilvægasta útflutningsgreinin þótt hlutfall sjávarafurða í útflutningi hafi lækkað.

Rammi 4.1 Er Ísland lokað land?

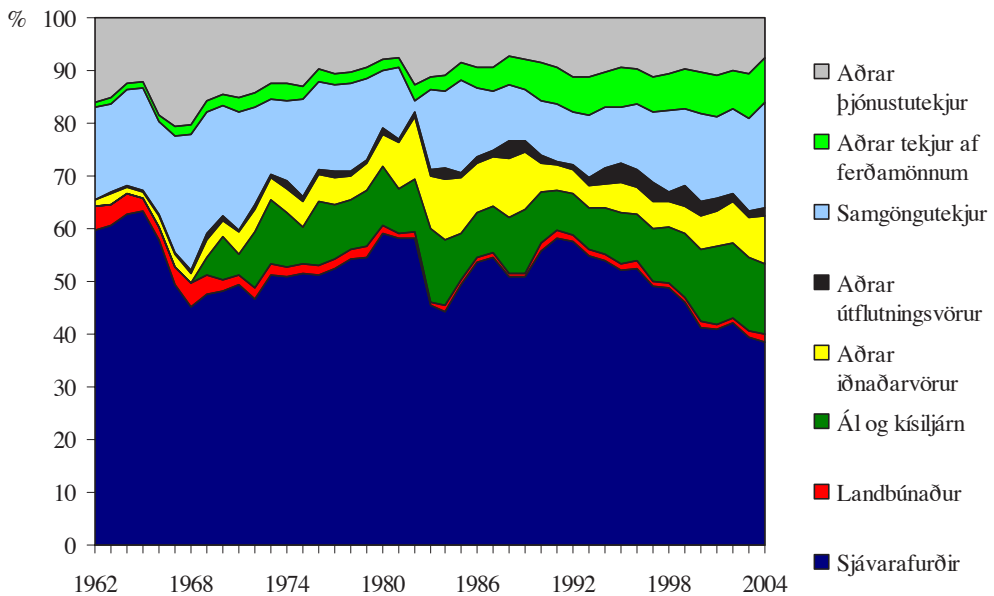
Í þjóðhagsreikningum er landsframleiðsla samanlagður virðisauki allar framleiðslu vöru og þjónustu í hagkerfinu. Inn- og útflutningur er hins vegar virði þeirrar vöru og þjónustu sem seld er eða keypt í alþjóðaviðskiptum. Samanlagt hlutfall inn- og útflutnings af landsframleiðslu er alla jafna notað sem mælikvarði á það hversu opin lönd eru. En hvað segir opnunin mæld á þennan hátt um möguleika þjóðar til velsældar?

Fjöldi þjóða flytur inn hrávörur eða hálfunnar vörur, umbreyta þeim á einhvern hátt og flytja síðan út aftur. Sá virðisauki sem hefur orðið til í þessum viðskiptum er þá mælikvarðinn á hagsældina sem þjóðin hefur af þeim, ekki umfang þeirra. Til að átta sig betur á þessu er best að taka dæmi. Hugsum okkur þjóð sem flytur inn hrávörur sem nemur að verðmæti helmingi af landsframleiðslu. Hrávörunni er síðan umbreytt í endanlega vöru og flutt út aftur og er verðmæti hennar þá 60% af landsframleiðslu. Hugsum okkur síðan annað land sem flytur inn rekstrar- og hrávörur sem nema 5% af landsframleiðslu til að þjónusta fiskiflota sem selur afurðir sínar fyrir 30% af landsframleiðslu á erlendum mörkuðum. Augljóst er að mun meiri virðisauki er af útflutningi fiskveiðiþjóðarinnar en hinnar þjóðarinnar og hagsæld að sama skapi meiri. Annað mætti þó álykta ef eingöngu væri litið á hlutfall utanríkisviðskipta af landsframleiðslu. Í fyrra tilfellinu mælist þetta hlutfall 110% en einungis 35% í því síðara. Hér hefði því mátt hrasa að þeirri ályktun að velferð væri meiri í fyrrnefnda hagkerfinu.

Þessi litla saga skýrir þversögnina hvers vegna Ísland virðist vera lokað land sem býr þó við mikla velmegun. Jafnframt segir hún okkur að ef nota á útflutning sem mælikvarða á opnun verður að nota útfluttan virðisauka en ekki umfang viðskiptanna sjálfra, eins og hefðbundið er að nota í umræðunni.

Á síðustu áratugum hefur stóriðju vaxið mjög fiskur um hrygg hér á landi og eru ál og járnblendi nú um 15% af útfluttum vörum og þjónustu. Þetta hlutfall mun eflaust hækka enn þegar þær álframkvæmdir sem nú standa yfir verða um garð gengnar. Tekjur af ferðamönnum námu í aldarlok um fjórðungi af útflutningstekjum landsmanna. Útflutningur Íslendinga er tiltölulega fábreyttur og sker landið þar sig verulega frá mörgum öðrum smáþjóðum Evrópu þar sem stór hluti utanríkisverslunar er innflutningur af hálfunnum vörum og útflutningur fullunninnar vöru. Innflutningur er aftur á móti fjölbreyttur.

Mynd 4.7 Helstu flokkar útfluttrar vöru og þjónustu 1962–2004. Hlutfall af landsframleiðslu.



Heimild: Þjóðhagsstofnun og Hagstofa Íslands

Fram til 1990 var gengi krónunnar lengst af miðað við hag útflutningsgreinanna. Þetta dró úr óvissu í rekstri stærstu greinanna, einkum sjávarútvegs. Jafnframt gerði þetta fyrirkomulag nýjum útflutningsgreinum erfitt fyrir. Stökk í gengi krónunnar geta kippt fótunum undan rekstri sem áður var hagkvæmur. Sérstaklega miklu munar um þennan áhættuþátt á fyrstu árunum í rekstri fyrirtækja þegar reksturinn er hvað viðkvæmastur. Að öðru óbreyttu mætti því ætla að stöðugt gengi sé hagstætt nýjum útflutningsgreinum og stuðli að fjölbreytni í útflutningi. Erlendar rannsóknir benda til þess að sveiflur í gengi gjaldmiðla stuðli að einhæfara atvinnulífi en ella væri.⁵²

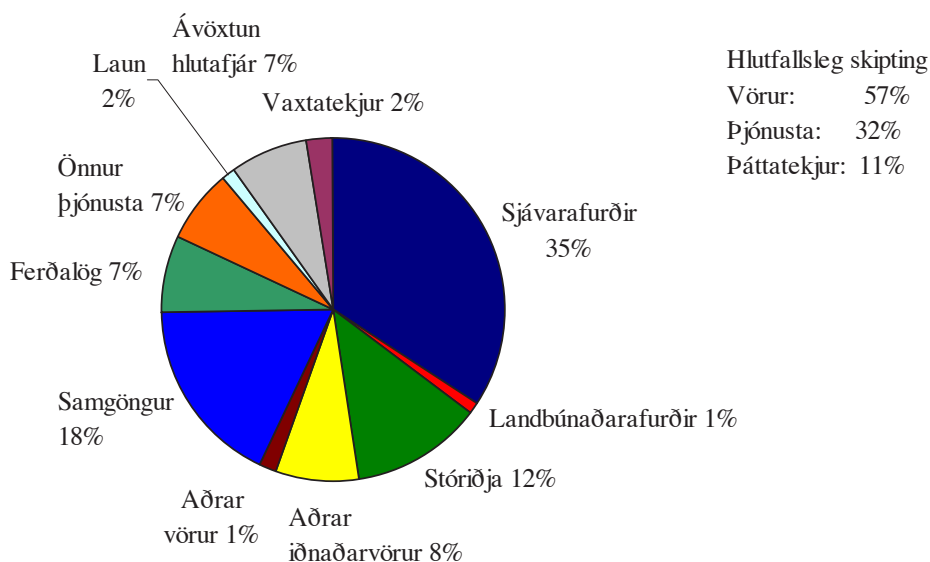
Árið 2004 voru um 57% af útflutningstekjum þjóðarinnar af vöruviðskiptum (sjá mynd 4.8). Hluttur sjávarútvegs var þá 34% en um 12% gjaldeyrstekna voru af stóriðju og 8% af öðrum iðnaði, einkum hátækniíðnaði. Erlendar þáttatekjur voru þetta sama ár 11% af gjaldeyrstekjum og höfðu vaxið úr 4% á rúmum áratug. Þar munar mestu um ávöxtun erlends hlutfjár sem nam um 7% en var vart mælanleg stærð árið 1990. Útflutt þjónusta skilaði um 32% af gjaldeyrstekjum og þar af voru um 11% gjaldeyrstekjur af erlendum ferðamönnum.

Telja má líklegt að hlutdeild iðnaðar haldi áfram að vaxa með auknum tekjum af afurðum tengdum stóriðju og tækni, auk þess sem útflutningur hugbúnaðar og lyfja hefur

⁵² Sjá Arnór Sighvatsson (2004).

vaxið umtalsvert á síðustu árum. Líklegt er einnig að tekjur af verðbréfaeign Íslendinga erlendis haldi áfram að vaxa.

Mynd 4.8 Uppruni gjaldeyrstekna árið 2004.



Þetta aukna vægi annarra þátta en sjávarútvegs í auknum gjaldeyrstekjum má að einhverju leyti rekja til aukinnar alþjóðavæðingar á Íslandi. Eigi að síður benda athuganir til að alþjóðavæðing hafi verið minni hérlendis en í öðrum löndum OECD að meðaltali og að Ísland sé frekar lokað borið saman við þessi lönd.⁵³ Þessa vanþróun má líklega að einhverju leyti rekja til viðskiptamynsturs landsins, sem og landfræðilegrar staðsetningar.

Áhugavert er að líta á meðaltal hlutfalls inn- og útflutnings af VLF undir fastgengisstefnu Seðlabankans á árunum 1990–1995 annars vegar og 1996–2000 hins vegar með það í huga hvort að aðildin að EES árið 1994 hafi leitt til aukinna utanríkisviðskipta, sjá töflu 4.3.

Greina má töluverða aukningu á bæði innflutningi og útflutningi í hlutfalli við landsframleiðslu eftir því sem leið á áratuginn en torvelt er hins vegar að greina áhrif EES-aðildar að frá áhrifum breyttra viktmarka og síðar meir nýrrar gengisstefnu. Undir flotgengisstefnu Seðlabankans á árunum 2001–2004 má greina smávægilega aukningu á utanríkisviðskiptum ef litið er á meðaltal en með hliðsjón af dreifni er ekki hægt að álykta að um mikla breytingu sé að ræða. Ef aðeins er litið á þessar stærðir má ætla að aukinn sveigjanleiki í gengi hafi ekki haft neikvæð áhrif á utanríkisverslun á Íslandi.

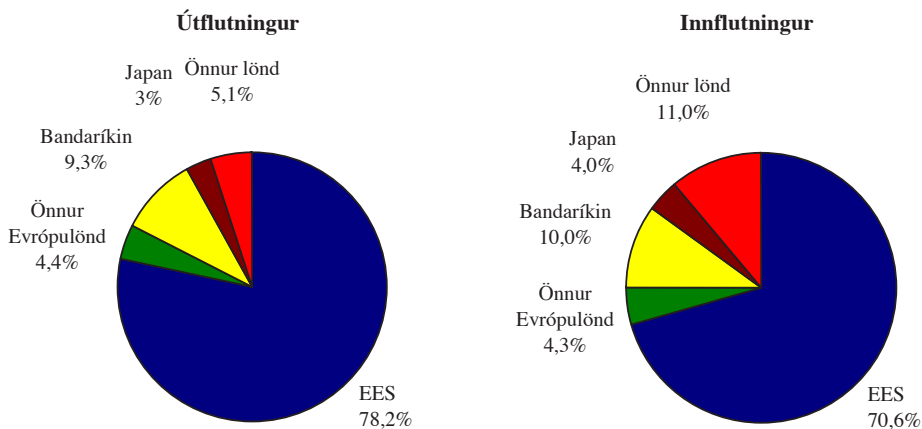
⁵³ Tryggvi Þór Herbertsson og Torben Andersen (2003).

Tafla 4.3 Alþjóðaviðskipti sem hlutfall af landsframleiðslu.

	Meðaltal			Staðalfrávik		
	1990-1995	1996-2000	2001-2004	1990-1995	1996-2000	2001-2004
Útflutningur hlutfall af VLF	31,30%	37,60%	39,80%	2,53%	0,36%	4,21%
Innflutningur hlutfall af VLF	33,30%	36,10%	37,70%	0,71%	2,43%	2,35%

Leiða má líkur að því að undir fastgengisstefnu eða í myntbandalagi verði sveiflur í innflutningi minni en nú er, enda virðist sem aukningu utanríkisviðskipta síðustu misseri megi að einhverju leyti rekja til sterkrar stöðu krónunnar. Ef lítið er á sambandið milli breytingar í gengisvísitölunni og breytinga í magni innflutnings milli ársfjórðunga frá 1999–2005 kemur fram að styrking krónunnar hefur jákvæð og marktæk áhrif á innflutning, eins og við er að búast þegar innflutningsverðlag lækkar hlutfallslega.

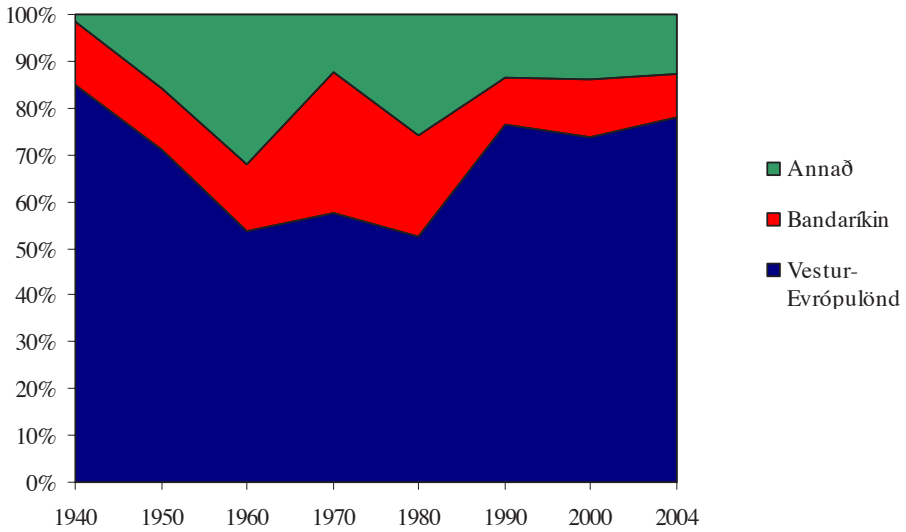
Mynd 4.9 Inn- og útflutningur eftir löndum árið 2004.



Heimild: Hagstofa Íslands

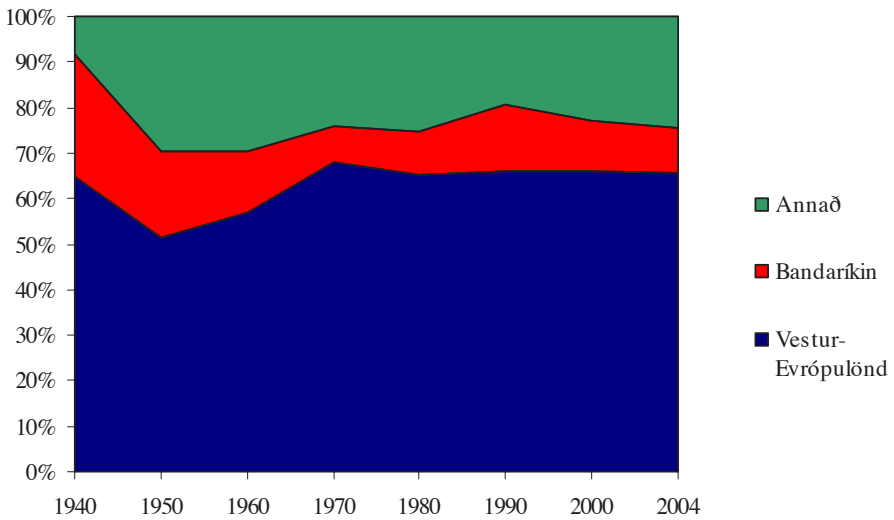
Á fastgengistímum áttunda og níunda áratugarins hreyfðist gengið gagnvart einstökum gjaldmiðlum þótt meðalgengi krónunnar hafi lítið breyst. Í gengiskörfunni sem miðað var við vögu þýska markið og gjaldmiðlar sem fylgdu því langþyngst. Gengissveiflur voru því minnstar gagnvart Evrópugjaldmiðlum. Þetta hefði að öðru óbreyttu átt að ýta undir viðskipti við önnur Evrópulönd á fastgengistímanum og gerði það hvað innflutning varðar en útflutningur til Evrópu tók ekki að aukast verulega fyrr en á níunda áratugnum og réðu breytingar á útflutningi sjávarafurða þar mestu.

Mynd 4.10 Útflutningur eftir löndum 1940–2004.



Heimild: Hagstofa Íslands

Mynd 4.11 Innflutningur eftir löndum 1940–2004.



Heimild: Hagstofa Íslands

4.7 Áhrif þess að taka upp evru

Þeir raunverulegu valkostir sem blasa við íslenskum stjórnvöldum í gengismálum eru tveir, annaðhvort að halda tryggð við núverandi kerfi flotgengis og verðbólguþröngun eða að taka upp fast gengi, t.d. með því að taka upp evru.

Með nýjum gjaldmiðli væri gengið lengra en eingöngu að festa gengi krónunnar gagnvart öðrum gjaldmiðli. Loku væri þar með fyrir það skotið að Íslendingar gætu áfram rekið sjálfstæða peningastefnu og því væri ekki lengur hægt að hækka vexti eða lækka til þess að jafna séríslenskar hagsveiflur. Hér er rétt að hafa í hug að þótt svo land hafi sjálfstæðan gjaldmiðil er ekki þar með sagt að peningastefna verði sjálfstæð. Ef stefnt er til dæmis að stöðugu gengi krónunnar miðað við evru eða körfu gjaldmiðla, eins og gert var fram á árið 2001, verða seðlabankavextir að taka mið af því markmiði. Ef sjálfstæð peningastefna á að ganga upp verður krónan því að fá að fljóta frjáls. Þá getur gengislækkun til dæmis leyst úr vanda útflutnings- og samkeppnisgreina því að launalækkun er vísast ófær leið til að lækka kostnað fyrirtækja. Ýmsir gætu talið lækkun gengis krónunnar árið 2001 – þegar útlit var fyrir samdrátt í stóriðjuframkvæmdum um hríð – dæmi um velheppnaða gengisaðlögun. Árið 2005 hefur krónan hins vegar hækkað í verði og það hefur haldið aftur af þenslunni sem nú er í þjóðfélaginu. Sá kostur að breyta genginu gagnvart gjaldmiðli annarra landa á myntsvæðinu myndi því verða úr sögunni.

Hér á eftir er fjallað um hvaða áhrif líklegt má telja að upptaka evru hefði í för með sér til skamms tíma lítið, meðallangs tíma og lengri tíma á rekstur fyrirtækja á Íslandi.

4.7.1 Skammtímaáhrif

Upptaka evru hefði í för með sér að engar sveiflur yrðu lengur á gengi krónunnar gagnvart evru, auk þess sem ýmis viðskipta- og umskiptakostnaður myndi minnka. Umskiptin geta einnig haft áhrif á verðskyn og verðlagningu fyrirtækja.

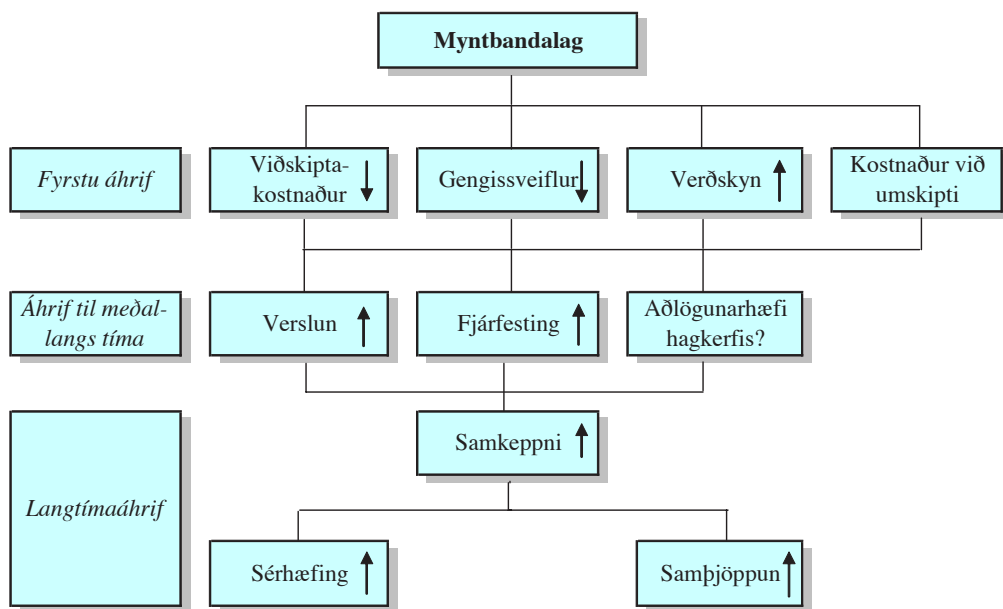
Fyrst í stað myndu áhrifin einkum ráðast af því hvert inngangsgengi krónu gagnvart evru yrði. Eftir því sem fleiri evrópsk sent fengjust fyrir hverja krónu yrðu umskiptin erfiðari fyrir útflutnings- og samkeppnisgreinar. Kostnaður yrði hár hér á landi og keppnin við útlönd erfið, nema fyrir traustustu fyrirtækin. Nokkur ár gætu liðið þar til áhrif af háu eða lágu inngangsgengi gengju að fullu yfir.

Viðskipti við evrulöndin yrðu vitaskuld öruggari eftir að gengissveiflur yrðu úr sögunni og á það bæði við um inn- og útflutning. Umstang og kostnaður af gjaldeyriskaupum vegna viðskipta við þessi lönd hyrfi og heildarkostnaður vegna utanríkisviðskipti drægist því saman. Því má gera ráð fyrir að viðskipti við evrulöndin ykist næstu árin eftir að evra væri tekin upp hér á landi.

Þá yrðu sjálf umskiptin yfir í nýjan gjaldmiðil dýr þar sem færa yrði alla samninga og

skjöl og allt verð úr krónum í evru. Það umstang myndi samt vega tiltölulega létt hjá því róti sem kæmist á allt verðskyn á meðan fólk vendist nýjum gjaldmiðli. Erfitt yrði að gera hagstæð innkaup fyrst eftir myntbreytinguna, sérstaklega þegar kemur að smávöru, sem ekki kostar mikið. Eftir að tvö núll voru skorin af krónunni fyrir aldarfjórðungi var því fleygt að boltar og rær sem fá mátti í stykkjatali í byggingarvöruverslunum kostuðu sums staðar jafnmargar krónur og áður þótt sú nýja væri 100 sinnum verðmætari en hin gamla. Torvelt er að sannreyna þetta núna en sagan gæti sem best verið sönn því að fáir leggjast í mikinn verðsamanburð eða útreikninga út af slíkum smáinnkaupum.

Mynd 4.12 Áhrif evru á viðskiptalífið til skamms og langs tíma.



Byggt á HM Treasury (2003)

4.7.2 Áhrif til meðallangs tíma

Til meðallangs tíma má ætla að áhrifin af því að taka upp evru kæmu einkum fram í aukinni verslun og fjárfestingu, auk þess sem mjög myndi reyna á aðlögunarhæfi íslenska hagkerfisins.

Aukið gegnsæi í kjölfar evruaðildar og lægri viðskiptakostnaður myndi líklega ýta undir frekari innflutning frá evrulöndum en óvíst er hvort áhrif þessa á útflutning frá Íslandi yrðu jafnmikil. Sérstakur gjaldmiðill virðist letja til viðskipta, ekki síður en tollar og tæknilegar hindranir (eins og þegar sækja þarf um leyfi fyrir að fá selja vöru í nýju landi). Afnáam viðskiptahindrana ætti að öðru jöfnu að koma smáþjóðum betur en stórum þjóðum og má nefna að nýleg rannsókn gefur til kynna að viðskipti Íslands við

evrulöndin myndu aukast um nálægt 30% ef Ísland tæki upp evru (áhrifin yrðu enn meiri ef aðild að Evrópusambandinu fylgdi).⁵⁴ Ætla má að verslun ykist mest á þeim sviðum þar sem gjaldmiðillinn skiptir mestu máli.

Enda þótt viðbúið sé að það skipti íbúa á meginlandi Evrópu tiltölulega litlu máli hvort Íslendingar taki upp evru eða ekki er trúlegt að ferðamönnum frá evrusvæðinu þætti hagræði að því að hér gildi sá mælikvarði á vöruverð sem þeir eru vanir. Það skiptir líka miklu máli fyrir íslensk hótél sem selja þjónustu sína langt fram í tímann að gengisáhættan hyrfi. Brotthvarf gengisáhættunnar styrkir raunar allan útflutning til evrusvæðisins. Rök hafa verið lögð að því að breytingin varðaði lítil útflutningsfyrirtæki meira en stór því að kostnaður við gjaldeyrisvarnir í viðskiptum reynist þeim þungbærari en stórfyrirtækjum.⁵⁵ Þetta væru góðar fréttir fyrir ungvíðid meðal útflutningsfyrirtækja en flest fyrirtæki byrja smátt. Ný fyrirtæki eru líka jafnan viðkvæmust fyrir gengissveiflum því að oft má lítið út af bregða í fjárhag þeirra. Breytingin myndi því ekki aðeins styðja þann útflutning sem fyrir er heldur myndi hún stuðla að viðgangi nýrra útflutningsfyrirtækja.

Bredon og Þórarinn G. Pétursson (2004) skoðuðu hvaða áhrif aðild að EMU gæti hugsanlega haft á utanríkisverslun Íslendinga og notaði til þess þyngdarlögsmálslíkan Rose (2000). Hann sýnir fram á að áhrif evrópska myntsamstarfsins séu ekki einskorðuð við tilkomu sameiginlegrar myntar heldur virðist einnig sem undirbúningurinn að bandalaginu hafi haft marktæk áhrif. Niðurstöður hans gefa til kynna að viðskipti milli Íslands og annarra ríkja innan EMU gætu aukist um allt að 60% með aðild Íslands að myntbandalaginu og að utanríkisviðskipti sem hlutfall af vergri landsframleiðslu gætu aukist um 12% á Íslandi. Að mati Þórarins kæmi helmingur aukningarinnar til vegna inngöngu landsins í Evrópusambandið og hinn helmingurinn vegna inngöngunnar í EMU. Áhrifin yrðu enn meiri ef önnur Evrópusambandslönd (Bretland, Danmörk og Svíþjóð) sem standa nú utan myntbandalagsins gerðust einnig aðilar að EMU.

Evrans myndi ekki einungis ýta undir verslun við önnur Evrópulönd. Hún myndi líka ýta undir erlendar fjárfestingar hér á landi. Bein eign útlendinga í íslensku atvinnulífi hefur aukist töluvert undanfarin ár en hún getur þó varla talist mikil. Það aðgreinir beina eign útlendinga frá öðru erlendu fjármagni að útlendingarnir hafa áhrif á stjórn þeirra fyrirtækja sem þeir leggja í þannig að reynsla þeirra og viðskiptasambönd koma að gagni. Í hagtölum um beina fjármunaeign er miðað við að hlutabréfaeign útlendinga sé meiri en 10%. Helmingur hennar er í stóriðju (eða tæplega það, eftir því hvernig talið er) en hlutur hennar hefur lækkað úr um 70% frá 1998 þrátt fyrir þó nokkrar stóriðjufjárfestingar undanfarin ár. Auk þess er erlend fjárfesting nokkur í efnaiðnaði, matvælaíðnaði, verslun og fjarskiptum, auk líftækni. Fjármunaeign útlendinga í íslensku atvinnulífi nam líklega ríflega 50 milljörðum króna í árslok 2004 (hér er hlutur eignarhaldsfélaga ekki talinn með en eigendur þeirra eru að stórum hluta Íslendingar).

⁵⁴ Bredon, F. og Þórarinn G. Pétursson (2004).

⁵⁵ HM Treasury (2003a).

Þetta er innan við tíundi hluti af eigin fé íslenskra fyrirtækja og einn fimmti af fjármunaeign Íslendinga í útlöndum. Erlendir bankar hafa ekki starfað hér, erlend tryggingafélög hafa ekki náð fótfestu og útlendar verslunarkeðjur hafa ekki enn seilst hingað nema í takmörkuðum mæli.

Sameiginlegur gjaldmiðill með öðrum Evrópulöndum myndi leiða til þess að verðmunur á vörum og þjónustu hér á landi og í öðrum Evrópulöndum yrði ljósari í augum erlendra fjárfesta en hann er nú. Auðveldara yrði fyrir erlend fjármálafyrirtæki að opna útibú hér á landi. Önnur fjármálafyrirtæki, eins og tryggingarfélag, myndu væntanlega sýna landinu aukinn áhuga og íslenskur smásölumarkaður yrði líklega einnig auðskildari en nú í augum stjórnenda erlendra verslunarkeðja. Lágverðsverslanir, upprunnar sunnan úr álflu, hafa á undanförunum árum gert nokkurn usla í Noregi og Danmörku en smæð íslenska markaðsins virðist koma í veg fyrir að þær sæki hingað. Fjarlægð frá öðrum löndum kann líka að ráða einhverju.⁵⁶ Ef Ísland tæki upp evru gæti þetta breyst. Ef að líkum lætur myndi áhugi erlendra fjárfesta ekki aðeins beinast að því að stofna útibú hér á landi, heldur má ætla að þeir reyndu einnig að stytta sér leið með því að bjóða í fyrirtæki sem þegar starfa hér. Þannig gætu útlendingar til dæmis komist inn á markaði þar sem nýjum fyrirtækjum reynist alla jafna erfitt að hasla sér völl.

Á fjármálamarkaði yrðu menn sennilega fyrst í stað mest varir við lækkun vaxta eftir tilkomu evrunnar. Vextir hafa jafnan verið lægri í evrum, mörkum og frönkum en í íslenskum krónum en munurinn var að vísu óvenjumikill haustið 2005 þegar íslenska hagkerfið nálgadist hápunkt hagsveiflunnar. Óvarlegt er samt að álykta að vextir hljóti alltaf að vera hærri í krónum en á evrusvæðinu. Vextir markast ekki síst af væntingum um hvert gengi gjaldmiðilsins stefnir. Þar skiptir orðstír og trúverðugleiki meginmáli. Ekki er síst horft á það hvernig heppnast hefur að halda aftur af verðbólgu til þessa. Afla mætti krónunni góðs orðstírs í þessu efni eins og hverjum öðrum gjaldmiðli. Eins og er vinnur saga gengisfellinga og hárrar verðbólgu á móti krónunni og gerir það að verkum að vextir þurfa að öðru jöfnu að vera hærri hér á landi en annars staðar ef gengi hennar á ekki að falla. Ekkert bendir þó til þess að þeir þurfi alltaf að vera hærri í litlum hagkerfum en stórum, eins og stundum heyrir. Þá verður að minna á að vaxtalækkun þarf ekki endilega að þýða að fjármagnskostnaður minnki. Hærri vextir hér á landi en annars staðar endurspeglar að líkindum fyrst og fremst væntingar um lækkun krónunnar sem rætast að jafnaði (skiptikjör og áhættuálag skýra einnig hluta af vaxtamuninum). Ekki má heldur gleyma því að nýr gjaldmiðill þýðir bæði lægri vexti fyrir lánþega og sparifjáreigendur. Menn skyldu því fara varlega í útreikninga á því hvað landsmenn í heild gagnast mikið á vaxtalækkuninni því að á öllum krónum eru jú tvær hliðar.

⁵⁶

Helga Kristjánsdóttir (2004). Höfundur ritgerðarinnar telur merki um að litlar erlendar fjárfestingar hér á landi stafi meðal annars af fjarlægð frá öðrum löndum. Meira er hér um fjárfestingar frá aðildarlöndum EFTA og NAFTA en annars staðar frá.

4.7.3 Langtímaáhrif

Næstu áratugi eftir gjaldmiðilsskiptin kæmu áhrif aukinnar verslunar og fjárfestinga í ljós. Fyrst í stað myndu erlend fyrirtæki veita innlendu atvinnulífi meiri samkeppni og íslensk félög kepptu líka af meiri krafti í öðrum löndum evrusvæðisins en nú. Ekki myndu þau öll lifa þessa samkeppni af. Þegar frá líður myndi sérhæfing í framleiðslu á evrusvæðinu aukast. Íslensk fyrirtæki myndu sinna heimamarkaði minna en áður og gefa sig meira að öðrum löndum. Á öðrum sviðum hyrfi íslensk framleiðsla og erlend kæmi í staðinn. Með tímanum myndi samþjöppunar á mörgum mörkuðum gæta og samkeppni yrði ekki eins hörð og áður.

Ef evra væri tekin upp á Íslandi myndi fjöldi þeirra fyrirtækja sem bjóða vörur og þjónustu í „okkar gjaldmiðli“ margfaldast. Verðsamkeppni myndi aukast og fleiri fyrirtæki teljast til „samkeppnisgreina“ en áður. Íslensk fyrirtæki fengju meira aðhald og brýnna yrði að hagræða rekstrinum en áður. Staða greina sem bjóða vörur eða þjónustu fyrir innlendan markað og keppa einkum við framleiðendur í öðrum Evrópulöndum veiktist líklega eða yrði að minnsta kosti ótryggari en nú. Þetta á einkum við þar sem boðin er tiltölulega einsleit vara og tryggð neytenda við vörumerki er lítil. Tryggð við einstaka íslenska framleiðendur eða vörumerki er aftur á móti töluverð í mörgum greinum, til dæmis má ætla að sérstæð íslensk mat- og drykkjarvara eða sælgæti myndi ekki vera í mikilli hættu fyrst um sinn. Þá skiptir máli hvort neytendum þykir taka því að bera saman verð. Þegar kaupa á tiltölulega dýran hlut eins og sumarleyfisferðir eða tölvur eyðir kaupandinn yfirleitt nokkrum tíma í verðsamanburð. Verðskyn er einnig tiltölulega gott þegar kaup eru síendurtekin eins og þegar keypt er brauð og mjólk eða bleiur. Minni tími fer í samanburð þegar minna er í húfi. Fólk myndi væntanlega fá betri tilfinningu fyrir því hvað fót kosta í öðrum Evrópulöndum ef verðeiningin yrði hin sama og þar. Fataiðnaður er lítill hér á landi og hefur dregist saman undanfarin ár en þetta myndi skapa aukinn þrýsting á fataverslanir hér á landi hvað álagningu snertir. Þegar um er að ræða vöru eða þjónustu þar sem flutningskostnaður er lítill eða skiptir litlu máli má ímynda sér að netverslun ykist. Í öllu falli má búast við því að meira yrði um verðsamanburð á Netinu.⁵⁷ Til dæmis er ekki ólíklegt að fleiri færu á Netið til þess að kaupa ferðir á evrusvæðinu þegar allt verð þar er orðið í „heimagjaldmiðli“ í stað þess að nýta sér þjónustu íslenskra ferðaskrifstofa. Ekki má gleyma því að samkeppni eykst einungis frá öðrum löndum á evrusvæðinu. Aukið gegnsæi í vöruverði breytir litlu fyrir greinar eins og skipasmíðar eða fatasam þar sem samkeppnin er mest frá löndum í Austur-Asíu.

Kostnaður við að hasla sér völl á nýjum markaði reynist stundum mikill ef hann er að einhverju leyti í höndum þeirra fyrirtækja sem þar eru fyrir. Gamalgróin fyrirtæki ráða litlu um kostnað við að koma upp húsum og vélum en öðru máli gegnir um það sem verja þarf til rannsókna eða auglýsinga. Ef nýr framleiðandi reynir að ná sneið af fákeppnismarkaði geta gömlu fyrirtækin á markaðinum til dæmis auglýst meira en áður.

⁵⁷

HM Treasury (2003b).

Þetta hefur til dæmis gefist vel við sölu á tómatsósu en þar gnæfir eitt vörumerki yfirleitt yfir önnur í hverju landi. Ólíklegt er að nýr gjaldmiðill breytti miklu við slíkar aðstæður.⁵⁸

Líkt og þegar aðrar viðskiptahindranir hverfa má gera ráð fyrir að stærðarhagkvæmni í framleiðslu myndi njóta sín betur og sérhæfing aukast. Sumar atvinnugreinar myndu eflast en aðrar hverfa. Erfitt er að segja til um örlög einstakra framleiðslugreina. Tímakaup hefur oftast verið lægra hér en á meginlandinu þó að óvíst sé að það eigi við eftir hækkun krónunnar fram á haust 2005. Við venjulegar aðstæður má búast við að Íslendingar gætu haft forskot í greinum sem krefjast mikils vinnuafis og í greinum þar sem flutningskostnaður er tiltölulega lítill. Ekki kæmi til dæmis á óvart að tæknigreinar og hugbúnaðarframleiðsla hér á landi yrðu vel samkeppnisfærar eftir tilkomu evru.

Velta má fyrir sér hvort stendur landsins hættu ekki að marka starfssvæði tryggingafélaga og fjárfestingarsjóða eftir að landið hefði tekið upp sama gjaldmiðil og notaður er á meginlandi Evrópu. Sennilega myndu Íslendingar þá versla meira við slík fyrirtæki á meginlandinu en nú en einnig má gera ráð fyrir að erlend fyrirtæki í þessum greinum hygðu að því að opna starfsstöðvar hér, eins og komið verður að á eftir.

Íslenskir bankar eiga enn eftir að færa sig inn á svið sem erlendir bankar hafa lengi verið á. Má minna á að örstutt er síðan íslenskir bankar tóku að bjóða samkeppnishæf húsnæðislán en í grannlöndunum hafa bankar stundað slík viðskipti í áratugi. Gjaldmiðilsskipti hefðu í för með sér fjölbreyttari fjármálaþjónustu en nú viðgengst hér á landi. Skyndilega yrði öll fjármálaþjónusta á evrusvæðinu í heimgjaldmiðli Íslendinga. Hér skipti flutningskostnaður litlu máli og tiltölulega einfalt yrði fyrir íslensk fyrirtæki og jafnvel heimili að skipta við fjármálafyrirtæki á meginlandinu ef þeim sýndist svo. Fjármálamarkaðir yrðu líklega virkari eftir gjaldmiðilsskiptin. Erlendir bankar sýndu landinu meiri áhuga eftir að gengisáhætta hyrfi úr sögunni og líklegri væri en nú að þeir settu upp útibú hér. Samkeppni ykist, að minnsta kosti um sinn.

Vaxtalækkun og virkari fjármálamarkaðir myndu að öðru jöfnu ýta undir fjárfestingar. Einkum má búast við að lítil fyrirtæki öðluðust meiri snerpu og gætu betur keppt við stórfyrirtækin en nú. Vaxtalækkun og betri fjármálaþjónusta skiptir að líkindum meira máli fyrir lítil fyrirtæki en stór því að þau leita síður á erlenda fjármálamarkaði eins og er. Við myntbreytingu myndu stóru fyrirtækin losna við gengisáhættu af evrulánum eða þá umstang og kostnað sem er af vörnum gegn slíkri áhættu.

4.7.4 Áhrif á hagstjórn

Ef Ísland tæki upp evruna mætti búast við að í stað gengishækkunar á uppgangstímum kæmu fram auknar launakröfur. Þegar aftur syrtir að í hagkerfinu yrðu launahækkanirnar ekki auðveldlega „leiðréttar“ með gengislækkun. Evran gæti þannig um sinn leitt af sér

⁵⁸

Sutton (1981).

hærri meðallaunakostnað en ella myndi vera og vinnumarkaðssamtök yrðu því að laga kjarasamninga sína að þessum breyttu aðstæðum. Hár launakostnaður kemur að öðru jöfnu verst við útflutnings- og samkeppnisfyrirtæki (hin velta kostnaðinum út í verðlag).

Gjaldmiðilsskiptin gætu flýtt dauða atvinnugreina sem standa höllum fæti fyrir. Í þessum hópi gætu til dæmis verið leifar skipasmíðaiðnaðar og fataiðnaðar hér á landi, svo að dæmi séu tekin. Aðlögun launakostnaðar í samfélaginu að samdrætti í eftirspurn gæti tekið nokkur ár og hún gæti leitt til nokkurs atvinnuleysis, eins og raunin varð á árunum upp úr 1990, en þá var stefnt að því að halda gengi krónunnar föstu gagnvart körfu gjaldmiðla, sem tókst reyndar ekki alveg.⁵⁹

Hagfræðingarnir Meade og Friedman héldu snemma fram þeim kostum fljótandi gengis að með því mætti vinna gegn hagsveiflum.⁶⁰ Könnun Edwards og Yeyatis á gögnum frá 183 löndum frá árunum 1974–2000 bendir til þess að breytingar á viðskiptakjörum hafi meiri áhrif á efnahagslíf í löndum með fast gengi en fljótandi, að öðru óbreyttu. Hagsveiflur koma mjög misjafnlega niður á atvinnugreinum. Þær hreyfa lítið við framleiðslu lífsnauðsynja en grundvöllur framleiðslu og þjónustu þar sem eftirspurn er mjög háð tekjum í þjóðfélaginu verður ótraustari en áður ef hagsveiflur eru miklar. Ef hagsveiflur aukast með nýjum gjaldmiðli má ætla að óvissa vaxi hjá sumum. Þá er það niðurstaða Edwards og Yeyatis að hagvöxtur sé meiri í löndum með fljótandi gengi en fast, að óbreyttum þáttum.⁶¹ Fróðlegt er að bera þetta saman við þá niðurstöðu Frankels og Rose að sameiginlegur gjaldmiðill ýti undir millilandaverslun og aukin millilandaverslun ýti aftur undir framleiðslu.⁶²

Ekki eru allir á einu máli um að gengishreyfingar mildi áhrif hagsveiflna. Bent hefur verið á að útflutningstekjur Íslendinga séu ekki mjög sveiflukenndar miðað við önnur OECD-lönd.⁶³ Sveiflur í viðskiptakjörum hér séu ekki meiri en í öðrum iðnríkjum og hvað varðar sveiflur í landsframleiðslu skeri landið sig ekki úr þegar horft sé til þess hvað það er lítið. Sveiflur í einkaneyslu hafi hins vegar verið meiri en í öðrum iðnríkjum undanfarin ár og sé munurinn meiri en skýra megi með smæð landsins. Nærtækasta skýringin sé því sú að hreyfingar í gengi krónunnar ýti undir sveiflur í einkaneyslu.

Calvo bendir á að lítill munur sé á því að hafa fljótandi gengi og verðból gumarkmið eða fast gengi.⁶⁴ Sem dæmi nefnir hann viðbrögð við versnandi viðskiptakjörum. Ef gengi er fast er ekki hægt að bregðast við þeim með því að lækka vexti og prenta peninga eins og þegar gengið flýtur. En það er líka erfitt að prenta peninga þegar sett hefur verið markmið um verðbólgu því að lækkun vaxta og gengis leiðir til verðhækkana. Líta má á

⁵⁹ Laun voru reyndar ekki ósveigjanleg niður á við á þeim tíma, sjá Ásgeir Jónsson og Sigurð Jóhannesson (2002).

⁶⁰ Sjá Meade (1951) og Friedman (1953).

⁶¹ Edwards, S. og Yeyati, E. L. (2004).

⁶² Sjá Frankel og Rose (2002).

⁶³ Arnór Sighvatsson (2004), bls. 64.

⁶⁴ Calvo, G. (2000).

fastgengi sem sérstaka gerð af verðbólgu­markmiði. Munurinn er að við fastgengi er verði gjaldmiðilsins haldið stöðugu miðað við eina mynt eða fleiri, en við verðbólgu­markmið er það miðað við körfu af vörum. Fast gengi ætti að öðru jöfnu að auka öryggi í rekstri útflutnings- og samkeppnisgreina. Þegar verðbólgu­markmið er haft að leiðarljósi er viðmiðið almennara og ekki er gert upp á milli atvinnugreina en gengissveiflur ættu að öðru jöfnu að reynast þeim fyrirtækjum erfiðari sem eiga við samkeppni frá öðrum löndum að etja því að þau geta ekki með góðu móti látið kostnaðarhækkanir fara út í verðlag.

4.8 Niðurstöður

Við upphaf 21. aldar var hlutur útflutningsgreina í vergri landsframleiðslu hér á landi tæp 16%, hlutur samkeppnisgreina um 8% en hlutur heimagreina um 76%. Langstærstur hluti íslenskra fyrirtækja átti því ekki í beinni samkeppni við erlenda aðila. Vægi heimagreina hefur aukist hin síðustu ár. Mun fleiri starfa við samkeppnis- og útflutningsgreinar utan höfuðborgarsvæðisins en á því og á höfuðborgarsvæðinu eru þjónustustörf því veigameiri þáttur í atvinnustarfsemi.

Breytingar á innflutningsverðlagi hafa þegar í stað bein áhrif á þau fyrirtæki sem nota erlend aðföng við framleiðslu og með tímanum einnig á almennt verð- og kauplag í landinu og þar með afkomu annarra fyrirtækja. Aðföng önnur en laun vega mun þyngra í rekstri fyrirtækja í samkeppnisgreinum en þeirra sem eru laus við erlenda samkeppni. Gengisbreytingar koma því skjótt fram í rekstri þeirra.

Alla jafna má gera ráð fyrir að fast gengi ýti undir fjölbreytni í útflutningi en svo var þó ekki raunin á Íslandi á áttunda og níunda áratugnum. Gengisstefna þess tíma miðaðist fyrst og fremst við þarfir sjávarútvegs, auk þess sem mörg fyrirtæki áttu erfitt með að standast samkeppni við erlenda framleiðendur eftir að Ísland gekk í EFTA. Minnkandi mikilvægi sjávarútvegs, breytt gengisstefna og stöðugra efnahagsumhverfi hafa auðveldað öðrum útflutnings- og samkeppnisgreinum sambýlið við útveginn á síðustu tuttugu árum. Við þessar breyttu aðstæður má vænta þess að stöðugt gengi íslensku krónunnar geti ýtt undir fjölbreytni í íslenskum útflutningi. Þróaðri innlendir fjármálamarkaður og frjálst flæði fjármagns innan EES hefur leitt til þess að erlendar fjárfestingar Íslendinga hafa vaxið stórum en útlendir aðilar hafa ekki sýnt Íslandi sama áhuga. Það gæti breyst með frekari samþættingu fjármálamarkaða.

Þótt utanríkisviðskipti Íslendinga hafi vaxið nokkuð síðustu fimmtán ár eru þau enn lægra hlutfall af landsframleiðslu en þau ættu að vera miðað við stærð landsins. Sjávarútvegur er enn mikilvægasta útflutningsgrein landsmanna en á næstu árum mun hlutur stóriðju og ferðaþjónustu væntanlega aukast. Hugbúnaðar- og lyfjaframleiðsla hefur einnig vaxið ört. Íslenskt hagkerfi hefur enn ekki notið ávinnings alþjóðavæðingar í jafnmiklum mæli og hagkerfi í öðrum OECD-löndum og skiptir þar viðskiptamynstur landsins og landfræðileg lega þess líklega mestu máli.

Síðastliðin ár hafa Íslendingar fylgt flotgengisstefnu með verðbólguþolmiði en annar kostur væri sá að taka upp fastgengi, t.d. með því að taka upp evru í stað krónu. Slík stefnubreyting myndi hafa víðtæk áhrif á íslenskt efnahagslíf sem myndu vart koma að fullu fram fyrr en mörgum árum eftir umskiptin. Miklu skiptir hvernig íslenska krónan yrði verðlögð þegar evra væri tekin upp þar eð of sterk króna gæti gert íslenskum útflutnings- og samkeppnisgreinum erfitt fyrir. Upptaka evru myndi leiða til þess að kostnaður við erlend viðskipti myndi minnka en umskiptunum myndi aftur á móti fylgja ýmis umsýslukostnaður. Gjaldmiðilsskiptin gætu komið róti á verðskyn almennings og hugsanlegt er að einhverjir myndu nýta sér tækifærið til að hækka framleiðslu sína í verði. Gera má ráð fyrir að verslun við útlönd myndi vaxa í kjölfar upptöku evru, einkum þó viðskipti við evrulöndin. Fjárfestingar erlendra aðila héraðs ættu einnig að aukast. Sameiginlegur gjaldmiðill myndi auka gegnsæi í viðskiptum við Evrópulönd og auðvelda verðsamanburð á milli landa. Til lengri tíma litið má reikna með að samkeppni aukist innanlands. Áhugi erlendra fyrirtækja á íslenskum markaði myndi vafalítið aukast þegar sami gjaldmiðill yrði notaður hér sem erlendis og annaðhvort ný erlend fyrirtæki koma inn á markaðinn eða yfirtaka íslensk fyrirtæki. Jafnframt má gera ráð fyrir að sérhæfing ykist á íslenskum markaði og að Íslendingar fengju í auknum mæli notið kosta stærðarhagkvæmni. Sú þróun gæti einnig orðið til þess að auka á samþjöppun í sumum atvinnugreinum.

Tilkoma evru myndi hafa mikil áhrif á íslenskt efnahagslíf og það yrði að vera vel búíð undir slíkar umbreytingar. Aðilar á vinnumarkaði yrðu að vera meðvitaðir um að ekki yrði hægt að nota gengi til að breyta niðurstöðum kjarasamninga og hætta er á að sumar atvinnugreinar gætu átt undir högg að sækja.

5 Alþjóðaviðskipti

Árið 1817 gaf enski hagfræðingurinn David Ricardo út höfuðrit sitt *The Principles of Political Economy and Taxation* þar sem hann setti meðal annars fram kenningu sína um hlutfallslega yfirburði til að skýra af hverju þjóðir heims hefðu hag af alþjóðaviðskiptum. Samkvæmt kenningunni hefur ríki hlutfallslega yfirburði í að framleiða vöru eða þjónustu ef fórnarkostnaður framleiðslunnar þar er lægri en annars staðar.⁶⁵ Þannig ættu ríki að framleiða þær vörur sem þau geta framleitt með lægri fórnarkostnaði en önnur ríki og flytja út í skiptum fyrir aðrar vörur. Þetta kallast óbein framleiðsla. Með þessum hætti er hægt að bæta lífsgæði og auka heimsframleiðslu. Kenning Ricardos spáir hins vegar mun meiri sérhæfingu þjóða en gengur og gerist í raunveruleikanum. Þá niðurstöðu má rekja til þess að ekki er tekið mið af því að auðlindum heimsins er misskipt og það hefur áhrif á viðskiptamynstur, auk þess sem kenningin byggist á því að algjört frelsi sé í viðskiptum milli landa. Í þessum kafla er fjallað um tengsl gengisfyrirkomulags þjóða og alþjóðaviðskipta.

5.1 Alþjóðaviðskipti og fjárfesting

Á millistríðsárunum kynntu sænsku hagfræðingarnir Heckseher og Ohlin líkan sem spáði fyrir um að ríki myndu framleiða og flytja út þær vörur sem eru búnar til úr þeim auðlindum sem þau eru rík af (Bhagwati og Srinivasan (1984)). Misvel hefur gengið að skýra viðskiptamynstur með líkaninu en með því er hins vegar hægt að fá vísbendingu um það hvernig alþjóðaviðskipti hafa áhrif á tekjuskiptingu.⁶⁶ Bæði kenningar Ricardos og Hecksehers og Ohlins gera ráð fyrir því að alþjóðaviðskipti komist á vegna þess að lönd eru ólík. Þau eru misrík af auðlindum eða hafa hlutfallslega yfirburði í framleiðslu mismunandi gæða. Stór hluti utanríkisviðskipta í heiminum í dag fer hins vegar fram á milli þróaðra ríkja sem eru álíka rík og búa yfir áþekktum auðlindum. Hlutfallslegir yfirburðir eða misjöfn auðlindagnótt skýra ekki viðskipti á milli þessara ríkja en mörg þeirra hafa séð sér hag í að sérhæfa sig í framleiðslu takmarkaðs úrvals af vörum og þjónustu og nýta þannig stærðarhagkvæmni.⁶⁷ Það stærðarhagræði sem getur myndast ef fyrirtækjum í tilteknum iðnaði fjölgar eða þau sem fyrir eru stækka. Tilviljun ein getur

⁶⁵ Fórnarkostnaður framleiðslu tiltekinna vöru er mældur í því hve mikið hefði verið framleitt af annarri vöru ef hún hefði verið framleidd í stað þeirrar sem framleidd er.

⁶⁶ Vestrænar þjóðir eiga til dæmis stærra fjármagnsstofn en aðrar þjóðir og þær sérhæfa sig nokkuð í að framleiða fjármagnsfrekar vörur en fátækari þjóðir sérhæfa sig frekar í vinnuaflsfrekum iðnaði. Þetta er talin vera eina ástæðan fyrir því að tekjubilið milli faglærðra og ófaglærðra hefur breikkað í þróuðum ríkjum.

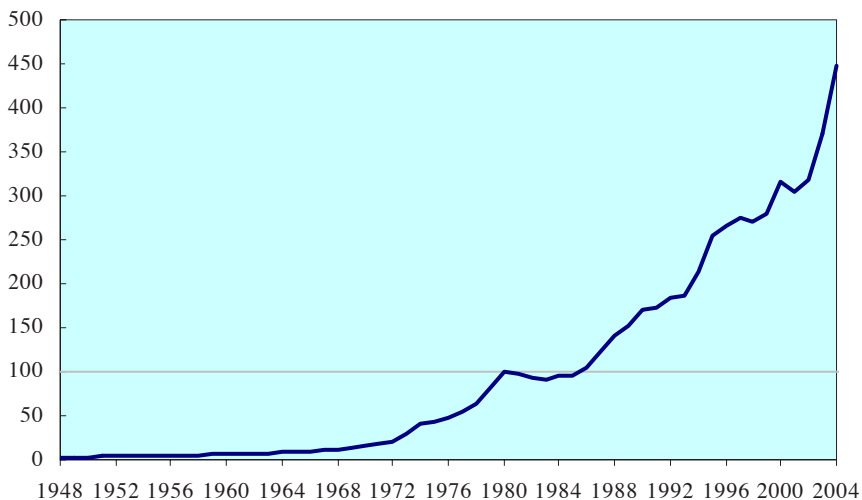
⁶⁷ Skilvirkni í framleiðslu eykst eftir því sem framleiðsla eykst.

Því ráðið því hvernig sérhæfingu þjóðar er háttað.

Eftir lok seinni heimsstyrjaldarinnar var almennt talið að aukið frelsi í viðskiptum og samvinna í efnahagsmálum myndi stuðla að friði og auka velsæld og lífsgæði. Árið 1947 skrifuðu 23 ríki undir samkomulag um viðskipti og tolla (GATT) sem dró úr höftum á viðskiptum milli landa en umfangsmikið haftakerfi á krepputímum fjórða áratugarins hafði mjög dregið úr alþjóðaviðskiptum. Aðrir sáttmálar fylgdu í kjölfarið með aðild fleiri þjóða. Árið 1993 skrifuðu 123 ríki heims undir sáttmála um stofnun Heimsviðskiptastofnunarinnar (e. *World Trade Organisation*) sem leysti GATT af hólmi. Hlutverk hennar er að tryggja frelsi og sanngirni í viðskiptum milli landa. Í dag eru 148 lönd, sem standa fyrir 97% af milliríkjavíðskiptum í heiminum, aðilar að stofnuninni.

Náðst hefur mikill árangur í að draga úr tollum og viðskiptahindrunum síðan GATT var stofnað, líkt og fram kemur á mynd 5.1. Auk þess hafa ýmsar þjóðir stofnað viðskiptabandalög eða gert fríverslunarsamninga sín á milli, sem hefur aukið frelsi í viðskiptum, og má þar nefna EES og NAFTA.

Mynd 5.5.1 Vísitala heildarútlutnings í heiminum 1948–2004 að mati Heimsviðskiptastofnunarinnar. Grunnár 1980.



Heimild: Hagstofa Íslands

Svo sem áður var nefnt telja hagfræðingar almennt að aukin alþjóðaviðskipti bæti lífsgæði og hafi jákvæð áhrif á efnahagslíf þjóða. Rannsóknir hafa meðal annars sýnt fram á jákvæð tengsl milli hagvaxtar og þess hve opin ríki eru. Sem dæmi má nefna rannsókn Romers og Frankels (1999) en þeir notuðu samanlagða hlutdeild inn- og útlutnings í vergrí landsframleiðslu (VLF) sem mælikvarða á alþjóðavæðingu þjóða. Þeir sýndu fram

á að aukning á því hlutfalli um 1% myndi að meðaltali auka tekjur um þriðjung úr prósentustigi á 25 árum. Auk þess hafa rannsóknir sýnt að tollar og önnur viðskiptahöft skapi umtalsverðan kostnað. Þannig er t.d. talið að fyrir tilkomu evrunnar hafi viðskiptakostnaður af þessum toga numið allt að 7% af mögulegri heildarframleiðslu Evrópusambandsins.⁶⁸

Þó að kenningar Ricardos og Hecksehers og Ohlins skýri af hverju þjóðir sjái sé hag í því að stunda viðskipti með vörur ná þær ekki að skýra hvaða þættir stuðla að erlendum fjárfestingum eða flæði fjármagns milli landa. Erlendum fjárfestingum má skipta upp í beinar og óbeinar fjárfestingar. Fjárfesting sem er í eigu og undir stjórn erlendra aðila er kölluð bein erlend fjárfesting en óbein ef hún er greidd með erlendu fé en stjórnað af innlendum aðilum. Sem dæmi um óbeina fjárfestingu má nefna kaup á skulda- og hlutabréfum fyrirtækja.

Ákvarðanir um allar fjárfestingar, hvort sem um er að ræða innanlands eða erlendis, taka mið af þeirri arðsemi sem fjárfestingarnar eru taldar skila og þeirri áhættu sem í þeim er fólgin. Fyrirtæki myndu því aðeins ákveða að fjárfesta erlendis og framleiða þar væri slík ráðstöfun talin skila meiri arði – að teknu tilliti til áhættu – en fjárfesting á heimamarkaði. Viðskiptahindranir geta þó vissulega flækt ákvarðanatökuna. Þannig getur t.d. reynst heppilegra að framleiða í einu landi og flytja þangað eingöngu hráefni til framleiðslunnar en að selja þar fullunnar vörur ef tollar á hrávöru eru lægri en fullunnum vörum. Með því að framleiða í fleiri en einu landi geta fyrirtæki einnig dreift áhættu og jafnað sveiflur í afkomu, sér í lagi ef hagsveiflur eru ósamhverfar í þeim löndum þar sem framleiðsla fer fram. Auk þess sjá fyrirtæki sér gjarnan hag í því að setja upp dótturfyrirtæki í öðru landi en heimalandinu til þess að halda þekkingu og tækni innan fyrirtækisins.

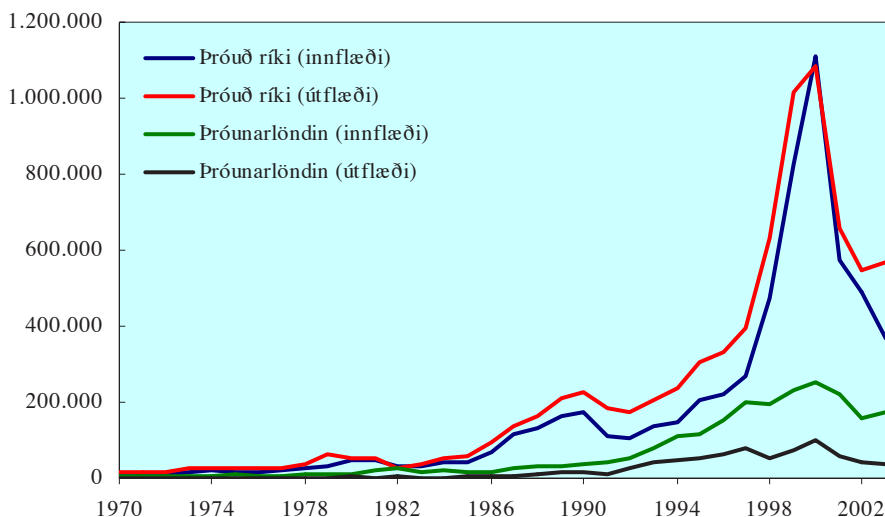
Beinum erlendum fjárfestingum má skipta í tvo flokka, láréttar og lóðréttar fjárfestingar. Í fyrirnefnda flokkinn falla fjárfestingar sem er ætlað að tryggja gott aðgengi að markaðssvæði. Til síðarnefnda flokksins teljast aftur á móti fjárfestingar sem fela í sér lægri framleiðslukostnað en í heimalandinu, t.d. betra aðgengi að nauðsynlegum auðlindum eða betri framleiðslu með sama tilkostnaði. Helstu kostir við óbeinar erlendar fjárfestingar eru gjarnan taldir vera þátttaka í vexti erlendra markaða, aukin áhættudreifing og möguleiki á hærri arðsemi en ella.

Á mynd 5.2 má sjá innflæði og útlæði beinnar erlendar fjárfestingar þróaðra ríkja og þróunarlanda. Erlend fjárfesting jókst verulega frá 1997 fram til 2000. Þá snerist þessi þróun við en vísbendingar eru um að þróuð ríki séu að taka við sér á ný. Svo virðist sem fjárfestar sjái sér frekar hag í því að fjárfesta í löndum utan OECD, svo sem í Asíu og Suður-Ameríku þar sem markaðir eru vaxandi.⁶⁹

⁶⁸ Messerlin (1999).

⁶⁹ www.OECD.org (2005).

Mynd 5.5.2 Innflæði og útlæði beinnar erlendrar fjárfestingar meðal þróaðra ríkja og þróunarlanda, 1970–2003. Milljónir dollara.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Ábati fjárfesta er meiri eftir því sem hærrí ávöxtun er í boði, minni dreifni er á arðsemi og minni fylgni er á milli arðsemi bréfa innanlands og erlendis. Það er ekki síst vegna þess hve ólíkar þjóðir eru sem óbein erlend fjárfesting er oft talin fýsilegur kostur. Mismunandi stjórnarfar og hagstjórn valda því að hagvöxtur er breytilegur milli landa og þar með skapast tækifæri til meiri áhættudreifingar en annars hefði verið kostur á. Á móti kemur að taka þarf tillit til nýrra áhættuþátta eins og gengisáhættu og stjórnmálaáhættu.

Samþætting fjármálamarkaða kom síðar til sögunnar en samþætting markaða með vörur og þjónustu. Að einhverju leyti má rekja þá þróun til þess að frelsi í fjármagnsflutningum milli vestrænna ríkja varð ekki að veruleika fyrr en eftir 1970. Frelsi í viðskiptum jókst verulega á níunda og tíunda áratug 20. aldarinnar en framfarir í upplýsinga- og fjarskiptatækni áttu mikinn þátt í þeirri þróun. Enn fremur var höftum á erlendum fjárfestingum, bæði beinum og óbeinum, að miklu leyti aflétt. Í dag eru fjármagnsviðskipti milli landa mun umfangsmeiri en viðskipti með vöru og þjónustu.⁷⁰ Aukin fjármálasamþætting ætti að öllu jöfnu að tryggja hagkvæmari ráðstöfun auðlinda en áður og þar af leiðandi að leiða til aukinnar fjárfestingar. Aukin fjárfesting hefur svo jákvæð áhrif á hagvöxt.

⁷⁰

Bartram og Dufey (2001).

5.2 Fljótandi gengi og alþjóðleg vöruviðskipti

Fljótandi gengi hefur óhjákvæmilega í för með sér að gengið flöktir dag frá degi og innan dags. Slíkt gengisflökt hefur í för með sér aukna áhættu og kostnað í alþjóðlegum viðskiptum, ekki síst vegna óvæntra gengisbreytinga. Það hefur þar af leiðandi verið talinn einn helsti kostur fastgengis eða myntbandalags að ekki þurfi að taka tillit til áhættu vegna gengisflökts og því ættu viðskipti að aukast undir öðru hvoru fyrirkomulaginu. Þetta voru líka ein helstu rökin fyrir myntbandalagi Evrópuríkja. Hins vegar virðist sem hvorki hagfræðilíkön né tölfræðilegar rannsóknir hafi getað rennt stöðum undir þessar staðhæfingar. Samkvæmt hagfræðilíkönum getur gengisflökt bæði haft neikvæð og jákvæð áhrif á alþjóðaviðskipti og tölfræðirannsóknir gefa einnig misvísandi niðurstöður.

5.2.1 *Kenningar um áhrif gengisflökts á alþjóðaviðskipti*

Þegar fyrst var farið að skoða áhrif gengisflökts á alþjóðaviðskipti í hagfræðilíkönum var litið á það sem ytri breytu og var áhersla lögð á að skoða ákvarðanir fyrirtækja. Rannsóknirnar gáfu til kynna að flöktið hefði neikvæð áhrif á viðskipti með vörur milli landa. Ethier (1973) skoðaði til að mynda áhættufælin fyrirtæki og hvernig þau tóku ákvarðanir með tilliti til gengisáhættu. Hann komst að þeirri niðurstöðu að aukið gengisflökt hefði neikvæð áhrif á viðskipti. Demer (1991) komst að sömu niðurstöðu án þess að leggja áherslu á áhættufælni. Demer rakti niðurstöðuna til þess að aukin áhætta hefði neikvæð áhrif á fjárfestingar í fjármunum þar sem þær eru almennt óafturkræfar og þar af leiðandi myndu framleiðsla og viðskipti dragast saman. Önnur hlutajafnvægislíkön gáfu hins vegar til kynna að gengisflökt gæti haft jákvæð áhrif á viðskipti.

Í seinni tíð hafa hagfræðingar gert meira en áður af því að nota heildarjafnvægisgreiningu þar sem reynt er að taka tillit til allra þeirra þátta sem geta haft áhrif á umfang og eðli alþjóðaviðskipta. Niðurstöður þeirra líkana eru mismunandi og ráðast fyrst og fremst af því hvaða forsendur eru lagðar til grundvallar. Algengt er að í líkönunum sé gengið út frá forsendum um áhættufælni, aðgengi að fjármagni og í hvaða gjaldmiðli varan er seld. Bacchetta og van Wincoop (2001) komust að þeirri niðurstöðu að áhrifin væru óljós og háð því hvernig verðlagningu fyrirtækja væri háttáð. Að þeirra mati hefur gengisflökt því aðeins áhrif á viðskipti að gert sé ráð fyrir því að fyrirtæki verðleggi vöruna í gjaldmiðli þeirra sem kaupa hana í stað eigin gjaldmiðils.

Mihailov (2003) útvíkkaði líkan Bacchettas og van Wincoops með því að bæta inn vörurýrnun. Mihailov var sammála niðurstöðum Bacchettas og van Wincoops um áhrif gengisflökts á viðskipti þegar aðilar verðleggja á gjaldmiðli innflytjenda en sýndi fram á að þegar verðlagt er í gjaldmiðli útflytjenda gæti gengisflökt einnig haft áhrif. Niðurstöður líkansins gefa til kynna að sveiflur í viðskiptum minnki við notkun fastgengis þegar fyrirtæki verðleggja vöru sína í gjaldmiðli útflytjenda. Jafnframt verða viðskipti örlítið minni þegar fastgengisstefna er við lýði en flotgengi ef eftirspurn eftir innfluttri erlendri vöru er teygjin eða þegar framleiðsla landanna tveggja er álíka mikil. Ef

framleiðsla landanna tveggja er hins vegar mismikil eða eftirspurn eftir innfluttri vöru er næm fyrir verðbreytingum verða viðskipti minni þegar flotgengi er notað en fastgengi.

Skýringin er sú að neytendur hagnast á innflutningi á ódýrari vörum þegar verðlagt er á gjaldmiðli útflytjenda ef gjaldmiðill neytenda hækkar í verði. Hér á landi mætti þannig ímynda sér að innflutningsvörur væru verðlagðar í evrum en ekki krónum. Þetta gildir einkum ef erlendar vörur eru staðkvæmdarvörur innlendrar framleiðslu, þ.e.a.s. geta komið í stað innlendrar vöru. Ef eftirspurn eftir innfluttum vörum er teygjin leiðir fastgengisstefna til minni innflutnings en áður við slíkar aðstæður. Ef aðstæður eru hins vegar þannig að vörur milli landa eru ólíkar og eftirspurn eftir innfluttri vöru er óteygjin er engin tilhneiging til þess að kaupa innfluttar vörur í stað innleindra þegar gengi breytist. Áhrif fastgengis á viðskipti eru því meiri eftir því sem þjóðir verðleggja vöru meira á verði útflytjenda, meiri óvissa er um peningamál og því ólíkari sem vörur eru á milli landa. Niðurstöður gefa hins vegar til kynna að þessi áhrif séu smávægileg í samanburði við áhrif tolla og hafta á viðskipti.

Eins og komið hefur fram hefur almennt verið talið að fastgengisstefna sem heldur gengisflökti í lágmarki hafi jákvæð áhrif á viðskipti milli landa. Niðurstöður úr líkönum Bacchettas og Van Wincoops (2000) og Mihailovs (2003) gáfu til kynna að það sé ekki endilega rétt niðurstaða og að áhrifin geti jafnvel verið neikvæð. Í þessu samhengi skipti verðlagning fyrirtækja, stefna stjórnvalda í peningamálum og staðkvæmd vara milli landa máli.

5.2.2 Erlendar rannsóknir

Í frægri rannsókn Rose frá árinu 2000 sem fjallað er um í síðasta kafla kannar hann áhrif gengisflöks og myntbandalags á alþjóðaviðskipti. Rose notar þversniðsgögn og beinir sjónum sínum að ólíku gengisfyrirkomulagi þjóða og umfangi alþjóðaviðskipta. Í almenna þyngdarlögmálslíkaninu er flæði alþjóðaviðskipta milli tveggja landa talið vera háð þjóðartekjum og fjarlægð milli landanna. Rose bætir við öðrum skýristærðum til þess að taka tillit til annarra þátta sem gætu haft áhrif, svo sem hvort þjóðir eigi sameiginleg landamæri, noti sama tungumál og séu í sama viðskiptabandalagi. Þá inniheldur líkan hans breytu sem gefur til kynna gengisflökt og það hvort þjóð sé í myntbandalagi.

Niðurstöður Rose og félaga gefa til kynna að ef þjóðir eru í myntbandalagi séu viðskipti þeirra á milli allt að þrisvar sinnum meiri en ella. Svo virðist sem gengisflökt hafi neikvæð áhrif á viðskipti milli landa en áhrifin eru lítil miðað við áhrif þess að vera í myntbandalagi. Rose segist ekki geta gefið einhlíta skýringu á því af hverju myntbandalag hefur þessi áhrif á viðskipti milli landa. Hafa ber í huga að myntbandalag og fastgengi er ekki það sama, eins og fram kemur í 2. kafla, enda er ljóst að ýmiss konar kostnað má forðast með myntbandalagi sem ekki er hægt með fastgengisstefnu. Þar má nefna kostnað við að stunda viðskipti með mismunandi mynt, en rannsóknir hafa sýnt fram á að slíkur kostnaður er töluverður, auk þess sem sameiginleg mynt getur aukið gagnsæi og veitt smærri ríkjum aðgengi að betri mörkuðum.

Rannsókn Rose var gagnrýnd fyrir það að gagnasafn hans innihélt aðeins örfá myntbandalög og því væri erfitt að yfirfæra niðurstöðurnar yfir á viðskipti milli annarra landa. Persson (2001) gerði svipaða greiningu og Rose en notaði aðrar aðferðir við að para saman lönd. Niðurstöður Perssons gáfu til kynna að áhrifin til aukinna viðskipta væru töluvert minni en fram kom í rannsókn Rose, eða á bilinu 13%–65%. Rose (2001) notaði síðan aðferð Perssons á stærra gagnasafn og ályktaði að áhrifin væri marktæk og töluvert meiri en kom fram í rannsókn Perssons. Almenn virðast niðurstöður rannsókna því sýna fram á að myntbandalag milli tveggja eða fleiri landa hafi jákvæð áhrif á viðskipti. Slík aukning ætti síðan að skila sér í aukinni framleiðni og bættum lífsgæðum.

Hafa ber í huga að í þessum rannsóknum eru aðeins skoðuð viðskipti milli þeirra landa sem eiga í myntbandalagi. Einnig þarf að taka mið af því hver áhrif væru á viðskipti milli landa sem eru utan myntbandalags. Margir hafa haldið því fram að með stofnun myntbandalags muni viðskipti meðal landa innan bandalagsins aukast á kostnað viðskipta við lönd utan bandalagsins. Micco og félagar (2003) komust að því að innganga í EMU hafi ekki haft neikvæð áhrif á viðskipti við lönd utan EMU heldur voru vísbendingar um að það hefði jafnvel jákvæð áhrif á viðskipti við þessi lönd.

5.3 Fjármálamarkaður og gengi

Líkt og almennt gildir um verðmyndun á markaði þá ákvarðast nafngengi gjaldmiðla af framboði og eftirspurn á gjaldeyrismarkaði þar sem heimili, fyrirtæki og fjármálastofnanir kaupa og selja gjaldmiðla til að greiða fyrir erlend viðskipti. Stærstu aðilar á gjaldeyrismarkaði eru viðskiptabankar, fyrirtæki sem stunda alþjóðaviðskipti, seðlabankar og aðrar fjármálastofnanir.

Samkvæmt klassískum hagfræðikenningum ráða alþjóðaviðskipti þróun nafngengis; gjaldmiðill styrkist þegar útflutningur vöru og þjónustu er meiri en innflutningur, þ.e. þegar land hefur jákvæðan viðskiptahalla og veikist að sama skapi ef innflutningur er umfram útflutning. Hækkun nafngengis veldur því að innflutningur lækkar í verði en útflutningur verður dýrari á erlendum mörkuðum. Með sama hætti veldur gengislækkun því að útfluttar vörur verða ódýrari og innfluttar dýrari. Klassíska kenningin gerir því ætíð ráð fyrir að með tímanum myndist jafnvægi þar sem útflutningur verður jafn innflutningi við tiltekið nafngengi. Sveigjanleiki gengis er því lykilatriði.

Í hagkerfum nútímans eru viðskipti með eignir eins og hlutabréf, skuldabréf og gjaldmiðla mun meiri og sveiflukenndari en vöruviðskipti milli landa og hafa þau viðskipti því mun meiri áhrif á verð gjaldmiðla. Höft á fjármagnsflæði hafa verið minnkuð mikið á síðustu tveimur áratugum og hefur það leitt til þess að fjármálamarkaðir heimsins hafa fléttast betur saman. Framfarir í tækni- og fjarskiptum og nýjungar á fjármálamörkuðum hafa einnig ýtt undir þá samþættingu. Sem dæmi um hversu ör þessi þróun hefur verið má nefna að árið 1975 voru erlend viðskipti með

verðbréf í Bandaríkjunum aðeins um 4% af VLF en 245% árið 2000.⁷¹ Þar sem dagleg viðskipti með gjaldeyri eru mun meiri en dagleg viðskipti með vörur milli landa má áætla að hagnaðarmöguleikar á fjármálamörkuðum ráði meiru um skammtímabreytingar á gengi en viðskipti með vörur. Á íslenska gjaldeyrismarkaðnum mátti t.d. rekja um 90% af veltunni til fjármagnshreyfinga árið 2001 en aðeins um 10% til vöruviðskipta.⁷² Langtímajafnvægi á gjaldeyrismarkaði ræðst hins vegar fremur af viðskiptum á vörumarkaði. Þar sem fjármagnshreyfingar eru sá þáttur sem hefur hvað mest áhrif á gengi gjaldmiðla hverju sinni má ætla að val á fyrirkomulagi gengisstjórnar hafi einnig áhrif á fjármagnsflæði milli landa.

5.3.1 Myntbandalag eða fljótandi gengi við frjálst fjármagnsflæði

Í kenningunni um hina ómögulegu eða óframkvæmanlegu þrenningu sem fjallað var um í 2. kafla segir að ekki sé hægt að taka ákvörðun um gengisstefnu án þess að móta á sama tíma stefnu varðandi fjármagnsflæði milli landa. Samkvæmt því er ekki er hægt að ná fram eftirfarandi þremur markmiðum samtímis: stöðugleika í gengi, samþættingu fjármálamarkaða (og þar af leiðandi auknu fjármagnsflæði milli landa) og sjálfstæðri peningamálastefnu. Á síðustu áratugum hafa fjármálamarkaðir tengst betur innbyrðis og því má ætla að kenningin feli í sér að val um gengisfyrirkomulag standi aðeins á milli rígfasts fastgengis eða flotgengis. Með rígföstu fastgengi er átt við gengisfyrirkomulag þar sem mjög torvelt er að breyta genginu, eins og t.d. í myntbandalagi. Sumir kostir sem ætlað var að nægðu til að halda gengi föstu hafa reynst óstöðugri en ætlað var, svo sem nýleg reynsla í Argentínu sýnir en þar reyndist unnt að brjóta niður myntráð.

Stuðningur við svokallaðar millibilslausnir eins og sveigjanlegt fastgengi eða flotgengi innan vikmarka hefur dvínað enda hefur það sýnt sig að hverfi þjóð ekki sjálfviljug frá slíkum stefnum muni spákaupmenn eða önnur markaðsöfl fyrr eða síðar neyða lönd af þeirri braut. Þetta er að minnsta kosti reynsla nokkurra ríkja á síðustu tveimur áratugum, þar á meðal Íslands eins og frá er greint í ramma 5.1.

Almennt telja hagfræðingar að myntbandalag leiði fremur til samþættingar fjármálamarkaða en fljótandi gengi. Þessi trú er rakin til þess að gengisáhætta hverfur og viðskiptakostnaður lækkar þegar gengið er í myntbandalag. Aukin samþætting eigi því að öllu jöfnu að hafa jákvæð áhrif á erlenda fjárfestingu og auka framleiðni á markaði. Tölfræðirannsóknir virðast styðja þá kenningu og staðfesta að samþætting fjármálamarkaða hafi jákvæð áhrif á erlenda fjárfestingu og þar af leiðandi á hagvöxt og hagkerfi þjóða.⁷³ Fjallað er um kostnað og ábata af samþættingu markaða í ramma 5.2 hér á eftir.

⁷¹ Hau og Rey (2003).

⁷² Peningamál (2001/3).

⁷³ Theil (2001).

Rammi 5.1 Reynolds Argentínu af myntráði.

Á sama tíma og frelsi í fjármagnsviðskiptum milli landa jókst á seinni hluta níunda áratugarins og fyrri hluta þess tíunda héldu margir hagfræðingar fram þeirri skoðun að stefna stjórnvalda ætti að vera sú að takmarka gengisflókt og koma þannig í veg fyrir sveiflur og óvissu í hagkerfinu. Á þennan hátt álitu þeir að fastgengi gæti tryggt aukin stöðugleika í hagkerfinu og minnkað verðbólgu. Í kjölfarið tóku margar þjóðir sem upplifað höfðu mikinn óstöðugleika og mikla verðbólgu upp fastgengisstefnu, til að mynda Argentína sem festi gengi pesans við dollara og setti upp myntráð.

Vandamálið var hins vegar það að bæði verðlag og laun héldu áfram að hækka eftir að gengið hafði verið fest. Það leiddi til þess að raungengið hækkaði, sem minnkaði samkeppnishæfni útflutnings og viðskiptahallinn jókst. Á móti kom að vextir voru háir sem leiddi til þess að fjármagn flæddi inn og það fjármagnaði viðskiptahalla og leiddi til uppsveiflu á fjármálamarkaði.

Þar kom að fjármagnsflæði minnkaði og breyttist í fjármagnsflóttu og þá myndaðist þrýstingur á lækun gengisins til þess að koma á jafnvægi í viðskiptum við útlönd. Til að viðhalda fastgenginu hefði ríkisvaldið þurft að fylgja stefnu sem dregið hefði úr neyslu í hagkerfinu og aukið atvinnuleysi og því valdið samdrætti í hagkerfinu. Slíkar aðgerðir eru augljóslega óvinsælar en þar sem peningamálastefna er máttlaus undir fastgengi er deginum ljósara að fastgengisstefna getur ekki verið trúverðug við aðstæður sem þessar. Að lokum var eina lausnin fyrir Argentínu að láta gengið fljóta og leyfa verðgildi pesans að ákvarðast á markaði. Við slíka gengisadlögun er hættu á yfirskoti, þ.e. að nafngengið breytist mun meira en þörf er á og hafi mikil áhrif á efnahagslíf þjóða.

Heimild: Tryggvi Þór Herbertsson (2002)

Á hinum jaðrinum, gagnstætt myntbandalagi og föstu gengi, er að finna fljótandi gengi. Almennt er talið að óstöðugt gengi hafi neikvæð áhrif á fjárfestingu milli landa vegna aukinnar áhættu. Á hinn bóginn eru vísbendingar um að fjárfestar telji það ákveðið styrkleikamerki að þjóð fylgi fljótandi gengisstefnu.⁷⁴ Í þessu samhengi er áhugavert að skoða tenginguna milli gengisfyrirkomulags og erlendra fjárfestinga.

5.3.2 Óbein erlend fjárfesting

Hagfræðingar eru almennt sammála um að fjármagnsflæði milli landa, eða óbeinar erlendar fjárfestingar, ætti að vera meira í löndum sem eru aðilar að myntbandalagi en þeirra sem hafa fljótandi gengi, sér í lagi þegar litið er til lítilla opinna hagkerfa. Til þess

⁷⁴ Aggarwal og félagar (2003).

að meta áhrifin er áhugavert að skoða þróunina innan evrusvæðisins. Með því að útrýma gengisáhættu og minnka viðskiptakostnað hefur myntbandalag Evrópu náð að skapa einsleitari og dýpri fjármálamarkað en áður var í Evrópu og má í því sambandi nefna að tilkoma evrunnar hefur leitt til þess að skuldabréfamarkaður hefur blómstrað. Þá hafa evrópsk fyrirtæki í auknum mæli farið út í skuldabréfaútgáfu og hefur útgáfa slíkra skuldabréfa fjórfaldast síðan 1998. Mánaðarleg velta virkustu bréfanna jókst úr 73 milljónum evra árið 1998 í um 112 milljónir evra árið 2000. Enn fremur virðist sem vinsældir ríkisskuldabréfa, gefinna út í evrum, hafi aukist utan bandalagsins. Í janúar 2003 voru um 35% af skuldabréfum franska ríkisins í höndum erlendra aðila miðað við 15% árið 1997.⁷⁵ Í alþjóðlegum samanburði er evran nú orðin annar vinsælasti gjaldmiðilinn í skuldabréfaútgáfu á eftir Bandaríkjadollara.⁷⁶

Rannsóknir gefa til kynna að hlutabréfamarkaðir í Evrópu séu orðnir mun samþættari en áður og sé það að miklu leyti evrunni að þakka.⁷⁷ Markaðirnir hafa náð að nýta sér betur áhættudreifingu með fjárfestingum milli landa. Danthine, Giavazzi og von Thadden (2000) sýndu meðal annars fram á það að svokölluð heimabjögun (e. home bias) færi minnkandi á evrusvæðinu.⁷⁸ Í töflu 5.1 má sjá fjölda skráðra hlutabréfa á evrusvæðinu síðan 1995, sem og umsvif á hlutabréfamarkaði. Þar kemur glögglega í ljós að þó að hlutabréfamarkaðir innan evrusvæðisins séu minni en sá bandaríski þá hefur vöxturinn verið langtum meiri innan evrusvæðisins en í Bandaríkjunum.

Tafla 5.1 Fjöldi skráðra hlutabréfa og umsvif á markaði.

	Fjöldi skráða hlutabréfa			Umsvif (milljarðar dollara)*		
	1995	1999	2002	1995	1999	2002
Evrusvæðið	2.592	5.286	6.647	1.309	4.955	4.730
Bandaríkin	8.539	8.504	6.587	5.554	19.890	19.208
Japan	3.013	3.216	3.465	1.146	1.892	1.690
Bretland	2.502	2.274	2.824	1.153	3.399	3.998

* Virði hlutabréfaviðskipta bæði innlendra og erlendra fyrirtækja

Heimild: Hagstofa Íslands

Þessa þróun má rekja til einfaldari samskipta á markaði, sem hefur gert viðskipti gagnsærri en áður og leitt til tímasparnaðar og því komið í veg fyrir það tap sem leiðir af óhagkvæmum viðskiptum. Minni viðskiptakostnaður í kjölfar tilkomu evrunnar varpaði einnig ljósi á þau atriði sem áður höfðu komið í veg fyrir fjárfestingar milli landa og leiddi þannig til enn frekari samþættingar fjármálamarkaða.

Í Gyllenhammer-skýrslunni svokölluðu frá árinu 2002 er fjallað um velferðaráhrif myntbandalagsins í Evrópu en þar kemur fram að mögulegur ávinningur af aukinni

⁷⁵ Galati and Tsatsaronis (2004).

⁷⁶ BIS (2005).

⁷⁷ Frazscher (2001).

⁷⁸ Það er vel þekkt fyrirbæri að innlend bréf hafa talsvert meira vægi í verðbréfasöfnum innlendra fjárfesta en fjármálalíkon spá fyrir um.

sambættingu fjármálamarkaða geti verið aukinn hagvöxtur í bandalagslöndunum um allt að 0,5–0,7% á ári.

Reynslan virðist sýna að myntbandalag leiði til frekari sambættingar fjármálamarkaða í ólíkum löndum. Umsvif aukast á hverjum markaði fyrir sig og starfsemin verður margbreytilegri – markaðurinn dýpkar – en það leiðir til meiri óbeinna fjárfestinga. Þetta á bæði við um fjárfestingu milli landa innan myntbandalagsins og utan þess. Aukin sambætting markaða skilar sér þannig í auknum lífsgæðum.

Í þessu samhengi er athyglisvert að skoða niðurstöður Aggarwals, Klappers og Wysockis frá árinu 2003, en þau rannsökuðu bandarískar fjárfestingar meðal nýfrjálsra þjóða. Þau komust að því að þættir eins og fljótandi gengi, lagalegur réttur fjárfesta og reikningsskilaaðferðir höfðu mikil áhrif en einnig stærð fyrirtækja og möguleikar þeirra til að vaxa. Niðurstöður þeirra benda til þess að þegar fjárfestar í Bandaríkjunum meta fjárfestingarkosti á vaxandi mörkuðum virðist þeir telja fýsilegra að fjárfesta í löndum með fljótandi gengi en fast gengi. Af þessu má ráða að fljótandi gengi geti verið ákveðið merki um styrkleika í peningastjórn viðkomandi lands.

Fjármagnsflæði og viðskiptajöfnuður

Í þjóðhagsreikningum er viðskiptajöfnuður skilgreindur sem mismunur sparnaðar og fjárfestingar innanlands. Hann mælir breytingu í hreinni erlendri eign hverrar þjóðar. Þegar fjárfesting er meiri en innlendur sparnaður þarf að taka erlend lán eða selja erlendar eignir til útlendinga til að brúa bilið. Viðskiptahalli veldur því að hrein eignastaða landsmanna rýrnar og hann leiðir til þess að efnahagslíf er háð erlendu fjárstreymi.

Þær erlendu lántökur sem ráðist er í vegna þess að viðskiptajöfnuður versnar geta verið til hagsbóta ef þær eru nýttar til arðbærra fjárfestinga eða til að jafna sveiflur í hagkerfinu. Almennt telja hagfræðingar að viðskiptahalli sé tímateggt fyrirbrigði, þ.e. að halli muni eyðast með tímanum, einkum vegna þess að aldurssamsetning þjóða er breytileg.⁷⁹ Þjóð sem að stærstum hluta er samsett af fólki á vinnufærum aldri ætti að spara meira en þjóð með herra hlutfall ungs fólks og fólks á eftirlaunum. Líklegt er því að hjá ungri þjóð sé halli á viðskiptum við útlönd sem síðan hverfur er þjóðin eldist og hallinn breytist í afgang sem þjóðin étur síðan upp þegar hún eldist enn frekar. Halli á viðskiptum við útlönd telst því ekki vandamál svo framarlega sem skuldabyrðin er bærileg og fjármagnsflæði er stöðugt. Gera má ráð fyrir því að eftir því sem hagkerfið er opnara þeim mun auðveldara sé fyrir þjóðina að útvega erlent fjármagn til að fjármagna viðskiptahalla.

⁷⁹

Sjá Gylfa Zoega og Tryggva Þór Herbertsson (1999).

Rammi 5.2 Kostnaður og ábati af fjármálasambættingu.

Agénor (2003) taldi mögulegan ábata fyrir land sem stefndi að frekari sambættingu fjármálamarkaða vera:

Aukin áhættudreifing og neyslujöfnun. Þannig geta þjóðir tekið lán þegar kreppir að og veitt lán þegar vel gengur. Þetta ætti að auka velferð í samfélaginu. Opnari markaður ýtir undir innlenda fjárfestingu og þar af leiðandi hagvöxt. Það skilar sér í auknu fjármagni á hvern íbúa og tryggir bætt lífsgæði. Auk þess gæti aukin fjárfesting haft jákvæð áhrif á mannauðsmyndun. Levine (2000) taldi einnig að aukið frelsi á markaði gæti styrkt hlutabréfamarkað og þannig aukið framleiðni framleiðsluþátta.

Aukinn stöðugleiki í hagkerfinu. Því hefur verið haldið fram að með auknu frelsi á fjármálamarkaði muni markaðurinn verðlauna þá sem fylgja góðri hagstjórn og refsa þeim sem gera hið andstæða. Þetta ætti að leiða til aukins stöðugleika, betri nýtingar auðlinda og aukins hagvaxtar.

Aukin dýpt og breidd innlends fjármálamarkaðar sem leiðir til aukinnar skilvirkni með lægri kostnaði sem að öllu jöfnu ætti að hafa jákvæð áhrif á hagvöxt. Auk þess gætu erlendir bankar látið til sín taka á heimamarkaði en slíkt myndi einnig hafa jákvæð áhrif.

Agénor nefnir að reynsla síðustu áratuga kenni okkur að þó að óumdeilanlegur ábati sé af frekari sambættingu fjármálamarkaða geti henni einnig fylgt kostnaður. Mögulegur kostnaður er talin vera:

Aukinn óstöðugleiki. Hætta er á því að fjármagnsskortur geri vart við sig í smærri löndum á ákveðnum tímabilum og þau fái aðeins erlend lán í góðæri en ekki þegar að kreppir. Slíkt ferli getur ýtt undir óstöðugleika. Mikið innstreymi fjármagns gæti einnig aukið óstöðugleika og t.d. leitt til mikillar aukningar peningamagns í umferð sem gæti aukið verðbólgu, leitt til hækkunar raungengis og aukins viðskiptahalla. Ef flotgengi er fylgt ætti aukinn viðskiptahalli að leiða til gengislækkunar og í framhaldi af því til jafnvægis á viðskiptaflæði. Undir fastgengisstefnu gæti léleg samkeppnisstaða og aukið ójafnvægi grafið undan trúverðugleika gengisins og leitt til fjármálakreppu.

Aukið ójafnvægi í viðskiptum við útlönd. Ef erlent fjármagn er notað til að fjármagna lélegar innlendar fjárfestingar gæti það dregið úr mætti útflutningsgreina landsins. Frekari samþjöppun innlendra banka vegna komu erlendra banka á markað. Slíkt getur jafnvel skapað einokunarstöðu sem getur dregið úr skilvirkni og heft hagvöxt. Einnig getur skapast hætta á að erlendir bankar fari af markaði í harðæri, sem eykur óstöðugleika.

Sú hættu er ætíð fyrir hendi að innflæði erlends gjaldeyris stöðvist og geta þar nokkrir þættir skipt mestu máli, svo sem hlutfall viðskiptahalla af landsframleiðslu, hlutfall skulda, stærð gjaldeyrisvarasjóðs og geta til að skapa fjármagn innanlands, sbr. Edwards (2004). Ef viðskiptahalli skapar útfæði sem ekki er hægt að standa undir þarf gengið að lækka til að jafnvægi náist að nýju. Ef innflæði fjármagns þverr snögg hefur það neikvæð áhrif á hagvöxt en áhrifin eru því minni sem ríki eru opnari.

Niðurstöður tölfræðigreininga hafa gefið til kynna að þjóðir sem eru með sveigjanlegt gengi eigi auðveldara með að takast á við slíkan viðsnúning en þjóðir með fastgengi og áhrif á raunsterðir séu minni þar en annars staðar. Í rannsókn Edwards (2004) kemur þetta glögglega í ljós.

Í myntbandalagi er líklegt að fátækari lönd sjái fram á aukið flæði fjármagns til landsins og minni sparnað þar sem þar er búist við mestri arðsemi (jaðarframleiðsla fjármagns er mest þar). Tilkoma myntbandalags dregur úr viðskiptakostnaði og sú aukna samþætting á meðal aðildarríkja sem fylgir í kjölfarið leiðir til þess að teygni eftirspurnar eftir innlendum vörum mun aukast, sem ætti að bæta viðskiptahag og gera fjárfestingu í landinu enn eftirsóknarverðari. Þetta mun beint eða óbeint leiða til aukins viðskiptahalla fátækari landa. Aukin fjárfesting hefur bein áhrif því að hún er aðeins að litlu leyti jöfnuð með auknum sparnaði innanlands. Hún hefur einnig óbein áhrif með því að leiða til væntinga um aukinn hagvöxt, hærri rauntekjur í framtíðinni og minni sparnað.

Viðskiptahalli Portúgala og Grikkja hefur aukist töluvert á síðustu árum. Þá þróun má skýra með því að þessi lönd eru þau fátækustu í myntbandalagi Evrópu. Í Portúgal hefur fjárfesting aukist en sparnaður innanlands minnkað og þar af leiðandi hefur myndast viðskiptahalli. Í Grikklandi virðist sem aukinn viðskiptahalli sé að mestu leyti tilkominn vegna minnkandi sparnaðar einkaaðila þótt fjárfesting hafi haldið sínu striki.

Bæði í Portúgal og Grikklandi hefur aukin samþætting fjármálamarkaða og aukið frelsi á markaði auðveldað erlendar lántökur, auk þess sem erlendir fjárfestar hafa í auknum mæli fjárfest í portúgólskum og grískum verðbréfum. En skapar aukinn viðskiptahalli fátækra ríkja vegna inngöngu í myntbandalag þeim sérstök vandamál? Ríki í myntbandalagi mynda ekki jafnsamstíga heild og t.d. fylki í Bandaríkjunum en þarlend yfirvöld hafa ekki miklar áhyggjur af viðskiptastöðu einstakra fylkja. Þótt þjóðir komi saman í myntbandalagi er ekki hægt að líta á bandalagið sem eitt ríki. Land innan myntbandalags sem vill takast á við viðskiptahalla getur aðeins gripið til fjármálaaðgerða og t.d. aukið opinberan sparnað en við það minnkar viðskiptahalli.

5.3.3 Óbein erlend fjárfesting á Íslandi

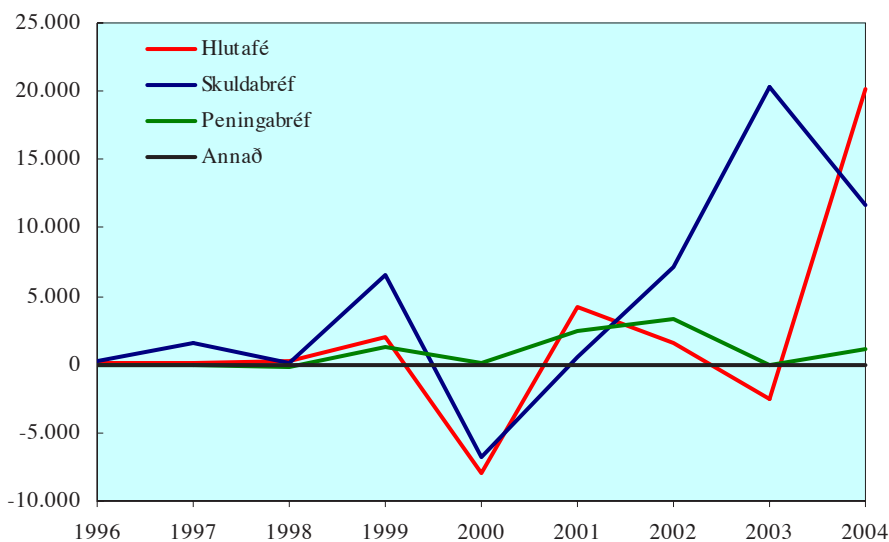
Á undanförmum áratugum hefur íslenskur fjármagnsmarkaður þróast frá því að vera örsmár, vanþróaður og í viðjum boða og banna í framsækinn markað, sambærilegan við það sem gengur og gerist hjá öðrum vestrænum ríkjum. Kauphöll Íslands var stofnuð árið 1985 af nokkrum fjármálastofnunum undir handleiðslu Seðlabanka Íslands. Til að

byrja með áttu sér þar eingöngu stað viðskipti með ríkisskuldabréf en árið 1990 voru fyrstu hlutabréfin skráð. Á síðustu árum hafa viðskipti í Kauphöllinni aukist til muna.

Í lok ársins 1999 voru skráð fyrirtæki í Kauphöllinni 75 talsins. Árið 2000 gerðist það í fyrsta sinn að félögum fjölgaði ekki þrátt fyrir að fleiri ný fyrirtæki væru skráð þar sem nokkuð var um að fyrirtæki væru sameinuð. Afskráningar héldu áfram á næstu árum og í árslok 2004 voru félögin orðin 34, ríflega helmingi færri en fimm árum fyrr.⁸⁰ Rekja má þessa þróun til sameininga og breytingar á eignarhaldi og til þess að mörg sjávarútvegsfyrirtæki hafa verið tekin af markaði.

Vöxt íslenska hlutabréfamarkaðarins má einkum rekja til viðskipta innlendra aðila en erlendir aðilar hafa að mestu haldið að sér höndum, sjá mynd 5.3. Á allra síðustu misserum hefur þó áhugi þeirra á innlendum hlutafélögum vaxið stórum.

Mynd 5.3 Nettóviðskipti erlendra aðila á innlendum verðbréfamarkaði. Milljónir króna.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Fjárfesting erlendra aðila í skuldabréfum hér á landi hefur í áronna rás verið afar takmörkuð. Þó byrjaði að bera á kaupum útlendinga fyrir rúmum tveim árum og í byrjun hausts 2005 hófst mikil útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum hér á landi en þessir aðilar voru að nýta sér mikinn vaxtamun á Íslandi og í öðrum löndum. Um síðustu áramót nam útgáfan nærri 150 milljörðum íslenskra króna.⁸¹

⁸⁰ Heimild: www.kaupholl.is.

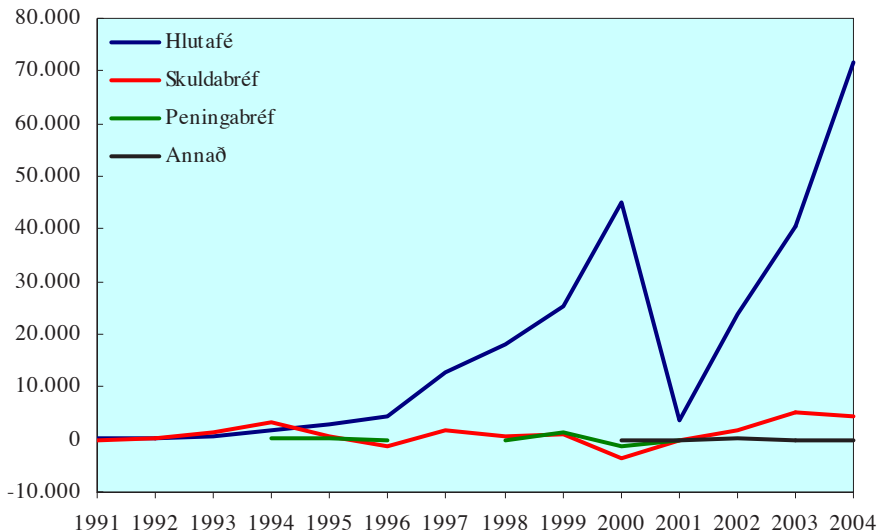
⁸¹ Þorvarður Tjörvi Ólafsson (2005).

Íslenski skuldabréfamarkaðurinn hefur ýmsa kosti. Lánshæfi Íslands er gott, sem og upplýsingaflæði, þar eru góð tækifæri til áhættudreifingar og vextir hafa verið hærri en í viðskiptalöndum. Það að áhugi útlendinga hefur ekki kviknað fyrir má að öllum líkindum rekja til krónunnar en ljóst er að lítil viðskipti þarf á markaði til að hreyfa við genginu og því eykur sjálfstæði krónunnar áhættu í viðskiptum. Á móti kemur að sveiflur í genginu hafa leitt til þess að minni fylgni er á milli ávöxtunar skuldabréfa hér á landi og erlendis og því geta íslensk skuldabréf verið aðlaðandi viðbót við eignasöfn.

Hvað varðar innlendan hlutabréfamarkað virðist lítil áhugi vera á honum erlendis. Erfiðlega hefur gengið að kveikja áhuga erlendra fjárfesta og virðist smæð markaðarins skipta miklu. Telja má líklegt að takmarkanir á fjárfestingum erlendra aðila í sjávarútvegi og vatnsorkufyrirtækjum hafi einnig töluverð áhrif. Leiða má líkum að því að hér hafi tilvist sjálfstæðs gjaldmiðils einnig haft áhrif og má ætla að með inngöngu í Evrópusambandið gæti óbein fjárfesting erlendra aðila aukist.

Innlend fyrirtæki hafa hins vegar verið dugleg að nota íslenskan hlutabréfamarkað til sóknar erlendis. Slík útrás vekur áhuga erlendra fjárfesta og getur haft örvandi áhrif á óbeina fjárfestingu í öðrum íslenskum fyrirtækjum. Óbein fjárfesting Íslendinga erlendis hefur aukist til muna á síðustu árum, eins og sjá má á mynd 5.4, sér í lagi fjárfesting í erlendum hlutabréfum. Íslendingar hafa aðallega fjárfest í Lúxemborg, Bretlandi, Bandaríkjunum og Írlandi.

Mynd 5.4 Nettóviðskipti Íslendinga á erlendum verðbréfamarkaði. Milljónir króna.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Frá árinu 1994 hefur erlend fjárfesting lífeyrissjóða farið stöðugt vaxandi og eru þeir nú

orðnir fyrirferðarmestir þeirra íslensku aðila er keypt hafa erlent hlutafé. Í júní 2005 var erlend verðbréfaeign lífeyrissjóða um 257 milljarðar króna og var hlutur þeirra í erlendum hlutabréfum landsmanna þá um 60%.⁸² Stærsti hluti eigna erlendra lífeyrissjóða er í erlendum hlutabréfum og hlutabréfsjóðum, eða um 80%.

Frá 1995 hefur flæði fjármagns til og frá landinu verið frjálst en áhugavert er að skoða hvort marktækur munur sé á fjárfestingu eftir því hvort gengið er fast eða fljótandi.

Tafla 5.2 Erlendar fjárfestingar.

	Meðaltal		Staðalfrávik	
	1996-2000	2001-2004	1996-2000	2001-2004
Óbein erlend fjárfesting á Íslandi sem hlutfall af VLF	3,9%	4,8%	2,5%	3,4%
Óbein erlend fjárfesting Íslendinga erlendis sem hlutfall af VLF	5,4%	29,5%	6,3%	28,5%
Verðbólga	2,8%	4,2%	1,4%	2,0%

Heimild: Seðlabanki Íslands

Ef lítið er á töflu 5.2 sést að ekki er marktækur munur á óbeinni erlendri fjárfestingu á Íslandi við fast- eða flotgengi. Hér ber að setja þann varnagla að íslenski markaðurinn er mjög ungur og hefur þróast ört á síðustu árum, auk þess sem ekki er tekið tillit til skuldabréfaútgáfu erlendra aðila haustið 2005. Í ljósi þessa er töluvert áhyggjuefni að fjárfesting erlendra aðila hefur ekki aukist meira en raun ber vitni, ekki síst vegna þess að vísbendingar eru um það að samþætting innlenda markaðarins við erlenda markaði hafi verið að aukast á síðustu árum, eins og nánar verður fjallað um það í viðauka A.

5.3.4 Bein erlend fjárfesting

Fjárfesting innanlands sem er í eigu og undir stjórn erlendra aðila er kölluð bein erlend fjárfesting. Dæmi um slíka fjárfestingu er álver. Bein erlend fjárfesting skapar flæði auðlinda milli landa og hefur verið sýnt fram á með rannsóknum að hún hefur jákvæð áhrif á hagvöxt og framleiðni framleiðsluþátta þess lands sem fjárfest er í umfram það sem innlend fjárfesting hefði gert.

Eins og kemur fram í ramma 5.3 virðist sem hagfræðingar hafi ekki komist að samróma niðurstöðu um áhrif gengisáhættu á beina erlenda fjárfestingu. Niðurstöður tölfræðirannsókna eru einnig misvísandi. Með því að skoða gögn frá Bandaríkjunum annars vegar og Evrópusambandinu hins vegar komust Goldberg og Kolstand (1995) og Zhang (2001) að því að gengisflökt hefur jákvæð áhrif á beina erlenda fjárfestingu. Rannsóknir Galgaus og Sekkats (2004) benda aftur á móti til að aukinn breytileiki í gengi hafi neikvæð áhrif á fjárfestingar landa utan ESB í löndum bandalagsins. Einnig

82

Heimild: www.sedlabanki.is.

fundu Chakrabarti og Scholnick (2002) neikvætt samband milli gengisflökts og beinnar erlendar fjárfestingar Bandaríkjamanna í 20 öðrum OECD-löndum.

Rammi 5.3 Kenningar um tengsl gengisáhættu og beinnar erlendar fjárfestingar.

Hagfræðingar hafa reynt að gera hlutajafnvægislíkön sem skýra út ákvarðanatöku fyrirtækja þegar kemur að beinni fjárfestingu erlendis. Slík líkön hafa verið notuð til að kanna áhrif gengisflökts á ákvarðanatöku fyrirtækja en niðurstöðurnar eru misvísandi og virðist sem áhrifin séu háð því hvort um lóðréttu eða lárétta fjárfestingu sé að ræða.

Í fyrsta lagi telja sumir þeirra að gengisflökt hafi jákvæð áhrif á fjárfestingu. Þeir álíta almennt að bein erlend fjárfesting geti komið í stað viðskipta með vörur á milli landa en þess konar fjárfesting er kölluð lárétt. Þar sem gengisflökt hindri slík viðskipti hljóti það að ýta undir fjárfestingu. Í rannsókn sinni sýndu Sung og Lapan (2000) fram á að aukið gengisflökt hefði jákvæð áhrif á magn beinnar erlendar fjárfestingar þar sem við slíkar aðstæður gætu fyrirtæki tekið ákvörðun um það hverju sinni hvar ætti að framleiða vöru eftir því hvar það væri ódýrast.

Aðrir hafa komist að þeirri niðurstöðu að gengisflökt hafi neikvæð áhrif á beina erlenda fjárfestingu þar sem óvissa um gengi auki óvissu um rekstrarkostnað og tekjur erlendis. Rivaloi og Salori (1996) töldu að óvissa um gengi myndi hækka virði þess valkostar að bíða með fjárfestingu. Þegar fyrirtæki taka ákvörðun um beina fjárfestingu erlendis er ávöxtunin núvirtur væntur hagnaður. Gengisáhætta eykur óvissu um hagnað og eykur þar af leiðandi virði þess valkostar að bíða með fjárfestingu.

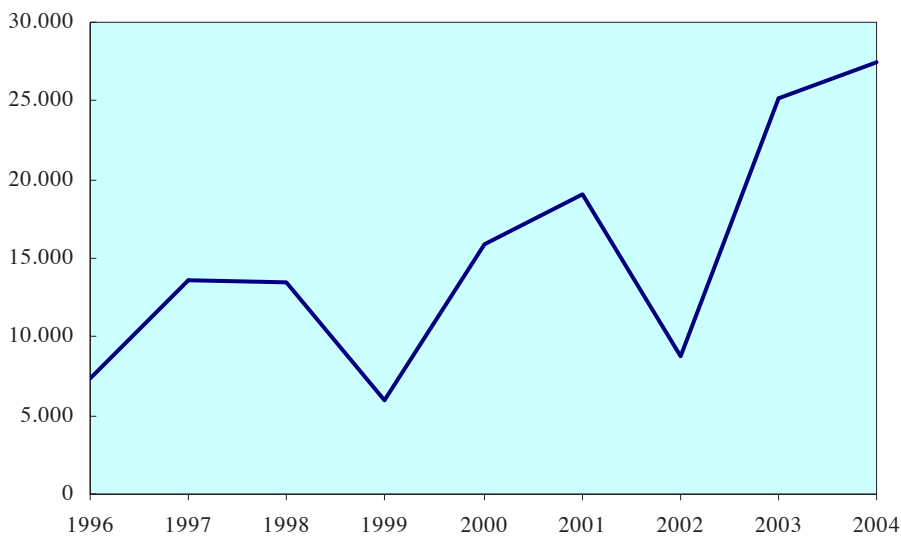
Russ (2004) notaði líkan sem byggist á heildarjafnvægisgreiningu til að sýna fram á að gengisflökt hefði áhrif á ákvarðanir fyrirtækja um beina erlenda fjárfestingu en hvort áhrifin eru jákvæð eða neikvæð ræðst af því hversu mikið hagkerfin sveiflast í takti.

5.3.5 Bein erlend fjárfesting á Íslandi

Lítið var um beinar fjárfestingar erlendra aðila á Íslandi allt fram á miðjan tíunda áratuginn fyrir utan fjárfestingar í þungaiðnaði á sjöunda áratugnum. Þótt þær væru ekki beinlínis bannaðar voru þær hins vegar slíkum takmörkunum háðar að þær þóttu vart fýsilegur kostur. Þetta hefur breyst síðustu ár en enn eru þó við lýði takmarkanir á fjárfestingum erlendra aðila í sjávarútvegi og orkuvinnslu, sjá mynd 5.5. Bein erlend fjárfesting er enn mjög lítil í í alþjóðlegum samanburði og virðist sem erlend fyrirtæki hafi ekki séð sér hag í því að koma inn á íslenskt markaðssvæði. Smæð markaðarins og fjarlægð frá öðrum markaðssvæðum hafa vafalítið fælt fjárfesta frá, auk þess sem fastur kostnaður við slíka fjárfestingu er hár. Sú fjárfesting sem þó hefur átt sér stað hefur

aðallega verið af lóðréttum toga – þegar fyrirtæki sækja í aðgengi að ódýrum auðlindum og framleiðsluþáttum.

Mynd 5.5 Bein erlend fjárfesting á Íslandi 1996–2004, á verðlagi ársins 2004. Milljónir króna.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Fjármunaeign erlendra aðila á Íslandi hefur þó vaxið á síðustu árum eins og sjá má í töflu 5.3. Útlendingar hafa einkum fjárfest í iðnaðarframleiðslu – stóriðju og efnaiðnaði – og hugbúnaði, rannsóknum og eignarhaldsfélögum. Sérstaklega hefur orðið vart við aukinn áhuga erlendra aðila á innlendum eignarhaldsfélögum.

Ísland hefur marga kosti sem laðar að beina erlenda fjárfestingu. Þar má nefna hagstætt rekstrarumhverfi og skattareglur, vel menntað vinnuafl, stöðugt hagkerfi og ríkulegar auðlindir. Aukna fjárfestingu erlendra aðila í eignarhaldsfélögum hér á landi má sjá sem tákni um aðdráttarafl íslensks markaðar. En sennilega hindrar krónan fjárfestingu.

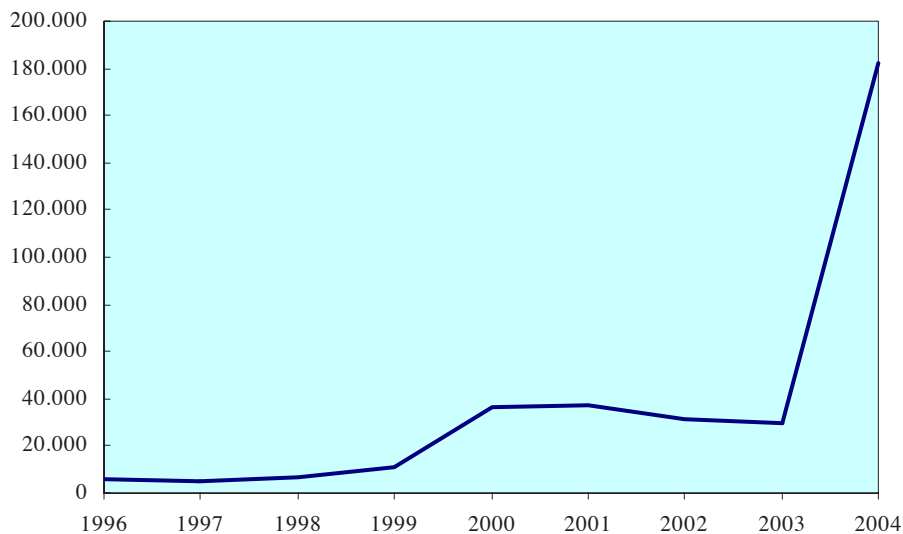
Beinar fjárfestingar Íslendinga erlendis voru takmörkunum háðar og undir eftirliti Seðlabankans til ársins 1990 en eftir það voru þær leyfðar með ákveðnum skilyrðum. Frá árinu 1992 hafa þær verið frjálsar. Eftir að Íslendingar gerðust aðilar að EES árið 1993 og frjálsir fjármagnsflutningar komu til sögunnar tveimur árum síðar hafa beinar fjárfestingar Íslendinga erlendis vaxið umtalsvert. Árið 1988 var hlutfall beinnar erlendar fjárfestingar af VLF um 0,9% en árið 2004 var það orðið 22,4%. Þessa þróun má glögglega sjá á mynd 5.6.

Tafla 5.3 Fjármunaeign erlendra aðila á Íslandi eftir atvinnugreinum á verðlagi ársins 2004. Milljónir króna.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Landbúnaður og fiskveiðar	74	144	81	63	57	63	59
Nám og vinnsla hráefna úr jörðu	624	537	494	209	48	4	0
Framleiðsla	26.768	28.257	32.472	40.515	37.451	36.546	42.366
Byggingastarfsemi og mannvirkjagerð	698	842	1.220	3.064	1.370	1.443	1.470
Verslun	3.171	4.474	6.227	6.739	11.807	3.070	3.293
Hótel og veitingahúsarekstur	-	-	2	3	294	276	272
Samgöngur og fjarskipti	1.244	470	-28	176	3.760	3.520	2.526
Fjármálaþjónusta	2.822	2.204	2.893	3.729	3.175	1.385	727
Hugbúnaður, rannsóknir, eignarhaldsfélög og fl.	4.246	5.192	5.604	21.267	9.550	40.780	59.085
Önnur þjónusta	323	766	684	2.272	259	253	612
Samtals	39.970	42.886	49.649	78.037	67.772	87.339	110.410

Heimild: Seðlabanki Íslands

Mynd 5.6 Bein fjárfesting Íslendinga erlendis 1996–2004 á verðlagi ársins 2004. Milljónir króna.



Heimild: Seðlabanki Íslands

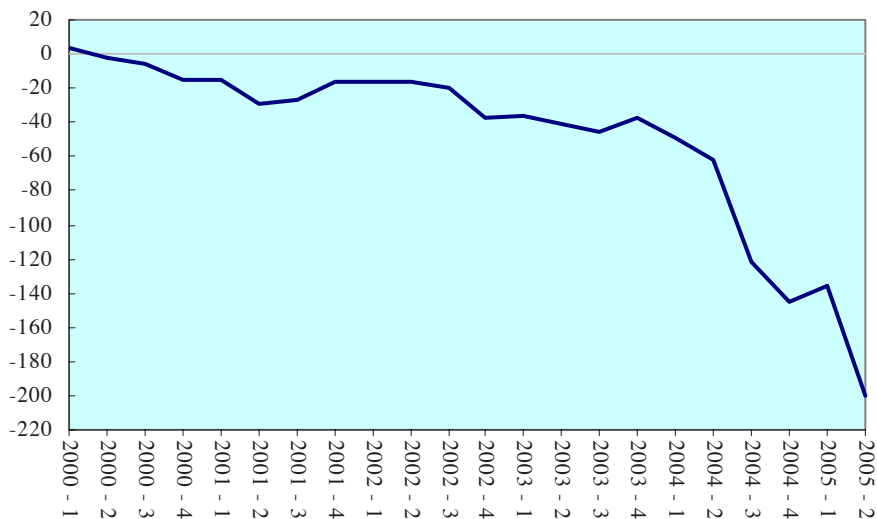
Fjármunaeign Íslendinga jókst um 108% á milli 2003 og 2004. Mest aukning hefur verið á fjármunaeign Íslendinga í framleiðslu, fjármálaþjónustu og eignarhaldsfélögum erlendis. Af fjármunaeignum Íslendinga í framleiðslu erlendis ber hæst fjárfesting í matvælaframleiðslu. Bein fjárfesting Íslendinga erlendis hefur bæði verið af lóðréttum og láréttum toga.

Tafla 5.4 Fjármunaeign Íslendinga erlendis 1998–2004 á verðalagi ársins 2004. Milljónir króna.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Landbúnaður og fiskveiðar	3.443	3.104	3.977	2.873	2.601	1.716	1.977
Framleiðsla	12.754	17.498	21.592	38.185	34.571	41.095	63.827
Verslun	8.696	10.960	7.342	10.642	9.635	18.162	19.590
Samgöngur og fjarskipti	3.959	2.899	6.380	4.975	4.504	4.736	9.331
Rafmagns-, gas-, hita- og vatnsveitur	13	12	-	-	-	-	-
Fjármálaþjónusta	724	717	6.066	14.991	13.572	20.090	97.390
Eignarhaldsfélög, hugbúnaður og önnur viðskipti	774	5.605	20.830	46.223	41.849	40.642	63.009
Samtals	30.363	40.796	66.187	117.888	106.732	126.442	255.121

Heimild: Seðlabanki Íslands

Mynd 5.7 Mismunur á beinni fjárfestingu erlendis og beinni fjárfestingu erlendra aðila á Íslandi. Mælingarnar eru gerðar í lok hvers ársfjórðungs. Milljarðar króna.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Á síðustu árum hafa Íslendingar aukið beinar erlendar fjárfestingar sínar til muna og árið 2004 voru þær orðnar um 250 milljarðar króna. Á móti kemur að illa hefur gengið að laða að erlenda fjárfesta en þá er stóriðjan undanskilin. Þar af leiðandi hefur fjárfestingarhallinn farið vaxandi eins og sjá má á mynd 5.7. Margt bendir til þess að Íslendingar muni halda áfram sókn sinni á erlendan markað.

Svo virðist sem bein erlend fjárfesting á Íslandi hafi aukist lítillega eftir upptöku verðbólguþröskulmiðs Seðlabanka Íslands en jafnframt hefur dreifni vaxið, sjá töflu 5.5. Sömu sögu er því að segja hér og af óbeinni erlendri fjárfestingu á Íslandi: aukið frelsi á markaði og aukin samþætting við erlenda fjármálamarkaði virðist ekki hafa skilað sér í aukningu beinna erlendra fjárfestinga á Íslandi þótt bein erlend fjárfesting Íslendinga erlendis hafi vaxið umtalsvert á síðustu árum.

Tafla 5.5 Beinar fjárfestingar Íslendinga erlendis og erlendra aðila á Íslandi.

	Meðaltal		Staðalfrávik	
	1996-2000	2001-2004	1996-2000	2001-2004
Bein erlend fjárfesting á Íslandi	1,46%	2,52%	0,58%	0,83%
Bein fjárfesting Íslendinga erlendis	1,51%	8,11%	1,32%	8,37%

Heimild: Seðlabanki Íslands

Telja má líklegt að krónan og smæð markaðarins sé að stórum hluta hindrun og því má færa rök fyrir því að innganga í myntbandalag Evrópu geti aukið beinar erlendar fjárfestingar á Íslandi.

5.4 Niðurstöður

Aukin alþjóðaviðskipti með vörur, þjónustu og fjármagn hafa jákvæð áhrif á lífskjör þjóða.

Gengisflókt er almennt talið auka áhættu og kostnað við alþjóðaviðskipti. Hagfræðilíkon hafa gefið misvísandi niðurstöður um áhrif gengisflökts á viðskipti með vörur milli landa. Þar skiptir stefna stjórnvalda, verðlagning fyrirtækja og staðkvæm vara milli landa máli.

Tölfræðilegar greiningar hafa gefið til kynna að gengisflókt hafi neikvæð áhrif á viðskipti milli landa þó að áhrifin séu ekki mikil. Sýnt hefur verið fram á að innganga í myntbandalag hafi töluverð áhrif á alþjóðaviðskipti en þar virðast aðrir þættir en afnám gengisáhættu skipta máli.

Svo virðist sem gengisflökt hafi haft marktæk áhrif á innflutning á Íslandi og má leiða líkum að því að innganga í myntbandalag myndi takmarka sveiflur í innflutningi á Íslandi. Hins vegar hefur gengisflökt ekki marktæk áhrif á magn útflutnings og líklegt er að sérstaða og fábreytni útflutningshliðarinnar skipti þar meiru. Almennt er hægt að álykta að innganga í myntbandalag myndi ekki hafa mikil áhrif á útflutning á Íslandi og því sé ólíklegt að utanríkisverslun sem hlutfall af VLF myndi aukast í kjölfarið.

Í kjölfar afnáms hafta á fjármagnsflæði milli landa segir í kenningunni um hina óframkvæmanlegu þrenningu sem fjallað er um í kaflanum hér að framan að aðeins tveir möguleikar á gengisfyrirkomulagi komi til greina, annars vegar rígfast fastgengi – til dæmis með myntbandalagi – eða fljótandi gengi.

Niðurstöður rannsókna gefa til kynna að myntbandalag, fremur en fljótandi gengi, hafi jákvæð áhrif á flæði fjármagns milli landa með því að minnka viðskiptakostnað og ýta undir samþættingu markaða. Hins vegar virðist sem fljótandi gengi sé ákveðið merki um styrka peningastjórn hinna nýfrjálsu þjóða og geti ýtt undir óbeina erlenda fjárfestingu.

Aukið frelsi í fjármagnsviðskiptum hefur leitt til þess að dreifni viðskiptajöfnuðar hefur aukist í heiminum í dag. Talið er að halli á viðskiptum við útlönd sé ekki vandamál ef um er að ræða fjármögnun arðbærra fjárfestinga eða jöfnun sveiflna í hagkerfinu. Vandamál getur hins vegar skapast ef fjármagnsflæði bregst eða minnkar verulega. Sýnt hefur verið fram á það að þjóðir með sveigjanlegt gengi eigi auðveldara með að takast á við slíkar aðstæður. Ef um myntbandalag samþættra ríkja er hins vegar að ræða eru engin vandamál til staðar. Hér er hægt að líta til reynslu Bandaríkjamanna.

Nýlega hefur verið sýnt fram á með rannsóknum að gengisflökt hefur neikvæð áhrif á beina erlenda fjárfestingu. Þó eru hagfræðingar ekki samróma um þau áhrif. Almennt er þó talið að gengisflökt hafi neikvæð áhrif á óbeina erlenda fjárfestingu og að innganga í myntbandalag hafi jákvæð áhrif á hana.

Íslendingum hefur gengið erfiðlega að laða að fjárfesta og hefur bæði bein og óbein erlend fjárfesting aukist lítið á Íslandi á síðustu árum enda þótt frelsi á fjármagnsmarkaði hafi aukist og samþætting við erlenda markaði batnað. Þó eru merki um það haustið 2005 að útlendingar hafi áhuga á íslenskum fjármagnsmarkaði en mikil skuldabréfaútgáfa útlendinga átti sér þá stað. Þó er líklegt er að smæð markaðarins og krónan hafi hamlandi áhrif, sérstaklega á hlutabréfamarkaði. Innganga í myntbandalag með aðgengi að stærri og dýpri fjármálamarkaði gæti því skilað sér í aukinni erlendri fjárfestingu á Íslandi.

6 Sveigjanleiki vinnumarkaða

Oft heyrst það sjónarmið að vinnumarkaður hér á landi sé sveigjanlegur miðað við það sem gerist í öðrum löndum Evrópu, án þess að ljóst sé við hvað er átt. Á fullkomlega sveigjanlegum vinnumarkaði sjá kraftar efnahagslífsins til þess að atvinnuleysi sé lítið og að vinnuafli leiti þangað sem mest þörf er fyrir það. Laun og verðlag breytast stöðugt til þess að viðhalda fullri atvinnu. Fyrirtæki segja upp starfsfólki þegar eftirspurn dregst saman, laun lækka og launþegar finna sér atvinnu hjá öðrum fyrirtækjum eða flytja til annarra landsvæða eða þjóðlanda þar sem kraftar þeirra fá betur notið sín. Skortur á sveigjanleika getur aftur á móti leitt til þess að langtímaatvinnuleysi myndist í kjölfar efnahagsáfalla og erfitt getur reynst að vinna bug á því. Auk þess má búast við því að dreifing vinnuafldsins á atvinnugreinar og fyrirtæki sé ekki hagkvæm heldur endurspegli hún afkomu og arðsemi í fortíð.

6.1 Hvað er sveigjanleiki?

Ýmsir þættir hafa áhrif á sveigjanleika og hugtakið hefur einnig margbreytilega merkingu. Samkvæmt einni túlkun er fyrst og fremst lítið til þess hversu auðvelt sé að segja upp starfsfólki. Á Íslandi eru uppsagnir t.d. að jafnaði auðveldari en í flestum ríkjum á meginlandi Evrópu. Ef lagaákvæði hindra uppsagnir getur það leitt til þess að stjórnendur hiki við að ráða nýtt fólk til starfa ef óvissa ríkir um framtíðarafkomu fyrirtækis eða frammistöðu viðkomandi einstaklinga í starfi. Hér skiptir þó almennt ástand efnahagsmála einnig máli. Ef hagvöxtur er góður og litlar líkur á því að fyrirtæki gangi illa kann að vera hagkvæmara að ráða nýtt starfsfólk þótt svo að vitað sé að það geti verið erfiðleikum bundið að segja upp fólki síðar. Þannig var ástand mála á meginlandi Evrópu á gullaldarárum eftirstríðsáranna þegar margar af stofnunum vinnumarkaðarins komu til sögunnar, þar á meðal löggjöf um uppsagnir starfsfólks. Þetta er þó ekki raunin þegar fram undan eru óvissir tímar og þegar efnahagsleg áföll ríða yfir draga ströng lög og reglur um uppsagnir úr nýráðningum. Stjórnendur hika við að ráða nýtt starfsfólk því að þeir vita að illa getur farið og þá verða uppsagnir kostnaðarsamar. Reynsla áttunda og níunda áratugar síðustu aldar staðfestir þessa skoðun. Atvinnuleysi jókst þá mest í þeim löndum þar sem erfiðast var að segja upp fólki, í Belgíu, Frakklandi, Ítalíu, á Spáni og í Þýskalandi. Þetta gæti sumum þótt mótsagnakennt – að atvinnuleysi aukist mest í þeim löndum þar sem stjórnvöld gera mest til þess að koma í veg fyrir uppsagnir – en skýringanna er að leita í stofnunum vinnumarkaðarins.

Með sveigjanleika er ekki einungis átt við löggjöf og ákvæði kjarasamninga um uppsagnir. Með þessu hugtaki er einnig átt við hversu sveigjanleg laun eru, þ.e.a.s. að

hversu miklu leyti minnkandi eftirspurn á vinnumarkaði veldur launalækkun og atvinnuleysi. Í þessu sambandi er brýnt að gera greinarmun á kaupmætti launa (raunlaunum), nafnlaunum og hlutfallslegum launum (milli stétta, landshluta o.s.frv.). Ef kaupmáttur launa er sveigjanlegur þá leiðir kreppa til þess að kaupmáttur og launakostnaður fyrirtækja lækkar. Lækkun launakostnaðar örvar eftirspurn eftir vinnuafli en við það dregur úr atvinnuleysi. Kaupmáttur minnkar ef nafnlaun lækka að gefnu verðlagi eða ef verðlag hækkar við gefin nafnlaun. Ef verðbólga er töluverð þá er unnt að draga úr kaupmætti með því að halda aftur af hækkun nafnlauna og láta verðbólgu sjá um að rýra raunlaun. Ef verðbólga er á hinn bóginn lítil sem engin er eingöngu hægt að minnka kaupmátt með því að lækka nafnlaun. Reynsla sýnir að auðveldara er að draga úr kaupmætti með verðbólgu en með því að lækka nafnlaunin. Ástæðan er sennilega sú að lækkun nafnlauna bitnar meira – að minnsta kosti í fyrstu – á ákveðnum tekjuhópum en öðrum; hlutfallsleg laun þurfa að breytast til skamms tíma vegna þess að illmögulegt er að lækka laun allra þjóðfélagsstétta samtímis en það gerist aftur á móti sjálfkrafa þegar verðlag hækkar. Hlutfallsleg laun, þ.e.a.s. þau laun sem launþegar fá í samanburði við aðra, skipta þá oftast meira máli en kaupmáttur þeirra eigin launa. Þetta hefur skýrt komið fram í ýmsum könnunum og má þar t.d. nefna athugun sem leiddi í ljós að lífshamingja fólks fari fremur eftir hlutfallslegri umbun – t.d. innan fyrirtækja – en kaupmætti launa.⁸⁵ Kannanir sem sýna að ekki er sterkt samband á milli lífshamingju þjóða og þjóðartekna á mann styðja einnig þessa tilgátu. Lífshamingja fer fyrst og fremst eftir heilsu og félagslegum aðstæðum – hjónabandi og atvinnu – og launum í samanburði við vinnufélaga sem hafa sambærilega menntun og reynslu. Eins og John Maynard Keynes benti á í *Almennu kenningunni* sinni þá er afleiðing þess að hlutfallsleg laun skipta máli sú að erfitt getur reynst að lækka nafnlaun á krepputímum. Slíkur sveigjanleiki verður mikilvægur þegar verðbólga er tiltölulega lítil og ekki hvað síst ef þjóðhagslegir hnykkir eru miklir eins og raunin hefur lengi verið hér á landi. Lítil verðbólga og stórir hnykkir, bæði jákvæðir og neikvæðir, kalla þá á sveigjanleika nafnlauna.

Að síðustu er mikilvægt að hlutfallsleg laun – til að mynda á milli atvinnugreina og landshluta – séu sveigjanleg. Á sveigjanlegum vinnumarkaði á hækkun launa í einni atvinnugrein eða landshluta að orka sem segulkraftur á vinnuafli úr öðrum atvinnugreinum og landshlutum. Með tíð og tíma mun tilflutningur vinnuafli þá leiða til þess að laun jafnast í hagkerfinu en hér skiptir meginmáli hversu auðveldlega vinnuafli getur farið á milli atvinnugreina og landshluta. Þetta ræðst meðal annars af því hve auðvelt er að fá húsnæði, af menntun og þjálfun vinnuafli síns og dreifingu atvinnugreina eftir landshlutum. Hér koma til sögu þættir eins og umfang markaðar fyrir leiguhúsnæði – því umfangsmeiri sem leigumarkaðurinn er þeim mun auðveldara verður að flytja á milli landshluta – og húsnæðislánakerfi, og það hversu bæjarfélög eru fljót að skipuleggja ný hverfi. Aðrir þættir koma einnig til. Ef atvinnugreinar dreifast ekki jafnt á landsvæði getur reynst erfitt fyrir einstaklinga sem hafa menntun eða þjálfun á tilteknu sviði að finna sér störf við hæfi annars staðar á landinu. Ef t.d. frumvinnslugreinar eru í

⁸⁵

Sjá t.d. Clark, A. og Oswald, A. (2003).

dreifbýli en þjónustugreinarnar einkum í þéttbýli geta áföll sem ríða yfir frumvinnsluna haft missterk áhrif eftir landshlutum. Miklu skiptir að almenn menntun sé það góð að einstaklingar geti auðveldlega lagað sig að breyttum aðstæðum og skipt um störf og atvinnugreinar. Rannsóknir hafa sýnt fram á að vel menntaðir einstaklingar hafa (að jafnaði) meiri aðlögunarhæfni í starfi og á milli starfa en þeir sem minna eru menntaðir.⁸⁶

Þegar þjóðhagslegir hnykkir verða skiptir máli hvort þeir sem verða fyrir atvinnumissi eru tilbúnir til þess að flytja tímabundið til annarra landa. Sömu þættir hafa áhrif á þessa ákvörðun og hina um flutning innan lands, þ.e.a.s. menntun og húsnæðismarkaður. Menntunin skiptir að sjálfsögðu höfuðmáli, það að þjóðin sé samkeppnisfær á alþjóðlegum vinnumarkaði.

Sveigjanleiki vinnumarkaðar ræðst þannig einkum af eftirfarandi þáttum: löggjöf um uppsagnir, sveigjanleika raunlauna, sveigjanleika nafnlauna og hlutfallslegra launa, hreyfanleika vinnuafls innan lands og á milli landa og getu einstaklinga til að flytja sig á milli starfa og atvinnugreina.

Í þessum kafla er hugað að sveigjanleika vinnumarkaðar á Íslandi með sérstöku tilliti til hugsanlegs myntsamruna en slíkur samruni hefði í för með sér ýmsar afleiðingar fyrir hagstjórn og verðbólgu. Þar ber fyrst að taka að þegar samruni hefur átt sér stað mun verðbólga (breytingar verðs á vörum og þjónustu) verða svipuð og í samstarfslöndunum og peningamálastefna hin sama. Því væri illa hægt að bregðast við þjóðhagslegum hnykkjum sem einskorðast við Ísland og ekki er hægt að treysta á verðbólgu til að lækka kaupmátt launa. Við slíkar aðstæður myndi því mjög reyna á sveigjanleika nafnlauna, hversu hreyfanlegt vinnuafll er á milli landshluta og landa, löggjöf um uppsagnir og menntun og hæfileika þjóðarinnar.

6.2 Stofnanir vinnumarkaðar

Almennt er talið að æskilegt sé að vinnumarkaður búi yfir ákveðnum sveigjanleika. Þetta er meðal annars sú niðurstaða sem ýmsar alþjóðastofnanir hafa komist að á síðustu árum í ljósi mikillar grósku í efnahagslífi Bandaríkjanna, sem er mun meiri en átt hefur sér stað í stærri ríkjum Evrópu.⁸⁷ Í Bandaríkjunum hafa skapast mun fleiri störf á síðustu árum en í ríkjum Evrópubandalagsins og atvinnuleysi hefur verið minna þar. En þessu hefur ekki ætíð verið svona farið.

Á níunda áratugnum var uppgangur japanska hagkerfisins á allra vörum. Yfirburðir stofnana hagkerfis Japans voru taldir slíkir að ljóst þótti að Bandaríkin myndu lúta í grasið á efnahagssviðinu innan tiltölulega fárra ára. Í Japan tókast æviráðning starfsfólks

⁸⁶ Sjá Lindbeck, A. og Snower, D. (2000)

⁸⁷ Sjá OECD (1994) og leiðbeiningar stofnunarinnar til aðildarríkjanna um endurbætur á vinnumarkaði.

en slíkt fyrirkomulag getur vart talist merki um sveigjanleika. Á sjötta áratugnum vakti góð frammistaða vestur-þýska hagkerfisins mesta athygli og var hugtakið *Wirtschaftswunder* einn notað í því samhengi. Á síðustu áratugum hefur þýska hagkerfið þróast í átt til aukins ósveigjanleika, sem nú er talinn mikill bölvaldur á þarlandum vinnumarkaði. Þar má nefna atriði svo sem löggjöf sem hamlar uppsögnum, ríflegar velferðarbætur, lítinn sveigjanleika í búsetu og takmarkaðan flutning á milli atvinnugreina. Segja má að þessi þróun hafi byggst á því að í stað þess að litið væri á vinnuafli sem framleiðsluþátt sem hægt væri að flytja á milli fyrirtækja, atvinnugreina og landshluta eftir því hvar framleiðni væri mest og mest þörf fyrir vinnandi hendur hafi gætt vaxandi tilhneingur til þess að horfa fremur á rétt fólks til starfa í þeim landshluta og þeirri atvinnugrein sem það kaus sér og við þau störf sem það hafði fyrst og fremst menntun og þjálfun til að stunda. Þrátt fyrir lítinn sveigjanleika var uppgangur í efnahagslífinu, hagvöxtur góður og atvinnuástand hagfellt. Svo vel áraði að nauðsynlegt reyndist að flytja inn vinnuafli frá Suður-Evrópu og Tyrklandi í stórum stíl og milljónir *Gastarbeiter* fluttu til þýskra borga. Ekki leið langur tíma frá lokum heimsstyrjaldarinnar þar til Vestur-Þýskaland var orðið öflugasta hagkerfi Evrópu, máttarstólpi í Efnahagsbandalagi Evrópu, mikilvægur hlekkur í vörnum NATO og rannsóknarefni hagfræðinga sem dáðust að innviðum hagkerfis þess. Á þessum árum veltu ýmsir hagfræðingar fyrir sér ástæðum þess að atvinnuleysi væri meira í Bandaríkjunum en í Evrópu.⁸⁸

Það er jafnvel hægt að horfa enn lengra aftur í tímann og til Sovétríkjanna sálugu. Þar var geysilegur hagvöxtur fyrstu tvo áratugina eftir lok heimsstyrjaldarinnar. Krústjoff státaði sig af því að Sovétríkin myndu fara fram úr Vesturlöndum á efnahagssviðinu og vestrænir hagfræðingar reiknuðu kvíðafullir út hversu langan tíma það tæki fyrir Sovétríkin að ná Bandaríkjunum að stærð.⁸⁹ En í lok sjöunda áratugarins og á þeim áttunda fjaráði smám saman undan hagvextinum. Efnahagsleg stöðnun kallaði á umbyltingu, *Glasnost*, en þrátt fyrir tilraunir Gorbatsjoff til þess að blása lífi í glæðurnar reyndist útilokað að kveikja aftur bál hagvaxtar. Nú er ekki lengur skrifað um yfirburði miðstýringar og ríkiseignar á atvinnutækjum.

Alls er óvíst hvaða augum hagfræðingar eiga eftir að líta hin sveigjanlegu hagkerfi nútímans þegar fram í sækir. Svo mikið kennir sagan okkur. Hér er rétt að hafa í huga að ekki ríkir jafnmikill einhugur um yfirburði sveigjanlegs hagkerfis þessa dagana og oft er haldið. Framleiðni á vinnustund er í mörgum tilvikum jafnmikil í Evrópu og í Bandaríkjunum eða jafnvel meiri. Þannig er unnt að færa fram þau rök að landsframleiðsla á mann sé fyrst og fremst hærri í Bandaríkjunum vegna þess að þjóðin vinnur fleiri vinnustundir, sumarleyfi eru styttri og vinnuvika lengri.⁹⁰ Launþegar í Evrópu eiga fyrir vikið kost á fleiri frístundum og því mætti segja að efnahagslíf Evrópu

⁸⁸ Ein tilgátan var sú að vegna þess að Bandaríkin væru jafn stór landfræðilega og raun ber vitni, þá væri leitaratvinnuleysi meira, fólk þyrfti að segja upp störfum og verja löngum tíma í ferðalög í þeim tilgangi að finna nýtt starf. Sjá Phelps, E. (1972).

⁸⁹ Sjá Ingram, D. (1965).

⁹⁰ Olivier Blanchard (2004).

sé fjölskylduvænna en hið bandaríska. En hvað um atvinnuástandið? Er ekki atvinnuleysi um 10% í sumum Evrópuríkjunum? Jú, en þá svara Evrópusinnar því til að atvinnuleysi sé mest hjá einstaklingum sem hafi litla menntun og hafi ekki hlotið þjálfun, hjá þeim sem erfiðast eiga uppdráttar á vinnumarkaði. Þessir einstaklingar hafi flestir atvinnu í Bandaríkjunum en séu þar í störfum sem séu í mörgum tilvikum lítt mannbætandi og gefi lítið af sér. Sá hluti vinnuafslsins sem standi höllustum fæti á vinnumarkaði sé því á bótum í Evrópu en vinni láglounastörf í Bandaríkjunum. Það er því ekki eins mikill samhugur um kosti hins sveigjanlega vinnumarkaðar og ýmsir kynnu að halda.

Að auki hafa aðilar á vinnumarkaði oft á tíðum ólíkt mat á því hverjir séu kostir og gallar sveigjanlegs vinnumarkaðar, svo sem fram kemur í ramma 6.1 hér að neðan.

Rammi 6.1 Viðhorf til sveigjanleika á vinnumarkaði.

Víða í Evrópu leitast stjórnvöld nú við að auka sveigjanleika á vinnumarkaði, rýmka svigrúm fyrirtækja til uppsagna og lengja starfsaldur fólks. Samtök atvinnulífsins leggja áherslu á að viðhalda sveigjanleika og snerpu íslensks vinnumarkaðar. Takmarkanir á sveigjanleikanum draga úr verðmætasköpun. Kjarasamningar þurfa að tryggja stöðugleika og samkeppnisfærni íslensks atvinnulífs í alþjóðlegri samkeppni og endurspeglar ný viðhorf á vinnumarkaði.

Heimasíða Samtaka atvinnulífsins, haust 2005

Það er ekki sjálfgefið að stjórnir geti tekið ákvarðanir um að loka fyrirtækjum sem eru burðarásar atvinnu og lífskjara í viðkomandi byggðarlagi, án þess að bera neina ábyrgð á afleiðingum þess, hvorki gagnvart starfsfólki eða sveitarfélagi. Fjárfestingar starfsmanna í íbúðarhúsnæði og sveitarfélagsins í ýmiss konar aðstöðu og þjónustu hafa verið forsendur fyrir vexti og velgengni viðkomandi fyrirtækis.

„Hagræðing með samfélagslegri ábyrgð“. Gylfi Arnbjörnsson framkvæmdastjóri ASÍ (2003)

Hér á eftir verður nánar fjallað um þau atriði sem áhrif hafa á sveigjanleika á vinnumarkaði: löggjöf um uppsagnir, sveigjanleika launa, menntun, skatta og hreyfanleika vinnuafslsins.

6.2.1 Löggjöf um uppsagnir

Á Vesturlöndum er alla jafna gert ráð fyrir að ekki sé hægt að segja fólki fyrirvaralaust upp heldur skuli það gert með tilteknum uppsagnarfresti, sem getur verið mislangur eftir störfum og atvinnugreinum. Í lögum geta einnig verið ýmis önnur ákvæði um hvernig staðið skuli að uppsögnum. Lögum sem þessum hefur hvergi verið beitt í þeim tilgangi

að gera rekstur fyrirtækja erfiðan, að auka atvinnuleysi eða draga úr hagvexti. Þvert á móti má færa ýmis rök fyrir löggjöf um uppsagnir án þess að með því sé verið að draga í efa að slíkir lög geta valdið því að fyrirtæki hiki við að ráða nýtt starfsfólk. Hér eru nokkrar slíkar röksemdir raktar áður en hugað verður að skaðlegum áhrifum slíkrar löggjafar.

Uppsagnir geta skaðað mannauð þeirra sem fyrir þeim verða. Starfsfólk aflar sér stöðugt þekkingar og þjálfunar í starfi, það kynnist innviðum fyrirtækja og atvinnugreina, kynnist öðru starfsfólki innan fyrirtækis og hjá öðrum sambærilegum fyrirtækjum og temur sér lífsstíl þar sem vinnan skipar veglegan sess. Þegar atvinnuveitandi segir upp starfsmanni vegna tímabundinna erfiðleika í rekstri getur mannauður starfsmannsins skaðast. Þekking hans á innviðum fyrirtækisins verður samstundis úrelt og ef hann fær ekki annað starf innan sömu greinar úreldis einnig þekking hans á greininni. Hann getur einnig orðið fyrir áfalli vegna tekjumissis og áhrifa á fjölskyldu og sjálfsmynd.⁹¹ Ef atvinnugreinin tekur við sér á ný og þörf skapast fyrir starfsfólk að nýju má búast við að ráða þurfi nýtt starfsfólk til starfa. Þá myndast kostnaður við ráðningu og þjálfun og viðkomandi þarf að læra til verks. Þekking eldri starfsmanns hefur tapast. Hér er á ferð kostnaður sem atvinnuveitandinn leggur á samfélagið – þótt það geti verið skynsamlegt fyrir eitt fyrirtæki að segja upp fólki þegar illa árar er ekki víst að slíkt eigi við um samfélagið í heild. Þetta vandamál verður enn erfiðara viðfangs þegar kemur að framfærslu atvinnulausra einstaklinga. Vinnuveitandinn er þess meðvitaður að ef hann segir upp starfsmanni muni þjóðfélagið – skattgreiðendur – sjá um framfærslu hans. Samtrygging þjóðfélagsins veldur því þess vegna að uppsagnir verða meira freistandi valkostur fyrir fyrirtæki. Þetta er svokallaður freistnivandi hagfræðinnar (e. *moral hazard*) sem í hnotskurn má setja fram með eftirfarandi hætti: tryggingar breyta hegðun á þann hátt að tjón verður líklegra.⁹²

Önnur rök fyrir löggjöf um uppsagnir eru þau að ójafnræði sé með atvinnuveitanda og starfsmanni þegar þeir semja um kaup og kjör vegna þess að atvinnumissir er mun alvarlegra áfall fyrir starfsmanninn en það er yfirleitt fyrir vinnuveitanda að missa einn starfsmann. Þetta veldur því að hlutdeild vinnuafls í virðisauka fyrirtækisins getur fyrir vikið minnkað og þetta kallar á starfsemi verkalýðsfélaga eða löggjöf sem styrkir samningsstöðu starfsfólks, eins og til dæmis löggjöf um uppsagnir gerir.

Enn önnur rök eru þau að hömlur á uppsögnum komi í veg fyrir að eftirspurnarhnykkir í hagkerfinu magnist og hafi keðjuverkandi áhrif. Án slíkra hafta gæti minnkandi eftirspurn eftir vörum og þjónustu leitt til þess að fólki væri sagt upp sem aftur leiddi til þess að eftirspurn minnkaði enn frekar og fleirum væri sagt upp og þannig koll af kalli

⁹¹ Könnun Clarks og Oswald (2003) bendir til þess að áhrif atvinnumissis á lífshamingju fólks sé mun meiri en tekjumissirinn gefur tilefni til, atvinnan gegni viðtækara hlutverki í lífi fólks en tekjuöflun.

⁹² Eitt besta dæmið um slíka hegðun fyrirtækja hér á landi eru árstíðabundnar uppsagnir í fiskiðnaði, en með því móti geta vinnuveitendur sparað sér að greiða starfsfólki laun þær vikur sem launþegar þiggja atvinnuleysisbætur frá Atvinnuleysistryggingarsjóði.

Með þessum hætti hafa uppsagnir ytri áhrif á hagkerfið því að hver sá einstaklingur er missir vinnuna dregur úr eftirspurn sinni eftir vörum og þjónustu annarra fyrirtækja. Þetta getur verið sérstaklega alvarlegt vandamál í litlum byggðum þar sem atvinnulíf er einhæft og byggist á fáum fyrirtækjum. Við slíkar aðstæður geta uppsagnir skjótt haft alvarleg áhrif á allt byggðarlagið. Lakara atvinnuástand leiðir síðan til þess að fasteignaverð lækkar og það gerir íbúum erfiðara fyrir að flytjast á brott í leit að nýrri vinnu, sveigjanleiki vinnumarkaðarins minnkar. Tekjur sveitarfélags dragast einnig saman með minni umsvifum og vandinn getur því orðið enn erfiðari viðfangs.

Hér hefur verið farið mörgum orðum um mögulega réttlætingu löggjafar um uppsagnir. Um skaðleg áhrif hennar þarf kannski ekki að fara eins mörgum orðum. Löggjöf sem torveldar uppsagnir starfsfólks hefur bein og skaðleg áhrif þegar kemur að nýráðningum starfsmanna. Stjórnendur fyrirtækja hika oft við áður en þeir ráða nýtt starfsfólk og horfa þá gjarnan til framtíðar. Ef horfur eru lélegar er ekki bætt við starfsfólki en séu þær góðar kemur til álita að fjölga í fyrirtækinu. Harkaleg löggjöf getur einnig valdið því að fyrirtæki íhugi að flytja starfsemi sína – og þar með störfin – úr landi þangað sem auðveldara er að ráða og segja upp fólki. Oft á tíðum er vinnuafli einnig ódýrari í þeim löndum þar sem vinnumarkaður er sveigjanlegri (e. *social dumping*). Fyrir vikið getur atvinnuástand í heimalandi versnað. Starfsmenn sem njóta verndar löggjafar geta einnig notfært sér aðstöðu sína til þess að knýja fram launahækkanir, eins og opinberir starfsmenn hafa gert hér á landi á undanförunum árum. Hærri laun verða þá til þess að draga enn frekar úr vilja stjórnenda til nýráðninga.⁹³

Af því sem hér hefur verið sagt má ráða að hætta sé á að löggjöf sem hamlar gegn uppsögnum geti orðið til þess að ákveðin tvískipting myndist á vinnumarkaði. Annars vegar verði um að ræða fólk sem er í öruggum störfum, fólk sem þarf ekki að óttast um starfsöryggi sitt og sem hefur há laun. Hins vegar verða einstaklingar sem eiga erfitt með að fóta sig á vinnumarkaði, fá ekki fastráðningu og búa við óöryggi og bág launakjör. Slík tvískipting er til mikils skaða vegna þess að tækifæri verða færri fyrir þá sem eru án atvinnu og möguleikar til þess að sanna sig á vinnumarkaði minni. Frumkvæði þeirra sem forréttinda njóta hlýtur að sama skapi að slævast – þeir þurfa ekki lengur að leggja eins mikið á sig til þess að halda starfi sínu.

Við getum dregið þá ályktun að þótt færa megi rök fyrir að settar séu einhverjar hömlur á fyrirvaralausar uppsagnir starfsfólks – einkum þess sem lengst hefur verið í starfi – þá séu allar slíkar ráðstafanir varhugaverðar, einkum ef miklar sektir er lagðar á þau fyrirtæki sem segja upp starfsfólki sínu.

⁹³ Í Morgunblaðinu 6. janúar 2006 er sagt frá því að Ecco skóverksmiðjurnar hafi sagt upp 400 skósmiðum í Portúgal og sé að flytja framleiðsluna til Slóvakíu, Indónesíu og Taílands. Fyrirtækið segir að kostnaður í Portúgal hafi aukist við inngöngu Portúgals í Evrópusambandið.

6.2.2 Sveigjanleiki launa

Laun eru sveigjanleg ef eftirspurnarhnykkir á vinnumarkaði valda fyrst og fremst launasveiflum en ekki sveiflum á atvinnustigi. Þær stofnanir vinnumarkaðar sem geta komið í veg fyrir þennan sveigjanleika eru, svo að dæmi séu tekin, löggjöf um lágmarkslaun og verkalýðsfélög. Ef lágmarkslaun eru ekki ákvörðuð og verkalýðsfélög eru máttlítil eða vinnustaðasamningar algengir mætti búast við því að vinnumarkaður sé sveigjanlegur í þessum skilningi. En vinnumarkaður getur einnig verið sveigjanlegur þó svo að verkalýðsfélög séu sterk, því að skipulag verkalýðshreyfingarinnar skiptir einnig máli. Ef félögin eru stór og samhent má búast við því að forysta þeirra hugi að þjóðhagslegum þáttum og geri sér t.d. grein fyrir því að hærri laun geta kostað aukid atvinnuleysi. Samhent verkalýðshreyfing þarf því ekki að ógna sveigjanleikanum. Hið sama má segja ef verkalýðsfélög eru örsmá og einskorðuð við einstaka vinnustaði. Þá eru möguleikar forystu þeirra til þess að knýja launin upp takmarkaðir vegna samkeppnisstöðu vinnuveitanda. Erfiðleikar koma til sögu þegar verkalýðsfélög eru fá en þó ekki nægilega stór til þess að forysta þeirra taki nægjanlegt tillit til þjóðhagslegra afleiðinga kjarasamninga. Þá hafa þau mátt til þess að knýja fram launahækkunir en eru ekki nægilega stór til þess að forystan hegði sér með þjóðarhag í huga.⁹⁴

Í hagfræði hafa rannsóknir verið gerðar til að útskýra af hverju launatregðu má einnig finna í þeim tilvikum þegar verkalýðsfélög eru ekki til staðar og engin löggjöf um lágmarkslaun er í gildi. Auk skýringa þar sem lögð er áhersla á mikilvægi hlutfallslegra launa hefur einnig verið bent á að áhættufælni starfsfólks geti valdið því að fyrirtæki tryggi stöðugleika launa en komist fyrir vikið upp með að greiða lægri laun að jafnaði og spara sér þannig launakostnað. Grunnhugmyndin er sú að starfsfólk sætti sig við lægri meðallaun ef tryggt sé að laun þess haldist stöðug. Þannig sé oft óskrifað samkomulag í gildi á milli starfsfólks og vinnuveitanda um að sá síðarnefndi tryggi að launakjör sveiflist ekki um of. Í öðru lagi er á það bent að launalækkunir séu líklegar til þess að hafa skaðleg áhrif á starfsanda og ástundun starfsfólks. Ef framleiðni minnkar vegna launalækkunar er alls óvíst að hagnaður fyrirtækisins aukist við lækkunina. Fyrirtækin nota þá launastefnu sína til þess að hvetja starfsfólk til dáða og launin geta ekki lengur jafnað framboð og eftirspurn.

Einnig má leiða að því rök að á fullkomlega sveigjanlegum vinnumarkaði kjósi vinnuveitendur tiltölulega stöðug laun og frelsi til uppsagna. Ástæðan fyrir þessu er sú einfalda staðreynd að fólk er mismunandi, sumir eru duglegri og samvisskusamari starfsmenn en aðrir, sumir eiga auðveldara með að tileinka sér ný vinnubrögð, sumir geta unnið sjálfstætt, sumir hafa meira ímyndunarafli og sköpunargáfu en aðrir og þannig mætti lengi telja. Vinnuveitandi verður stundum fyrir vonbrigðum með frammistöðu starfsmanns og stundum kemur hún á óvart. En hvornig kemur þetta sveigjanleikanum við? Stjórnandi getur boðið góðum starfsmanni betri kjör en öðrum. Ef starfsmenn fengju

⁹⁴

Calmfors, L og Driffill, J. (1988).

greitt í samræmi við framleiðni sína ætti stjórnandanum að vera jafnannt um alla starfsmenn sína. Sumir væru vissulega betri en aðrir en þeir kostuðu líka mun meira. En reynsla okkar í daglegu lífi kennir okkur að svo er ekki; fyrirtækin vilja fremur halda í suma starfsmenn en aðra. Þegar gefur á bátinn segja þau yfirleitt fyrst upp slöku starfsfólki. Þetta bendir sterklega til þess að þau hafa meiri hagnað af góðum starfsmönnum, að þeir góðu fái ekki jafnhá laun í hlutfalli við framleiðni sína og hinir sem slakir eru. Innan fyrirtækja á sér þá stað eins konar launajöfnun. Þetta skýrir af hverju fyrirtækjum er svo mikið í nöp við löggjöf um uppsagnir og reyndar einnig af hverju þau kjósa að halda launum stöðugum óháð sveiflum í eftirspurn og afkomu. Stjórnendur fyrirtækja vilja ekki bregðast við slæmri afkomu með launalækkun vegna þess slíkt kann að valda því að betra starfsfólkið hverfur til annarra starfa. Þess í stað bregðast þeir við með því að segja slakara starfsfólkinu upp og ráða þannig hverjir fara og hverjir verða eftir. Af hverju? Jú, af því að betri starfsmennirnir eru meira virði fyrir fyrirtækið vegna þess að þeir eru á hlutfallslega lægri launum, þ.e.a.s þeir fá laun sem eru lægri en framleiðni þeirra.

En af hverju fá góðir starfsmenn ekki betri laun? Í fræðilegri umræðu hefur nokkrum möguleikum verið velt upp og skal þar fyrst nefna að starfsandi á vinnustað getur versnað ef launamunur verður mjög mikill og þar með ástundun og framleiðni starfsfólks.⁹⁵ Einnig hefur verið bent á að starfsfólk geri sér huglæga mynd af því sem sanngjarnt gæti talist. Ef launabil verður of mikið þá finnst þeim sem minna fá slíkt vera ósanngjarnt. Einhvers konar þjóðarsátt getur ríkt um eðlilega tekjudreifingu í samfélaginu á hverjum tíma og það kann að vera varhugavert fyrir eitt einstakt fyrirtæki að brjóta gegn henni. Að lokum skal hér minnst á þá tilgátu að launasamþjöppun verði meiri eftir því sem betur menntaðir einstaklingar hafa úr færri hugsanlegum vinnuveitendum að velja vegna þess að þekking þeirra getur verið svo sérhæfð að einungis fáein fyrirtæki hafi færi á að nýta sér hana. Meiri samkeppni verði aftur á móti um krafta þeirra sem geta gegnt almennari störfum.

Niðurstaðan er því sú að laun þurfa ekki endilega að vera sveigjanleg þótt engar stofnanalegar hindranir séu fyrir hendi. Þannig er líklegt að það sé innbyggt í markaðshagkerfið að laun séu tregbreytileg, a.m.k. niður á við, en að atvinnustig hafi tilhneigingu til þess að sveiflist þeim mun meira. Nánar verður vikið að þessu hér á eftir.

6.2.3 Menntun og hreyfanleiki vinnuaflds

Menntun starfsmanna er gríðarlega mikilvæg fyrir hreyfanleika þeirra. Í markaðshagkerfi eiga stöðugar breytingar sér stað, atvinnugreinar rísa og hníga og hið sama á við um fyrirtæki, byggðir og landshluta. Þegar eftirspurn eftir afurðum eins fyrirtækis eykst vænkast hagur þess og þegar verð aðfanga hækkar þá versnar hann. Smekkur fólks

⁹⁵ Þessi skýring fékkst staðfest af Bewley, T. (1999) sem ræddi ítarlega við forsvarsmenn 300 fyrirtækja. Stjórnendurnar sögðust yfirleitt hika við að auka launabilið um of vegna áhrifa á vinnuanda þeirra sem lægri launin hafa.

innanlands, smekkur annarra þjóða og framboð á ýmsum vörum í heiminum ræður eftirspurn og markaðsverði á framleiðslu. Ef hagur atvinnugreinar vænkast hækkar verð og afkoma batnar. Starfsmenn verða verðmætari og eftirspurn eftir þeim eykst. Laun hækka, bæði mæld í peningum og einnig í samanburði við laun í öðrum greinum. Á sveigjanlegum vinnumarkaði bregst vinnuafl við þessum breytingum á hlutfallslegum launum með því að flytja sig um set úr greinum þar sem hlutfallsleg laun hafa lækkað til atvinnugreina þar sem þau hafa hækkað. Til þess að þetta geti gerst verða launin sjálf að sjálfsögðu að vera nægilega breytileg til þess að hlutfallsleg laun geti hækkað nægilega mikið. En það er ekki síður mikilvægt að vinnuaflíð geti brugðist við þessari breytingu. Hér skiptir máli að menntun og hæfileikar fólks séu þess eðlis að unnt sé að nýta eiginleikana í fleiri en einni atvinnugrein. Einstaklingar verða að búa yfir almennri þekkingu en einnig hæfileikum til þess að temja sér nýja tækni og vinnubrögð. Hér skiptir góð menntun grundvallarmáli. Vel menntað fólk ætti að hafa hæfileikann til þess að tileinka sér nýja þekkingu og þar með að geta fært sig á milli starfsgreina og fyrirtækja. Sá möguleiki er þó vitaskuld fyrir hendi að betri menntun opni möguleika fyrir einstaklinga þegar kemur að búsetu og starfsvali og geti þannig hugsanlega valdið því að þeir kjósa að flytja úr heimabyggð sinni. Þetta er trúlega ein ástæða þess að yngri kynslóðir fólks utan höfðuborgarsvæðisins hafa á undanförunum áratugum leitað svo mjög til suðvesturhornsins.

6.2.4 *Skipulagsmál, húsnæðismál og hreyfanleiki vinnuafls*

Ein mikilvægasta forsenda þess að einstaklingur geti flutt sig á milli byggðarlaga er sú að aðstæður á húsnæðismarkaði séu með þeim hætti að hann geti selt gamla húsnæðið sitt og keypt nýtt án þess að þurfa mikið að greiða með sér eða þurfi ekki að greiða miklu hærri leigu á nýja staðnum en þeim gamla. Dapurlegt atvinnuástand leiðir oftlega til þess að verð á fasteignum verður hlutfallslega lægra en á þeim stöðum þar sem betur árar. Við slíkar aðstæður getur verið erfitt eða ómögulegt fyrir fólk að flytja á milli staða, jafnvel þótt það hafi öruggt atvinnutilboð, án þess að bíða verulegt fjárhagslegt tjón af fasteignaviðskiptum.⁹⁶ Brottflytningur einstakra fjölskyldna getur að auki haft áhrif á þá sem eftir verða. Fámenn samfélög verða máttminni eftir því sem íbúum fækkar, erfitt getur reynst að halda upp nauðsynlegri grunnþjónustu og atvinnulíf verður fábreyttara. Í kjölfarið getur markaðsverð húsnæðis lækkað vegna þeirra keðjuáhrifa sem brottflytningurinn hefur í för með sér. Með tímanum geta jafnvel myndast eins konar fátækragildir; lágt fasteignaverð kemur í veg fyrir að fjölskyldur sem gjarnan vildu búa annars staðar flytji á brott og einhæft atvinnulíf og léleg grunnþjónusta dregur ekki nýja íbúa til staðarins.

⁹⁶ Breski hagfræðingurinn Andrew Oswald hélt því fram í ritgerð fyrir nokkrum árum að unnt væri að útskýra mismun atvinnuleysis á milli landa í Evrópu með hlutfalli heimila sem búa í eigin húsnæði; því herra sem þetta hlutfall er, þeim mun herra er atvinnuleysið, sjá Oswald, A. (1999).

Skortur á lóðum á svæðum þar sem atvinnuástand er gott með tilheyrandi hækkun fasteignaverðs gerir búferlaflutninga enn erfiðari. Hið sama gildir um eignabólur sem geta orðið til þess að hindra flutninga enn frekar. Til að leysa þann vanda mætti reyna að bæta samgöngur og auðvelda þannig fólki að sækja vinnu um lengri veg. Fjölmargir íbúar höfuðborgarsvæðisins þurfa að aka allnokkra leið til og frá vinnu enda teygir atvinnusvæðið sig nú frá Borgarnesi austur til Selfoss og suður til Keflavíkur. Betri vegir og almenningsamgöngur auka sveigjanleika á vinnumarkaði og gera einstaklingum kleift að velja á milli fleiri fyrirtækja og atvinnugreina innan svæðisins.

6.2.5 Skattar og sveigjanleiki á vinnumarkaði

Tekjuskattur og aðrar álögur á atvinnutekjur sem auka launakostnað fyrirtækja hamla sveigjanleika á vinnumarkaði. Skattheimtan rekur fleyg á milli launakostnaðar fyrirtækja og launatekna starfsfólks og veldur því að kostnaður fyrirtækja endurspeglar ekki lengur fórnarkostnað launþega. Afleiðingin verður sú að atvinnustig verður of lágt í þeim skilningi að sumir fá ekki störf þótt þeir séu launa sinna virði. Slíkur skattfleygur getur orðið umtalsverður, t.d. er hann í kringum 50% af launum í sumum löndunum á meginlandi Evrópu. Önnur afleiðing skattanna er sú að einstaklingar geta kosið að halda sig utan vinnumarkaðar – við heimilisstörf, í skóla eða látið til sína taka með öðrum hætti í neðanjarðarhagkerfi samfélagsins – eða þá að vinnuframboð þeirra er minna fyrir vikið þótt þeir stundi atvinnu. Skattarnir minnka sveigjanleika vinnumarkaðarins með því að draga úr vinnuframboði og atvinnu.

6.3 Myntsamruni og sveigjanleiki vinnumarkaðar

Ef ríki gengur í myntbandalag verður stjórn peningamála sameiginleg og tekur ekki mið af svæðisbundnum þörfum og slíkt krefst sveigjanlegri vinnumarkaðar en ella. Annar möguleiki væri sá að fjármálastefna ríkisins hefði það hlutverk að bregðast við þjóðhagslegum hnykkjum eins og fjallað er um í næsta kafla. Tvennt stendur beitingu fjármálastefnunnar þó fyrir þrifum. Í fyrsta lagi er fjármálastefnan svifasein. Það tekur tíma að hrinda breytingunum í framkvæmd og áhrif skattkerfisbreytinga og útgjaldabreytinga koma ekki samstundis fram í þjóðhagsstærðum. Því geta áhrif fjármálastefnunnar komið fram eftir að þörfin hefur liðið hjá. Örvandi hagstjórnaraðgerðir gætu þannig fyrst haft áhrif eftir að uppsveifla er hafin og þær þar með magnað hana og ýtt undir enn frekari þenslu. Í öðru lagi eru beitingu ríkisfjármála settar strangar skorður innan Evrópubandalagsins með stöðugleikasamkomulaginu sem kennt er við Maastricht, sjá nánar 6. kafla. Ef ekki er unnt að nota fjármálastefnuna sem stjórn tæki þá verður að reiða sig á getu hagkerfisins til þess að milda áhrif þeirra hnykkja og áfalla sem hagkerfið getur orðið fyrir. Hér skiptir sveigjanleiki launa og verðlags mestu máli. Ef vinnumarkaður er nægilega sveigjanlegur mun verð og laun breytast og þær breytingar munu verja atvinnu og framleiðslu. Ef almenn laun lækka í krepptu þá getur atvinnuástand haldist óbreytt. Í fyrirtækjum verður vart við minni eftirspurn eftir vörum og þjónustu til skamms tíma en launalækkanir hvetja fyrirtækin til þess að halda í

starfsfólkið í von um betri tíð í stað þess að segja hluta þess upp og ráða fólk aftur þegar kreppa er afstaðin.

Segja má að slíkur sveigjanleiki sé ekki ákvarðaður af neinu stjórnvaldi, hagsmunasamtökum eða fyrirækjum. Hann er ímyndað ástand sem sjaldan eða aldrei fyrirfinnst í raunveruleikanum. Jafnvel klassískir hagfræðingar tuttugustu aldarinnar gerðu ráð fyrir að það tæki einhvern tíma fyrir launataxta að lækka í kreppuástandi og því gæti atvinnuleysi bæði orðið mikið og langvarandi. Í stað þess að ræða sveigjanleika vinnumarkaðar á þessum nótum hafa hagfræðingar freistast til þess að mæla sveigjanleika með ýmsum stofnunum sem eiga að hafa áhrif á hann. Oft er jafnvel ekki gerður greinarmunur á stofnununum sjálfum og sveigjanleika launa. Hér verður farið stuttlega um nokkrar þessar stofnanir áður en könnun sem gerð var á sveigjanleika launa hér á landi er lýst.

6.4 Stofnanir íslensks vinnumarkaðar í alþjóðlegum samanburði

Hér að framan var fjallað um mikilvægi sveigjanlegs vinnumarkaðar þegar gengið er til myntsamstarfs og um það hvers konar stofnaumhverfi leyfir sveigjanleika á vinnumarkaði. Nú er kominn tími til að huga nánar að íslenskum vinnumarkaði og reyna að setja hann í alþjóðlegt samhengi.

6.4.1 Skipulag og umfang verkalýðshreyfingar

Verkalýðsfélög sem semja um kaup og kjör fyrir hönd félagsmanna sinna geta hæglega komið í veg fyrir að laun breytist og jafni þannig framboð og eftirspurn á vinnumarkaði. Oft er það svo að því stærri sem verkalýðsfélögin eru, þ.e. því hærra hlutfall vinnuafslins tilheyrir verkalýðsfélagi, þeim mun ósveigjanlegri sé vinnumarkaðurinn. Við slíkar aðstæður kann því að vera fleygt fram að verkalýðsfélög standi á móti launalækkunum á krepputímum enda þótt slíkt kunni að kosta einhverja félagsmenn vinnuna. En það skiptir einnig máli hversu stór hluti vinnuafslins fær greitt samkvæmt kjarasamningum verkalýðsfélaga og samtaka vinnuveitenda, þ.e. hvort slíkir samningar séu leiðandi fyrir aðra hluta vinnumarkaðarins. Þannig getur hlutfall þeirra sem tilheyra verkalýðsfélögum verið lægra en hlutfall vinnuafslins sem fær greitt samkvæmt samningum.⁹⁷

Skipulag verkalýðshreyfingar og samtaka vinnuveitenda skiptir miklu máli eins og áður hefur verið lýst. Mestu skiptir að hve miklu leyti verkalýðsfélög samhæfa aðgerðir sínar, hvort um er að ræða mörg sjálfstæð félög sem semja hvert og eitt um kaup og kjör án samráðs eða hvort heildarsamtök verkalýðsfélaga sjá um samningagerðina. Í ljós hefur komið að atvinna er mest þar sem annaðhvort slík heildarsamtök sjá um samningagerðina, gott dæmi er Norðurlönd, eða þar sem mörg og smá verkalýðsfélög

⁹⁷ Frakkland er gott dæmi, þar tilheyra 10% vinnuafslins verkalýðsfélagi en 95% fá greitt samkvæmt samningum.

semja án samráðs, eins og t.d. í Bandaríkjunum. Atvinnuástand er að meðaltali verst þar sem fáein stór verkalýðsfélög eru ríkjandi, eins og t.d. á meginlandi Evrópu.⁹⁶

Ísland hefur skipað sér með hinum Norðurlöndunum hvað varðar fyrirkomulag á vinnumarkaði. Á Íslandi tilheyrðu rúm 93% starfandi manna verkalýðsfélagi árið 2004. Ekki er þó unnt að draga þá ályktun að svo stórt hlutfall mannfjöldans fái greitt samkvæmt kjarasamningum vegna þess að í mörgum tilvikum er samið um lágmarkslaun og raunveruleg laun ýmist reiknuð á hærri kauptaxta eða óunnir yfirvinnutímar notaðir til þess að hækka launin. Þótt vinnuveitendur semji við fjölmörg verkalýðsfélög um kaup og kjör njóta verkalýðsfélögin ákveðinnar leiðsagnar heildarsamtaka. Þannig hefur ASÍ ráðgjafar- og upplýsingarhlutverk sem veldur því að gerðir einstakra verkalýðsfélaga eru samræmdar. Einstök fyrirtæki greiða einnig oftast hærri laun en umsamdir kauptaxtar segja til um. Þannig má segja að þegar kemur að kjarasamningum þá sjái heildarsamtök launþega og atvinnurekenda til þess að aðilar taki mark á þjóðhagslegum afleiðingum gerða sinna. Þetta er áþekkt því sem tíðkast á öðrum Norðurlöndum. Fyrirtæki ákveða síðan annaðhvort einhliða eða semja við starfsmenn á hverjum stað um greidd laun, líkt og tíðkast í Bandaríkjunum. Hvort tveggja stuðlar að sveigjanleika og dregur úr líkum á að kjarasamningar ýti undir verðbólgu. Eftir sem áður getur hækkun kauplags vissulega verið rót verðbólgu en sú hækkun stafar þá fremur af mikilli eftirspurn á vinnumarkaði og síður af því að launþegar hafi frumkvæðið að launahækkunum.

6.4.2 Atvinnuleysistryggingar

Skipulag velferðarkerfisins er afar mikilvægt fyrir sveigjanlegan vinnumarkað. Þar ber helst að minnast á upphæð atvinnuleysisbóta og lengd þess tímabils sem bótaþegi getur þegið þær en hvort tveggja hefur áhrif á meðallengd atvinnuleysistímabils. Háar bætur verða, að öðru jöfnu, til þess að þeir sem missa atvinnuna verða án vinnu í lengri tíma. Slíkt getur síðan haft alvarlegar afleiðingar fyrir einstaklingana; þeir falla úr takti við samfélagið og geta þannig misst fótanna. Fyrirtæki eru treg til að ráða fólk í vinnu sem hefur lengi gengið atvinnulaust og þeim einstaklingum getur því gengið erfiðlega að fá vinnu og stunda hana þegar ástand efnahagsmála hefur batnar. Í öðru lagi gildir að því hærri sem bætturnar eru og því lengur sem unnt er að njóta þeirra, þeim mun hærri laun geta launþegar farið fram á vegna þess að hugsanlegur atvinnumissir hefur ekki jafnuggvænleg áhrif og ef minni bóta nyti við.

Fyrirkomulag atvinnuleysisbóta er mismunandi meðal landa OECD. Stundum eru bætturnar föst peningaupphæð, eins og á Íslandi, en stundum miðast þær við fyrri tekjur. Á Norðurlöndum eru bætur tiltölulega háar en bóatímabil í styttra lagi, í Bandaríkjunum eru bætur bæði lágar og bóatímabil stutt en háar bætur eru aftur á móti greiddar í lengri tíma í ýmsum ríkjum á meginlandi Evrópu. Í ramma 6.2 hér að neðan er lýst lögum um atvinnuleysisbætur á Íslandi.

⁹⁶ Sjá Calmfors og Drifill (1988).

Rammi 6.2 Lög um atvinnuleysisbætur.

Samkvæmt lögum um atvinnuleysistryggingar verður umsækjandi að vera orðinn 16 ára til að eiga rétt á atvinnuleysisbótum.

Bótaréttur samkvæmt lögnum er á því byggður að umsækjandi hafi verið í tryggingagjaldsskyldri vinnu, þ.e. að atvinnurekanda hafi verið skylt samkvæmt lögum að greiða tryggingagjald af launum starfsmannsins. Samkvæmt lögum um tryggingagjald er öll vinna tryggingagjaldsskyld og verður ekki séð að „unglingavinna“ sé þar sérstaklega undanþegin.

Við útreikning atvinnuleysisbóta er byggt á starfstímabili og starfshlutfalli umsækjanda í því starfi eða þeim störfum sem hann gegndi á síðustu 12 mánuðum áður en sótt er um atvinnuleysisbætur. Hámarksbætur greiðast þeim sem hafa verið í fullu starfi síðustu tólf mánuði. Það skyldi athuga að ef ekki er sótt um atvinnuleysisbætur strax við starfslok geymist áunninn bótaréttur í allt að 24 mánuði.

Hámarksatvinnuleysisbætur á mánuði eru $3.574 \times 21,67 = 77.449$ kr.
Lágmarksbætur eru $894 \times 21,67 = 19.373$ kr.

Umsækjandi verður að hafa verið skráður atvinnulaus í þrjú daga samfelld til að réttur hans til bóta verður virkur. Einnig ber að hafa í huga þá reglu að þeir sem hafa sagt starfi sínu lausu án gildra ástæðna eða misst vinnu af ástæðum sem þeir sjálfir eiga sök á fá ekki greiddar atvinnuleysisbætur fyrstu 40 virku dagana (u.þ.b. tvo mánuði) sem þeir eru skráðir atvinnulausir.

Heimild: Heimasíða ASÍ, haust 2005.

Atvinnuleysisbætur eru föst fjárhæð og við greiðslu þeirra er ekki tekið tillit til launa í síðasta starfi. Þær hafa hækkað nokkuð síðustu ár og voru 93.701 króna 31. desember 2005 samkvæmt upplýsingum frá Vinnumálastofnun. Samkvæmt tölum frá Hagstofu Íslands námu heildarmánaðarlaun karla að jafnaði um 296 þúsund krónum í lok árs 2004 og heildarmánaðarlaun kvenna voru þá tæplega 224 þúsund krónur. Hlutfall bóta og meðallauna karla væri því rétt ofan við 31% sem verður að teljast mjög lágt í alþjóðlegum samanburði. Þetta er jafnframt ofmat vegna þess að heildarlaun hækkuðu umtalsvert á árinu 2005. Hámarkslengd bótatímabilsins er fimm ár en að þeim tíma liðnum verður sá atvinnulausi að leita annarra úrræða til að framfleyta sér. Þetta er langur tími í alþjóðlegu samhengi. Bætur eru því lágar héraðs en bótatími langur. Nánar er fjallað um alþjóðlegan samanburð hér að neðan.

6.4.3 Lög um uppsagnir starfsfólks

Íslensk fyrirtæki hafa mikinn sveigjanleika þegar kemur að uppsögnum starfsfólks. Auðvelt er að segja upp einstökum starfsmönnum ef þeir standa sig ekki í starfi eða ef þeirra er ekki lengur þörf. Starfsmaður sem hefur verið í starfi hjá fyrirtæki í þrjú til fimm ár á rétt á tvennum mánaðarlaunum við uppsögn en þrennum mánaðarlaunum ef hann hefur verið í fimm ár eða lengur hjá sama vinnuveitenda. Á hinn bóginn nýtur starfsmaður sem ekki getur sinnt starfi sem skyldi vegna fjölskylduáðstæðna mikillar verndar. Í slíkum tilvikum er óheimilt að segja upp starfsfólki.

Nýlega tóku gildi lög um hópuppsagnir en þau eru í samræmi við ákvæði EES-samkomulagsins. Þar er kveðið á um samráð stjórnenda fyrirtækis og trúnaðarmanns starfsfólks. Í samráðinu felst að ástæður fyrirhugaðra uppsagna séu útskýrðar og leitað leiða til þess að segja upp eins fáum og kostur er. Jafnframt skal rætt um aðgerðir til þess að milda afleiðingar uppsagnanna fyrir viðkomandi starfsfólk, hjálpa því að finna annað starf, fá endurþjálfun o.s.frv. Einnig er bent á að fyrirtæki geti boðist til þess að greiða hærri bætur en lög kveða á um í slíkum tilvikum. Tilgangur laga um hópuppsagnir er tvíþættur. Í fyrsta lagi er þeim ætlað að sporna gegn því að atvinnurekandi segi upp fleiri starfsmönnum en nauðsynlegt er. Þetta er meðal annars gert með því að tryggja samráð um leiðir til að koma í veg fyrir uppsagnir eða a.m.k. að fækka í hópi þeirra starfsmanna sem atvinnurekandi áformar að segja upp. Í öðru lagi er tilgangur laganna að leggja þá skyldu á atvinnurekanda að tilkynna stjórnvöldum vinnumarkaðsmála í landinu fyrir fram um uppsagnir starfsmanna þannig að þau geti gripið til viðeigandi ráðstafana.

Í kjarasamningum er oft kveðið á um lengri uppsagnarfrest en lögfestur er. Sem dæmi má nefna samninga VR. Í aðalkjarasamningi VR og Samtaka atvinnulífsins er kveðið á um að starfsuppsögn skuli af beggja hálfu vera ein vika á fyrstu þrem mánuðunum, sem er reynslutími, en að reynslutíma loknum skal uppsagnarfrestur vera einn mánuður á næstu þremur mánuðum. Eftir sex mánaða starf skal uppsagnarfrestur vera þrjú mánuðir. Sé starfsmanni sagt upp eftir a.m.k. 10 ára samfelld starf hjá sama fyrirtæki er uppsagnarfrestur fjórir mánuðir ef starfsmaður er orðinn 55 ára, fimm mánuðir ef hann er orðinn 60 ára og sex mánuðir þegar hann er orðinn 63 ára. Starfsmaður getur hins vegar sagt upp starfi sínu með þriggja mánaða fyrirvara.

Vinnumarkaðurinn hér á landi er lagskiptur hvað varðar reglur um uppsagnir: tiltölulega auðvelt er að segja upp fólki á almennum vinnumarkaði en erfiðara er að segja upp fólki hjá hinu opinbera. Þannig er almennur vinnumarkaður hér á landi mjög sveigjanlegur í samanburði við vinnumarkað í mörgum nágrannaríkjanna.

6.4.4 Starfsþjálfun atvinnulausra

Opinber útgjöld til endurþjálfunar þeirra sem misst hafa atvinnu sína gegna mikilvægu hlutverki í því að viðhalda atvinnustigi og mannaúði þeirra sem eiga erfitt uppdráttar á vinnumarkaði. Sú hætta er ávallt fyrir hendi að þeir sem eru atvinnulausir í lengri tíma

verði fyrir skakkaföllum þegar þekking þeirra úreldist eða þeir bíði annan skaða af því að vera ekki í hringiðu atvinnulífsins. Þá skiptir máli að fyrir hendi séu stofnanir sem geta hjálpað viðkomandi að fá atvinnu á nýjan leik.

Sem dæmi má nefna svokallað *New Deal* skipulag í Bretlandi sem miðar að því að hjálpa ungu fólki að fá fasta atvinnu. Einungis er unnt að þiggja atvinnuleysisbætur í takmarkaðan tíma en hvenær sem er á þessu tímabili getur fólk leitað til persónulegs ráðgjafa sem leiðbeinir því á leið að nýju starfi. Ef frumkvæðið kemur ekki frá einstaklingnum hefur ráðgjafi samband við hann áður en bótatímabili lýkur. Þá ber honum skylda til að þiggja ráðgjöf eða missa bætur ella. Ráðgjafinn metur starfshæfni viðkomandi, hæfileika og menntun og leggur mat á hvort nauðsynlegt sé fyrir hann að leita sér frekari menntunar eða þjálfunar. Ráðgjafinn hjálpar jafnframt við atvinnuleit. Þegar nýtt starf er fundið getur einstaklingurinn fengið skattaafslátt svo að öruggt sé að hann hafi meiri hag af starfi en af því að vera áfram á bótum. Svíar hafa langa reynslu af svipuðu kerfi sem einnig er ætlað að koma í veg fyrir að hópar langtímaatvinnulausra einstaklinga myndist.

Á Íslandi er ýmislegt gert til þess að hjálpa atvinnulausum í atvinnuleit. Á svæðisvinnumiðlunum er veitt aðstoð við upplýsingaöflun um atvinnuástand, atvinnuleysi og atvinnuhorfur. Ráðgjafar veita einnig upplýsingar um náms- og starfsval og hvernig best sé að haga atvinnuleit. Auglýsingar um laus störf berast til þessara miðlana frá fyrirtækjum. Atvinnulaus einstaklingur sem á rétt til atvinnuleysisbóta skal mæta til skráningar vikulega nema um annað hafi verið samið. Mæti hann ekki til skráningar á tilskildum tíma án þess að boða forföll er hann tekinn út af atvinnuleysisráði. Svæðismiðlanirnar hjálpa einnig fólki úr öðrum umdæmum sem vill flytja sig um set.⁹⁹

6.4.5 Sveigjanleikavísitala Nickells

Breski hagfræðingurinn Stephen Nickell hafði frumkvæði að því að leggja tölulegt mat á ýmsar stofnanir vinnumarkaðarins í ríkjum OECD. Markmiðið er að geta metið og borið saman stofnanaumhverfi í mismunandi löndum. Slíkt tölulegt mat er vissulega erfiðleikum bundið en getur engu að síður varpað nokkru ljósi á stofnanir vinnumarkaðarins. Nú er búið að meta stofnanir 20 OECD-landa. Þær stofnanir vinnumarkaðarins sem athygli hefur beinst að er lýst í töflu 6.1. Hér að framan var þessum stofnunum á Íslandi lýst. Hins vegar hefur Íslandi ekki enn verið bætt við gagnagrunn Nickells en hér er bætt úr því eftir fremsta megni. Notast er við tölur frá OECD þegar því verður við komið.

⁹⁹ Vinnuálastofnun, sem heyrir undir félagsmálaráðuneytið, fer með yfirstjórn vinnumiðlunar í landinu. Félagsmálaráðherra skipar svæðisráð sem fylgjast með framvindu atvinnuáála á viðkomandi svæði og gera tillögur um vinnumarkaðsaðgerðir.

Tafla 6.1 Stofnanamælingar Nickells.

Bótakerfið	Upphæð atvinnuleysisbóta	Hlutfall bóta og meðaltekna
	Lengd bóatímabils	Mælir hversu lengi er unnt að vera á bótum
	Vinnumiðlun	Opinber útgjöld til hjálpar atvinnulausum sem hlutfall af vergri landsframleiðslu
Kjarasamningar	Stærð verkalýðsfélaga	Hlutfall vinnuaflsins sem tilheyrir verkalýðsfélagi
	Mikilvægi kjarasamninga	Hlutfall vinnuaflsins sem fær greitt skv. kjarasamningi
	Samhæfing verkalýðsfélaga	Að hversu miklu leyti verkalýðsfélög taka þjóðhagslegar afleiðingar með í reikninginn við gerð kjarasamninga
Önnur afskipti ríkisins	Lög um uppsagnir	Uppsagnarfrestur og upphæð bóta sem fyrirtæki þurfa að greiða starfsfólki þegar því er sagt upp
	Skattar	Skattar sem leggjast á atvinnutekjur (samtala tekjuskatts og launatengdra gjalda)

Unnt er að beita tölfræðilegum aðferðum til þess að meta jöfnur sem hafa meðalatvinnuleysi einstakra ríkja sem háða breytu – þá breytu sem við viljum útskýra – og stofnanirnar átta sem skýristærðir. Er þá t.d. miðað við meðaltalsatvinnuleysi á tíu ára tímabili. Þótt einfalt samband sé ekki á milli meðalatvinnuleysis og einstakra stofnana kemur í ljós að hægt er að útskýra umtalsverðan hluta breytileika atvinnuleysis eftir löndum þegar tölur um þessi atriði eru bornar saman. Við getum þá svarað spurningunni af hverju atvinnuleysi er að meðaltali hærra í einu landi en öðru. Tölfræðilegt mat bendir til þess að áhrif stofnananna á meðalatvinnuleysi sé með eftirfarandi formerkjum:

Tafla 6.2 Niðurstöður tölfræðilegs mats á tengslum atvinnuleysis og stofnanaumhverfis.

	Hækkar atvinnuleysi	Lækkar atvinnuleysi
Upphæð atvinnuleysisbóta	◆	
Lengd bóatímabils	◆	
Vinnumiðlun		◆
Stærð verkalýðsfélaga	◆	
Mikilvægi kjarasamninga	◆	
Samhæfing verkalýðsfélaga		◆
Lög um uppsagnir	◆	◆
Skattar	◆	

Upphæð atvinnuleysisbóta og lengd bóatímabils birtast alltaf með jákvæðu formerki, sem þýðir að eftir því sem bætur eru veittar af meira örlæti þeim mun meira er

atvinnuleysi að meðaltali. Þetta ætti ekki að koma á óvart; í þeim löndum þar sem bætur eru háar í langan tíma er að meðaltali meira atvinnuleysi en annars staðar. Opinber vinnumiðlun verður hins vegar til þess draga úr atvinnuleysi¹⁰⁰ Stærð og mikilvægi verkalýðsfélaga hefur áhrif á og ýtir undir atvinnuleysi en samhæfing verkalýðsfélaga dregur úr því. Þetta er allt í samræmi við umræðuna hér á undan. Minni eining er meðal hagfræðinga um áhrif laga um uppsagnir starfsfólks og skatta á atvinnutekjur. Ýmsir hafa bent á að atvinnuþátttaka sé minni þar sem lög um uppsagnir eru mjög hamlandi en ekki er eining um áhrif á atvinnuleysið sjálft þótt fleiri en færri séu á því máli að atvinnuleysi sé að meðaltali meira. Svipaða sögu má segja um skattlagningu atvinnutekna, niðurstöður eru ekki allar á einn veg en fleiri en færri telja að skattar hamli atvinnu og auki atvinnuleysi. Svo að dæmi sé tekið kemst Nickell að þeirri niðurstöðu að 10% hækkun skatta á atvinnutekjur valdi um 2% samdrætti í hlutfalli fjölda starfandi fólks. Hér á eftir er Ísland borið saman við hin OECD-ríkin eftir því sem kostur er.

Skattfleygur

Í töflu 6.3 eru tölulegar upplýsingar um skattlagningu atvinnutekna en hún er mæld með þeim fleyg sem rekinn er á milli launakostnaðar fyrirtækja og launatekna starfsfólks. Skattfleygur mælir hér samtölu lífeyrisiðgjalda vinnuveitanda og starfsmanns annars vegar og tekjuskatt umfram tryggingabætur hins vegar sem hlutfall af launakostnaði fyrirtækja (lífeyrisgreiðslur innifaldar). Annars vegar er miðað við ógiftan og barnlausan einstakling með meðaltekjur og hins vegar fjölskyldu með tvö börn þar sem fyrirvinnan hefur meðaltekjur og makinn 33% af meðaltekjum (heimild: OECD).

Tafla 6.3 Skattar og lífeyrisiðgjöld sem hlutfall af launakostnaði fyrirtækja.

	Einstaklingur	Fjölskylda		Einstaklingur	Fjölskylda
Austurríki	44,9	30,4	Ísland	29,7	20,6
Ástralía	28,6	20,9	Ítalía	45,7	38,5
Bandaríkin	29,6	20,9	Japan	26,6	24,4
Belgía	54,2	37,5	Kanada	32,3	26,3
Bretland	31,2	19,9	Noregur	36,9	29,8
Danmörk	41,5	34,6	Nýja-Sjáland	20,7	19,8
Finnland	43,8	35,6	Portúgal	32,6	23,9
Frakkland	47,4	37,6	Spánn	38	34,5
Grikkland	34,9	34,8	Sviss	28,8	19,6
Holland	43,6	35,1	Svíþjóð	48	41,7
Írland	23,8	10,3	Þýskaland	50,7	38,4

Skattfleygurinn er ekki stór hér á landi. Ísland skipar sér hér í flokk með hinum

¹⁰⁰

Á það skal bent að útgjöld til vinnumiðlunar eru langsamlega mest í Svíþjóð sem veldur því að tölfraeðileg marktækni þessa stuðuls er yfirleitt háð því að Svíþjóð sé höfð með í úrtakinu.

enskumælandi heimi – Ástralíu, Bandaríkjunum, Bretlandi, Kanada, Írlandi og Nýja-Sjálandi – sem og Japan, Portúgal og Sviss. Mestur er fleygurinn í Þýskalandi, Ítalíu, Svíþjóð og Austurríki. Takið eftir að yfir 50% af launakostnaði fyrirtækja rennur annað en til launþegans í Belgíu og Þýskalandi þegar um einstakling er að tefla. Hlutfallið er litlu lægra í Frakklandi, Ítalíu og Svíþjóð. Af þessu verður því vart séð að skattlagning og aðrar álögur hamli vinnumarkaði hér á landi í samanburði við önnur lönd.

Atvinnuleysisbætur

Í töflu 6.4 eru sýndar atvinnuleysisbætur í upphafi bótatímabils eftir skatta sem hlutfall af meðaltekjum. Miðað er við ógiftan einstakling sem er á meðallaunum annars vegar og hjón með tvö börn hins vegar þar sem fyrirvinnan hefur meðallaun en maki 67% af meðallaunum.

Tafla 6.4 Hlutfall atvinnuleysisbóta og meðaltekna árið 2002 í upphafi bótatímabils (%).

	Einstaklingur	Fjölskylda		Einstaklingur	Fjölskylda
Austurríki	55	81	Ísland	49	76
Ástralía	32	54	Ítalía	52	76
Bandaríkin	56	76	Japan	63	81
Belgía	66	80	Kanada	64	85
Bretland	45	61	Noregur	66	83
Danmörk	59	78	Nýja-Sjáland	37	51
Finnland	64	81	Portúgal	78	87
Frakkland	71	82	Spánn	70	87
Grikkland	46	62	Sviss	72	88
Holland	71	83	Svíþjóð	81	90
Írland	29	67	Þýskaland	61	96

Heimild: OECD

Aftur reynist Ísland vera neðarlega í röðinni og aðeins í Ástralíu, Grikklandi, Írlandi, Nýja-Sjálandi og Bretlandi eru bætur hlutfallslega lægri. Nokkuð kemur á óvart að atvinnuleysisbætur eru heldur hærra hlutfall af launum í Bandaríkjunum en hérlendis, bótahlutfallið er hið sama fyrir fjölskyldur en hærra hjá einstaklingum.

Bótalengd

Snúum okkur nú að hámarkslengd bótatímabils. Í rannsókn Nickells var skoðað hversu hratt bætur lækka á bótatímabilinu. Tekið er vegið meðaltal af hlutfalli atvinnuleysisbóta og meðaltekna á öðru og fjórða ári og deilt í þá stærð með bótahlutfalli á fyrsta ári. Á Íslandi lækka bætur ekki með tímanum og því er þetta gildi 1 fyrir Ísland. Sú er hins vegar ekki raunin í mörgum hinna landanna þar sem bæturnar lækka eftir því sem lengra líður á bótatímann. Mest er lækkunin á Ítalíu og í Svíþjóð. Í Ástralíu og Nýja-Sjálandi eru bætur jafnháar eftir fjögur ár og á fyrsta ári og þar er bótahlutfallið því jafnt einum.

Tafla 6.5 Hámarkslengd bótatímabils. Vegið meðaltal af hlutfalli atvinnuleysisbóta og meðaltekna á öðru og fjórða ári, deilt með bótahlutfalli á fyrsta ári.

Austurríki	0.68	Finnland	0.63	Ítalía	0.00	Spánn	0.29
Ástralía	1.00	Frakkland	0.47	Japan	0.00	Sviss	0.31
Bandaríkin	0.22	Grikkland	–	Kanada	0.42	Svíþjóð	0.02
Belgía	0.78	Holland	0.64	Noregur	0.60	Þýskaland	0.75
Bretland	0.96	Írland	0.77	Nýja-Sjáland	1.00		
Danmörk	1.00	Ísland	1	Portúgal	0.58		

Heimild: Nickell (2003) og útreikningar skýrsluhöfunda fyrir Ísland

Enda þótt bætur á Íslandi séu fremur lágt hlutfall tekna haldast þær óskertar allan bótatímann, sem er ólíkt því sem gerist í flestum löndum OECD. Bótaþegar njóta því betri kjara hérlandis þegar horft er til alls tímabilsins en þegar eingöngu er litið til hlutfallslegra bóta í upphafi tímabils.

Verkalýðsfélög

Í athugun sinni kannaði Nickell einnig hversu hátt hlutfall vinnandi einstaklinga tilheyrði verkalýðsfélagi á síðari hluta tíunda áratugarins. Hæst reyndist þetta hlutfall vera í Svíþjóð, 87%, sem er þremur prósentustigum meiri þáttaka en á Íslandi á þessu tímabili. Hlutfallið í Danmörku og Noregi var 76% og 80% en eingöngu 55% í Noregi.

Tafla 6.6 Umfang verkalýðsfélaga. Hlutfall vinnuafls sem tilheyrir verkalýðsfélagi (2001).

Austurríki	39	Finnland	80	Ítalía	37	Spánn	18
Ástralía	35	Frakkland	10	Japan	22	Sviss	23
Bandaríkin	14	Grikkland	–	Kanada	36	Svíþjóð	87
Belgía	–	Holland	24	Noregur	55	Þýskaland	27
Bretland	35	Írland	43	Nýja Sjáland	21		
Danmörk	76	Ísland	84	Portúgal	25		

Heimild: Nickell (2003) og mat skýrsluhöfunda fyrir Ísland

Lægst var þetta hlutfall í Frakklandi, 10%, í Bandaríkjunum (14%) og á Spáni (18%). Enda þótt fáir Frakkar séu félagar í verkalýðsfélagi gefa kjarasamningar þó tóninn fyrir almenna launaþróun í landinu. Um 95% launþega fá greitt samkvæmt kjarasamningum verkalýðsfélaga og vinnuveitenda eins og fram kemur í töflu 6.7 hér að neðan sem sýnir hlutfall vinnandi fólks sem þiggur laun sem taka mið af kjarasamningum verkalýðsfélaga og atvinnurekenda. Hafa ber í huga að umsamin laun eru oft lágmarkslaun og einstakir vinnuveitendur kjósa iðulega að greiða hærri laun en þau. Í Ástralíu miðast laun nær allra launþega (99%) við kjarasamninga en þetta hlutfall er 90% eða herra í Belgíu, Finnlandi, Frakklandi og Þýskalandi, sem og á Íslandi. Yfirleitt má segja að þetta hlutfall sé mun herra á Norðurlöndum og í ríkjum á meginlandi Evrópu en í öðrum OECD-löndum.

Tafla 6.7 Áhrif kjarasamninga. Hlutfall vinnuafis sem kjarasamningar verkalýðsfélaga ná til.

Austurríki	80	Finnland	95	Ítalía	82	Spánn	78
Ástralía	99	Frakkland	95	Japan	21	Sviss	53
Bandaríkin	17	Grikkland	–	Kanada	36	Svíþjóð	89
Belgía	90	Holland	85	Noregur	31	Þýskaland	92
Bretland	40	Írland	–	Nýja-Sjáland	70		
Danmörk	69	Ísland	95	Portúgal	71		

Heimild: Nickell (2003) og mat skýrsluhöfunda fyrir Ísland

Samhæfing verkalýðsfélaga

Svo sem nefnt var hér að framan skiptir miklu að hversu miklu leyti þjóðhagslegar afleiðingar kjarasamninga eru teknar með í reikninginn við samninga um kaup og kjör. Mest er þetta tillit ef kjarasamningar eru gerðir af heildarsamtökum launþega eða þegar slík samtök leiðbeina einstökum verkalýðsfélögum við samningsgerðina eins og tíðkast hér á landi. Nickell (2003) gaf í rannsókn sinni verkalýðsfélögum hæst fengið töluna 3 ef þau sýndu mikla þjóðhagslega ábyrgð en lægst töluna 1. Verkalýðsfélög í Hollandi, á Írlandi og á Íslandi reyndust skv. þessum samanburði taka mest tillit til þjóðhagslegra afleiðinga kjarasamninga.

Tafla 6.8 Tillit til þjóðhagslegra afleiðinga kjarasamninga. Vísitala frá 1–3 sem mælir að hversu miklu leyti verkalýðsfélög taka tillit til þjóðhagslegra afleiðinga kjarasamninga.

Austurríki	2.0	Finnland	2,5	Ítalía	2,5	Spánn	2.0
Ástralía	1,5	Frakkland	1,5	Japan	2,5	Sviss	1,5
Bandaríkin	1.0	Grikkland	-	Kanada	1.0	Svíþjóð	2.0
Belgía	2.0	Holland	3.0	Noregur	2.0	Þýskaland	2,5
Bretland	1.0	Írland	3	Nýja-Sjáland	1.0		
Danmörk	2.0	Ísland	3	Portúgal	2.0		

Heimild: Nickell (2003) og mat skýrsluhöfunda fyrir Ísland

Af töflunni má draga þá ályktun að þótt verkalýðsfélög á Íslandi séu umfangsmikil þá þarf tilvera þeirra ekki að ógna sveigjanleika vinnumarkaðarins vegna þess hversu samhæfð þau eru og vegna þess að þjóðhagslegir þættir eru hafðir í huga við gerð kjarasamninga.

Uppsagnir

Til að mæta því hversu stífar reglur gilda um uppsagnir bjó Nickell til vísitölu þar sem bæði er tekið tillit til uppsagnarfrests og starfslokalauna. Vísitala hans getur hæst tekið gildið 4 og lægst 0. Mælt á þennan mælikvarða reyndist erfiðast að segja upp starfsfólki á Spáni, í Svíþjóð, Þýskalandi og Japan. Auðveldast var það aftur á móti í Bandaríkjunum, Kanada og á Íslandi. Kostnaður við uppsagnir virðist því vera lítill hérlendis miðað við önnur lönd OECD.

Tafla 6.9 Hömlur á uppsögnum starfsfólks. Reglur um uppsagnir – vísitala kostnaðar við uppsagnir.

Austurríki	1,1	Finnland	2,1	Ítalía	1,0	Spánn	3,7
Ástralía	2,4	Frakkland	3,1	Japan	3,3	Sviss	2,4
Bandaríkin	0,5	Grikkland	–	Kanada	0,6	Svíþjóð	3,2
Belgía	2,1	Holland	2,6	Noregur	2,4	Þýskaland	2,8
Bretland	1,3	Írland	1	Nýja-Sjáland	2,9		
Danmörk	1,5	Ísland	0,9	Portúgal	1,0		

Heimild: Nickell (2003) og mat skýrsluhöfunda fyrir Ísland

Eins og við var að búast er mjög auðvelt að segja upp starfsmönnum á Íslandi í samanburði við önnur lönd.

Starfspjálfun

Að lokum er rétt að huga að kostnaði við vinnumiðlun og starfspjálfun atvinnulausra. Taflan hér að neðan sýnir kostnað við virkar aðgerðir á vinnumarkaði (e. *active labour market expenditures*) sem hlutfall af vergri landsframleiðslu í lok tíunda áratugarins. Engar slíkar tölur eru haldbærar fyrir Ísland en því starfi sem unnið er á þessu sviði var lýst hér að framan.

Tafla 6.10 Opinber framlög til starfspjálfunar og vinnumiðlunar. Kostnaður ríkisins við starfspjálfun og vinnumiðlun sem hlutfall af VLF (%).

Austurríki	0.44	Finnland	1,40	Ítalía	1,12	Spánn	0.70
Ástralía	0.42	Frakkland	1,30	Japan	0.09	Sviss	0.77
Bandaríkin	0.17	Grikkland	–	Kanada	0.50	Svíþjóð	1,97
Belgía	1,42	Holland	1,74	Noregur	0.90	Þýskaland	1,26
Bretland	0.34	Írland	1,54	Nýja-Sjáland	0.63		
Danmörk	1,66	Ísland	–	Portúgal	0.78		

Heimild: Nickell (2003) og mat skýrsluhöfunda fyrir Ísland

Unnt er að draga þá ályktun af framansögðu að vinnumarkaður hér á landi sé sveigjanlegur í þeim skilningi að litlar hömlur eru lagðar á uppsagnir starfsfólks, skattur á launatekjur er lágur, verkalýðsfélög eru samhæfð og atvinnuleysisbætur tiltölulega lágur. Vinnumiðlun er einnig umtalsverð. Það sem helst vinnur gegn sveigjanleika er langt bótatímabil en það þarf þó ekki að koma að sök vegna þess hversu bæturnar eru lágur. Stofnanaumhverfi vinnumarkaðar er því sveigjanlegt hér á landi í samanburði við önnur lönd innan OECD.

6.5 Könnun á viðhorfi stjórnenda til launabreytinga

Stofnanir íslensks vinnumarkaðar gefa mikið svigrúm til sveigjanleika í starfsmannahaldi.¹⁰¹ Það er þó ekki sjálfgefið að laun séu sveigjanleg þótt svo engar stofnanalegar hindranir séu til staðar. Við slíkar aðstæður hlýtur sú spurning að gerast áleitin hvort stjórnendur fyrirtækja kjósi að notfæra sér þennan sveigjanleika og frelsi í starfsmannamálum til þess að breyta launum og segja upp fólki að svo miklu leyti sem lög og reglur leyfa eða hvort þeir telji að það þjóni ekki ætíð hagsmunum fyrirtækjanna að ganga jafnlangt í þessu efni og mögulegt er.

Á síðasta ári var gerð skoðanakönnun á viðhorfi stjórnenda til launabreytinga. Með könnuninni var leitast við að varpa ljósi á mat stjórnenda á sveigjanleika launa á Íslandi, þ.e.a.s. að hversu miklu leyti stjórnendurnir sjálfir velja að halda launum óbreyttum. Í öðru lagi var tilgangur könnunarinnar að athuga hvort og að hversu miklu leyti fyrirtæki jöfnuðu laun á milli starfsmanna innan fyrirtækja, þ.e. greiddu þeim lægst launuðu hærra laun en framleiðni þeirra og frammistaða gæti réttlætt. Ef slíka launajöfnun er að finna innan fyrirtækja eru hæfari starfsmenn eftirsóknarverðari en hinir sem slakari eru vegna þess að launamunur endurspeglar ekki framleiðnimun á milli einstaklinga. Fyrirtæki vilja þá halda í hæfari einstaklingana fremur en þá slakari og bregðast við niðursveiflu með því að segja upp þeim síðarnefndu. Hér er þá komin hugsanleg skýring á því að stjórnendur fyrirtækja kjósi að halda launum óbreyttum þó að á bátinn gefi vegna þess að þeir vilja heldur segja upp slökum starfsmönnum en að hætta á að þeir betri fari sjálfviljugir í kjölfar launalækkana.

6.6 Framkvæmd könnunar

Í úrtaki könnunarinnar, sem ákveðið var með slembiáðferð úr fyrirtækjaskrá, voru 718 íslensk fyrirtæki og hafa þau öll fjóra starfsmenn eða fleiri. Fyrirtækin voru af öllu landinu og úr öllum helstu atvinnugreinum, svo sem iðnaði, þjónustu og heild- og smásölu. Talað var við framkvæmdastjóra/forstjóra eða fjármálastjóra. Af þessum 718 fyrirtækjum tók 401 þátt í könnuninni, sem er 56% svarhlutfall.^{102, 103} Spurt var fyrst um hvort framlegð bestu starfsmanna í fyrirtækinu væri meiri, jafnmikil eða minni en framlegð annarra starfsmanna miðað við þau laun sem þeim eru greidd. Þeir sem sögðu sem svar við fyrstu spurningu að framlegð bestu starfsmannanna væri meiri en hinna voru spurðir um ástæður þess. Þá var spurt hvort fyrirtæki þeirra myndi lækka laun í niðursveiflu í hagkerfinu og þeir sem sögðu að svo yrði ekki gert voru þá spurðir um ástæður þess. Síðan var spurt um mikilvægi hverrar af fimm mögulegum skýringum á því af hverju laun séu ekki lækkuð í niðursveiflu (kvarði 1–4; 1 = ekki mikilvægt, 2 = lítt

¹⁰¹ Þessi kafli er að verulegu leyti byggðir á ritgerðinni “Um réttlæti og uppsagnir,” eftir Gylfa Zoega og Þorlák Karlsson sem birtist í *Rannsóknir í félagsvísindum* árið 2005.

¹⁰² Alls neituðu 236 stjórnendur þátttöku og ekki náðist í 81.

¹⁰³ Könnunin var gerð með símtölum dagana 9. mars til 11. apríl 2005.

mikilvægt, 3 = frekar mikilvægt, 4 = mjög mikilvægt). Síðan áttu svarendur að bera þessar skýringar saman og segja hver þeirra væri mikilvægust og hver næstmikilvægust.¹⁰⁴

6.7 Niðurstöður könnunar

Fyrsta spurningin, um hvort framlegð bestu starfsmanna í fyrirtækinu væri meiri, jafnmikil eða minni en framlegð annarra starfsmanna miðað við þau laun sem þeim eru greidd, prófar beint tilgátuna um samþjöppun launa. Svörin má sjá í efstu línu í töflu 6.11. Í ljós kemur að 55,5% stjórnenda telja að framlegð bestu starfsmanna þeirra sé meiri en annarra, 40,9% telja framlegðina svipaða og aðeins 3,6% telja að framlegð þeirra sé minni. Meirihluti svarenda telur því að bestu starfsmennirnir séu einnig þeir verðmætustu vegna þess að þeir séu á tiltölulega lægri launum en hinir. Laun þeirra eru lægri en framleiðni þeirra segir til um.

Þeir stjórnendur sem sögðu að betri starfsmenn legðu sig meira fram en aðrir voru spurðir í opinni spurningu af hverju þeim væru greidd lægri laun en öðrum miðað við framleiðni. Svörin má sjá í annarri línu í töflu 6.11. Langtíðasta skýringin sem gefin var upp var sú að annars væri réttlætiskennd annarra starfsmanna misboðið, en 39,6% gáfu þessa skýringu. Um 16% nefndu að það væru ekki margir vinnustaðir þar sem bestu starfsmenn gætu nýtt hæfileika sína og því væri ekki nauðsynlegt að borga þeim hærri laun en raun ber vitni. Þriðja tíðasta skýringin, sem um 10% svarenda nefndu, er að önnur fyrirtæki vissu ekki hversu góðir bestu starfsmenn þeirra væru. Ríflega 34% nefndu ýmsar aðrar skýringar. Lítum nú á sveigjanleika launa.

Í þriðju línu töflunnar kemur í ljós að yfirgnæfandi meirihluti svarenda, eða 90,6%, sagðist ekki myndu lækka laun í niðursveiflu, en 9,4% sögðust myndu gera það.¹⁰⁵ Þessi meirihluti var síðan spurður í opinni spurningu hvers vegna hann myndi ekki lækka laun. Yfir 22% sögðu að það væri ekki hægt vegna þess að laun væru bundin í kjarasamninga (4. lína í töflu 6.11) og rúmlega 16% sögðu einfaldlega að það væri mjög erfitt eða bara ekki hægt, án frekari útskýringar. Þá sögðu tæplega 12% að þeir vildu fremur segja upp starfsfólki en lækka laun og 10% sögðu að þeir myndu missa starfsfólk ef laun yrðu lækkuð. Þá nefndu 40% fjölmargar aðrar ástæður. Athygli vekur að af þeim rúmlega 90% svarenda sem svöruðu að laun yrðu ekki lækkuð sögðust einungis 22% ekki gera það vegna kjarasamninga en þeir endurspeglar stofnanir vinnumarkaðarins.

¹⁰⁴ Bakgrunnsupplýsingar sem fengust frá úrtakinu voru um staðsetningu fyrirtækis, stærð þess í fjölda allra starfsmanna, fjölda á skrifstofu og ársveltu, hvort það starfaði á neytenda- eða fyrirtækjamarkaði og í hvaða atvinnugrein það starfaði.

¹⁰⁵ Ásgeir Jónsson og Sigurður Jóhannesson (2002) lögðu mat á áhrif atvinnuleysis á launaþróun á þessu tímabili með því að kanna gögn frá Kjararannsóknarnefnd um laun Alþýðusambandsfólks á höfuðborgarsvæðinu. Þeir könnuðu annars vegar *dagvinnukaup án bóness* og hins vegar *meðaltímakaup*. Með pörudum samanburði komust þeir að þeirri að laun væru ekki algerlega ósveigjanleg niður á við.

Í því skyni að fá fram skýrari mynd af því hvaða ástæður væru fyrir þessari tregðu til að lækka laun í niðursveiflu voru stjórnendur spurðir sérstaklega út í fimm ástæður og bednir að meta hversu mikilvægar hver þeirra væri út af fyrir sig í þessu sambandi. Í neðri hluta töflunnar má sjá niðurstöður hvað varðar þessar ástæður fyrir ósveigjanleika launa. Í fyrsta dálki eru ástæðurnar sýndar, í öðrum dálki er meðaltal fyrir hverja ástæðu sýnt (kvarði 1–4, þar sem 1 er ekki mikilvægt og 4 er mjög mikilvægt), síðan er sýnt hlutfall þeirra sem töldu skýringuna mjög mikilvæga og að lokum er dálkur þar sem fram kemur niðurstaða af samanburði stjórnenda á þessum ástæðum. Þar er vegin saman niðurstaða hlutfalls þeirra sem töldu ástæðuna mikilvægasta af ástæðunum fimm og hlutfalls sem töldu ástæðuna næstmikilvægasta. Til að reikna þessa veginu niðurstöðu var hlutfall þeirra sem töldu ástæðuna mikilvægasta margfaldað með tveimur og hlutfall sem töldu ástæðuna næstmikilvægasta margfaldað með einum. Þessi margfeldi voru svo lögð saman og deilt í með þremur og niðurstaðan sett í aftasta dálk. Tölurnar í öðrum og þriðja dálki sýna sjálfstæða einkunn stjórnenda á hverri ástæðu (e. *rating*) en tölurnar í aftasta dálki eru forgangsröð (e. *ranking*). Í töflunni er fyrir fram gefnu ástæðunum fimm raðað eftir mikilvægi að mati stjórnendanna.¹⁰⁶ Sú ástæða sem talin var afgerandi mikilvægust skv. öllum mælingunum var að „launalækkun kann að valda því að reyndir starfsmenn hætti og í stað þeirra komi menn sem hafa ekki sömu þekkingu og sambönd í fyrirtækinu“. Þessi ástæða, ásamt þeirri sem er talin næstmikilvægust: „launalækkun gæti þýtt að afkastamestu starfsmenn hætti á meðan uppsagnir beinast að afkastaminni starfsmönnum“, snúast báðar um bestu starfsmennina en ástæðurnar þrjár sem voru taldar síður mikilvægar fjalla um starfsmenn almennt.

6.8 Samantekt og ályktanir

Niðurstaða könnunarinnar er einkum sú að á sveigjanlegum vinnumarkaði – þar sem uppsagnir og launabreytingar eru hömlulitlar – velji fyrirtæki að halda launum stöðugum en segja þess í stað slökum starfsmönnum upp þegar illa árar og ráða síðan aftur til starfa þegar betur gengur. Launalækkunir koma síður til greina vegna þess að þær geta valdið því að bestu starfsmennirnir segi sjálfir upp störfum. Þannig myndast ákveðinn ósveigjanleiki enda þótt stofnanir vinnumarkaðarins hamli í engu sveigjanleika.

Afleiðingar þess að stjórnendur kjósa fremur að bregðast við kreppuástandi með uppsögnum en með því að lækka laun verða þær að góðir starfsmenn með langa starfsreynslu – vel þjálfaðir, duglegir, vel menntaðir o.s.frv. – búa við atvinnuöryggi og þurfa hvorki að óttast launalækkunir né uppsagnir. Þeir sem ekki eru jafnlánsamir búa hins vegar við mikið óryggi hvað atvinnu varðar. Þeir missa fremur atvinnuna þegar illa

¹⁰⁶

Mælingunum þremur á mikilvægi ber saman hvað röð snertir, nema á milli næst mikilvægustu og þriðju mikilvægustu ástæðunnar, en þar var forgangsröðin látin ráða (25,1% á móti 15,6%) þar sem ekki munaði miklu á meðaltali eða hlutfalli þeirra sem töldu ástæðuna mjög mikilvæga.

gengur í fyrirtækjunum og þurfa þá að bíða eftir nýju starfi. Sveigjanlegur vinnumarkaður getur því ekki tryggt nýtingu alls vinnuafls, atvinna sveiflast og atvinnuleysi er viðvarandi hjá þeim sem minna mega sín, enda þótt stofnanir vinnumarkaðar leyfi launabreytingar.

6.9 Hreyfanleiki vinnuafls

Ef laun breytast óverulega á krepputímum skiptir máli hversu hreyfanlegt vinnuaflið er. Ef um er að ræða staðbundinn samdrátt innanlands skiptir máli hvort einstaklingar flytji sig um set innan landsins en ef þjóðhagsleg áföll ríða yfir skiptir máli hvort Íslendingar eru tilbúnir að flytja til annarra landa í atvinnuleit. Hreyfanleiki vinnuafls skiptir miklu máli fyrir viðgang mynsvæða en sameiginlegur gjaldmiðill er engin trygging fyrir hreyfanleika. Sem dæmi má nefna að búferlaflutningar fólks á milli Norður- og Suður-Ítalíu eru tiltölulega litlir þrátt fyrir landlægt atvinnuleysi og lægri tekjur í suðurhluta landsins en norðar. Hið sama má reyndar segja um ýmis héruð á Bretlandseyjum, svæðisbundið atvinnuleysi er landlægt og þeir einstaklingar sem eru lengi án vinnu sitja yfirleitt sem fastast á heimaslóðum.

Athuganir hafa leitt í ljós að Bandaríkjamenn hika lítt við að flytja sig um set innanlands og staðbundnir efnahagsatburðir hafa tiltölulega lítil áhrif á atvinnuleysi á viðkomandi stað og fjara fljótt út.¹⁰⁷ Í Evrópu er annað uppi á teningnum. Þar hafa staðbundnar breytingar á vinnuaflseftirspurn langvarandi áhrif á atvinnustig á svæðinu. Reynslan frá Bretlandi og Spáni sýnir að frávik svæðisbundins atvinnuleysis og atvinnuþátttöku frá landsmeðaltali getur varað langtímum saman.¹⁰⁸

Hreyfanleiki vinnuafls er mikill hér á landi. Mikið atvinnuleysi í heimabyggð veldur því að fólk flyst á brott og umtalsverðir fólksflutningar eiga sér stöðugt stað á milli svæða. Algengast er að fólk flytjist til Reykjavíkur og nágrennis. Flestir flytjast frá Vestfjörðum, Vesturlandi og Norðurlandi vestra, u.þ.b. 1–2% af mannfjöldanum á hverju ári. Atvinnuleysi á Norðurlandi vestra er stöðugt yfir landsmeðaltali. Á Vestfjörðum, þaðan sem einnig er stöðugur fólksflótti, virðist sem skýringarinnar sé hins vegar ekki að leita í miklu atvinnuleysi. Reyndar er það svo að ef við metum drifkrafta búferlaflutninganna þá eru það aðrir þættir sem skipta meira máli svo að bein áhrif atvinnuástands virðast oft tynast. Í nýlegri grein var sýnt fram á að það sé einkum sókn fólks í þéttbýli sem drífi búferlaflutningana hér á landi,¹⁰⁹ höfuðborgarsvæðið og Akureyri togi fólk til sín frá hinum strjálbýlli héruðum. Hér er því jafnframt haldið fram að það sé einkum mismunur fasteignaverðs sem hægi á þessari þróun; hátt fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu verði til þess að hægja á straumnum af landsbyggðinni.

¹⁰⁷ Sjá Blanchard, O. og Diamond, P. (1990).

¹⁰⁸ Decressin, J. og Fatas, F. (1995).

¹⁰⁹ Gylfi Zoega og Marta Skúladóttir (2002).

Tafla 6.11 Helstu niðurstöður í prósentum.

(1)	Framlegð bestu starfsmanna borin saman við þá sem eru störi er...	Meiri 55,5	Jafn mikil 4,9	Minni 3,6	
(2)	Áf hverju fía bestu starfsmenn lægri laun miðað við framlegð?	Réttlætiskend annarra væri misboðið 39,6	Fáir vinnustaðir sem byðu starf 16,1	Önnur fyrirtæki vita ekki af bestu starfsmönnum 10,1	Aðrar ástæður 34,2
(3)	Myndi þitt fyrirtæki lækka laun í niðursveiflu?	Já 9,4	Nei 90,6		
(4)	Hvers vegna myndi fyrirtækið ekki lækka launin? (Opin spurning):	Kjarasamningar 22,2	Mjög erfit, ekki hægt 16,1	Segja fremur upp 11,7	Starfsfólk hætir 10
	Ástæður þess að laun eru ekki lækkuð (lokuð spurning): Launalækkun kann að valda því að reyndir starfsmenn hætti og í stað þeirra komi menn sem hafa ekki sömu þekkingu og sambönd í fyrirtækinu. Launalækkun gæti þýtt að afkastamestu starfsmenn hætti á meðan uppsagnir beinast að afkastaminni starfsmönnum.	Méðaltal (1-4) 3,48	Mjög mikilvægt (%) 61,4	Mikilvægast (2) og næst mikilvægast (1) (vegið) 37,9	
(5)	Við launalækkun fjölgæði uppsögnum sem hækkar kostnað vegna ráðninga og þjálfunar. Launalækkun myndi valda að starfsmenn legðu minna á sig, minnkuðu afköst og þjónusta myndi versna. Starfsmönnum líkar ekki ófyrirséðar breytingar á tekjun, svo það er óformlegt samkomulag milli starfsmanna og fyrirtækis að laun breytist hvorki í upp- né niðursveiflu.	3,08 3,12 2,91	38,4 40,8 35,6	25,1 15,6 12,1	
		2,6	20,9	9,4	

Það sem ákvarðar hraða fólksflutninganna er skv. þessari greiningu einkum það hversu fljótt borgar- og bæjaryfirvöld á höfuðborgarsvæðinu bregðast við háu fasteignaverði með því að skipuleggja og byggja ný hverfi.

Hreyfanleiki Íslendinga á milli landa er auðvitað mun minni en innanlands. Þótt aukið atvinnuleysi innanlands kalli á brottflutning fólks gerist slíkt ekki í nægilega miklum mæli til þess að hafa áhrif á hagtolurnar. Hins vegar hefur tímabundinn aðflutningur útlendinga aukist til muna á undanförunum árum. Segja má að slíkur aðflutningur vinnuafls hafi komið í veg fyrir að verðbólga ykist þegar vinnuaflseftirspurn jókst til muna á árinu 2004 við upphaf framkvæmda við virkjanirnar á Austurlandi. Búast má við að unnt sé að auka framboð á vinnuafli hér á landi til muna með því að leyfa aðflutning fólks frá hinum nýju aðildarlöndum Evrópusambandsins. Hingað til hefur þó sú regla gilt að beita aðgangstakmörkunum gagnvart einstaklingum frá þeim löndum, þó með þeim hætti að þeir njóta forgangs umframt þegna annarra ríkja utan Efnahagsbandalagsins.

Nýjum tímabundnum atvinnuleyfum fjölgaði úr 563 árið 2003 í 1374 árið 2004 en alls voru veitt 370 leyfi árið 2004 og 3304 árið 2003.¹¹⁰ Mest er um að tímabundin atvinnuleyfi séu gefin út til Pólverja (31% veittra leyfa) og fjölgaði þeim talsvert frá árinu 2003. Síðan koma Kínverjar, Filippseyingar, Serbar og Litháar. Veiting atvinnuleyfa til útlendinga er ekki einskorðuð við Austfirði vegna álversframkvæmda. Á árinu 2004 voru um 39% veittra tímabundinna leyfa gefin út á höfuðborgarsvæðinu. Aukningin hefur þó verið einna mest á Austurlandi. Flest tímabundin atvinnuleyfi voru veitt vegna starfa í byggingariðnaði en næstflest vegna starfa í fiskiðnaði.

Afleiðing þessa aðflutnings útlendinga er sú að hlutfall erlendra ríkisborgara af mannfjölda er nú komið upp í 3,6% og hlutfall þeirra af vinnuafli 16–64 ára er 4,5%. Síðarnefnda hlutfallið er nú hærra en á öllum hinum Norðurlöndunum, að Svíþjóð einni undanskilinni. Þannig má segja að vinnuafli hér á landi sé nú þegar orðið nokkuð hreyfanlegt á milli landa. Ef hömlum á aðflutningi fólks frá hinum nýju aðildarríkjum Evrópusambandsins væri aflétt með öllu mætti búast við því að erlendir ríkisborgarar yrðu enn hærra hlutfall innlends vinnuafls. Líklegt má því telja að t.d. innganga í Evrópusambandið og upptaka evrunnar myndi auka hreyfanleika innlends vinnuafls.

6.10 Niðurstöður

Sveigjanlegur vinnumarkaður er æskilegur og jafnvel nauðsynlegur hverju því landi sem ætlar að festa gengi gjaldmiðils síns eða taka upp sameiginlegan gjaldmiðil með öðrum þjóðum. Ef vinnumarkaður er sveigjanlegur verða afleiðingar þjóðhagslegra hnykkja, bæði jákvæðra og neikvæðra, á atvinnu og framleiðslu minni en ella.

Íslenskur vinnumarkaður einkennist af sveigjanlegu stofnanaumhverfi. Lög um

¹¹⁰ Heimild: Vinnuálagstofnun.

uppsagnir, atvinnuleysisbætur og skipulag verkalýðshreyfingar, sem og lágir skattar á atvinnutekjur, ýta undir sveigjanlegan vinnumarkað. Hins vegar er ýmislegt sem bendir til þess að laun séu ekki mjög sveigjanleg og að minni eftirspurn eftir vörum og þjónustu fyrirtækja og atvinnugreina leiði fremur til uppsagna starfsfólks en til lægri launa. Því er engan veginn víst að vinnumarkaður hér á landi sé nægilega sveigjanlegur – þrátt fyrir sveigjanlega stofnanaumgjörð – til þess að ráðlagt geti talist fyrir Ísland að afsala sér stjórn peningamála.

Ef nafngengi krónunnar væri fest til frambúðar – eða sameiginleg mynt tekin upp – blasir sú hættu við að tímabundin uppsveifla orsakaði hægfare hækkun verðlags og launa og þar með raungengis sem myndi síðan, að uppsveiflu lokinni, reynast erfitt að vinda ofan af. Þá gætu Íslendingar staðið frammi fyrir háu raungengi í lengri tíma, sem gerði samkeppnisatvinnugreinunum erfitt fyrir. Þetta er ein meginhættan sem stöðjar að hagkerfi sem afsalar sér stjórn peningamála og hefur ekki fullkominn sveigjanleika á vinnumarkaði.

Með því að flytja inn erlent vinnuafli má hins vegar draga úr hækkun raungengis. Ef fleiri íbúum þeirra landa sem nýverið hafa gengið í Evrópusambandið yrðu veitt atvinnuleyfi hér á landi gæti reynst auðveldara að halda fastgengisstefnu til streitu – eða koma í veg fyrir of hátt raungengi í myntbandalagi – vegna þess að sá hluti vinnuaflsins yrði væntanlega hreyfanlegri en innfæddir Íslendingar. Yfirbragð þjóðarinnar myndi einnig breytast til muna, eins og reyndar hefur nú þegar gerst að nokkru leyti.

Niðurstaðan er því sú að atvinna sveiflist hér á landi þrátt fyrir sveigjanlega stofnanaumgjörð vinnumarkaðarins. Þeir sem standa illa að vígi í samkeppni um störf vegna lítillar menntunar eða annarra erfiðleika eiga því oft erfitt uppdráttar þegar illa árar. Þessi skortur á sveigjanleika launa kæmi Íslendingum í koll ef gengið yrði í myntbandalag með öðrum þjóðum. Góðæri innanlands gæti þá leitt til þess að laun og verðlag leitustu upp á við sem myndi gera samkeppnisstöðu útflutningsatvinnuveganna erfiða í lengri tíma vegna þess að gengislækkun væri nú úr sögunni og erfitt væri að lækka verðlag og laun í kjölfar uppsveiflunnar. Af þessum sökum væri nauðsynlegt að veita fleiri útlendingum aðgang að íslenskum vinnumarkaði til þess að auka hreyfanleika vinnuaflsins enn frekar. Ákvörðun um upptöku fastgengisstefnu eða inngöngu í myntbandalag krefðist þá einnig ákvörðunar um það hvort leyfa ætti frekari aðflutning erlends vinnuafls. Slíkt myndi gerast sjálfkrafa ef við gengjum í Evrópusambandið og tækjum upp evruna. Ljóst er aftur á móti að sú ákvörðun yrði ekki tekin með stjórn peningamála eina í huga.

7 Hagstjórn

Meginviðfangsefni hagstjórnar á Vesturlöndum er að halda verðbólgu og atvinnuleysi í skefjum. Til að hafa áhrif á þessa þætti er hægt að beita annars vegar fjármálaaðgerðum – útgjöldum og tekjum hins opinbera – og hins vegar peningamálaaðgerðum sem eru í höndum seðlabanka. Tilgangur hagstjórnar er fyrst og fremst sá að bæta velferð þegna þjóðfélagsins en sveiflur í helstu hagstærðum eru taldar rýra hana eins og fjallað er um í inngangi. Einkum er talið mikilvægt að gera einstaklingum fært að jafna betur neyslu sína á milli tímabila en það getur verið torvelt þar sem lánamarkaður er ófullkominn. Það eru því fyrst og fremst velferðarrök fyrir því að ríkisvaldið beiti hagstjórnartækjum. Samkvæmt hugmyndum um keynesíska eftirspurnastjórn ætti því ríkisvaldið að grípa inn og beita aðhaldaðgerðum til að komast hjá framleiðsluspennu og meðfylgjandi verðbólgu í góðærum og í hallæri ætti ríkisvaldið að sama skapi að hvetja efnahagslífsið áfram til að forðast framleiðslulaka, atvinnuleysi og stöðnun.

Þegar kostir og gallar þess að taka upp nýja peningamálastefnu eru ígrundaðir þarf að svara einni lykilspurningu: Hvert er hlutverk gengisins í aðlögun hagkerfisins að jafnvægi? Ef t.d. sjálfstæður sveigjanlegur gjaldmiðill hjálpar hagkerfinu fljótt og vel að ná jafnvægi eftir að skellir hafa dunið á því er kostnaður því fylgjandi að festa gengið, þ.e. ganga í myntbandalag. Ef hinsvegar rekja má ójafnvægi í efnahagslífinu til gjaldmiðilsins sjálfs, t.d. vegna glópagleði á fjármálamarkaði fremur en til hreyfinga á undirliggjandi þáttum hagkerfisins, þá fylgir því ábati að varpa gjaldmiðlinum fyrir róða.

7.1 Hlutverk ríkisfjármála í hagstjórn

Við mat á því hver sé hagkvæmasta peningastefna fyrir tiltekið land er óhjákvæmilegt að líta til fjármála hins opinbera og hvaða hlutverki fjármálastefnan gegnir í að styðja við peningamálastefnuna – hvernig stefnublöndunni er háttað. Þannig er t.d. ljóst að ef land fórnar mynt sinni og tekur upp sameiginlega peningamálastefnu með öðrum þjóðum þá færast hagstjórnarbyrðin af seðlabanka yfir á ríkisfjármálin. Fjármálaaðgerðir þykja aftur á móti nokkuð svifaseinar, einkum vegna þess hve langan tíma getur tekið að hrinda þeim í framkvæmd og hagstjórnin líður fyrir það ef slíkum aðgerðum er beitt í auknum mæli í stað peningamálaaðgerða. Möguleikar til sveiflujöfnunar eru því minni fyrir vikið.

Undanfarna áratugi hefur framkvæmd peningastefnu hér á landi þróast í þá veru að

vaxtaákvæðanir hafa orðið mun skýrari, kerfisbundnari og næmari fyrir breytingum á verðbólgu og framleiðslu. Þetta hefur leitt til minni hagsveiflna sem gerir það að verkum að ólíklegt er að fjármálastjórn, sem lýtur geðþótta fremur en föstum reglum, skili frekari árangri. Slík stjórn gæti jafnvel gert framkvæmd peningamálastefnu erfiðari.¹¹¹ Allt þetta gerir þörfina fyrir kerfisbundna og skýra fjármálastjórn meiri en ella. Geðþóttaákvæðanir ættu að snúast um langtímastefnu, eins og umbætur í skatta- og almannatryggingamálum, en ekki hagsveiflur, sjá Taylor (2000a). Dæmi um skýra og kerfisbundna fjármálastjórn er notkun sjálfvirkra sveiflujafnara, þar sem staða hins opinbera batnar í uppsveiflu vegna aukinna skatttekna og minni millifærslna, en versnar síðan aftur á erfiðum tímum þegar skatttekjur dragast saman og útgjöld til velferðarkerfisins aukast.

Almennt er talið að notkun sjálfvirkra sveiflujafnara samrýmist vel framkvæmd peningastefnunnar þegar markmið hagstjórnar er að draga úr sveiflum í verðbólgu og framleiðslu. Spurningin er hins vegar sú að hvoru markmiði hvor stefnan um sig eigi að beinast. Mögulegt er að blanda hagstjórnaraðgerðum á þann hátt að peningastefnan hafi það eina markmið að draga úr sveiflum í verðbólgu og fjármálastefnan miði að því að draga úr sveiflum í framleiðslu, eins og almennt er talið æskilegt. Hins vegar er líklegt að hægt sé að nota peningamálaaðgerðir til að ná báðum, Taylor (2000b). Þetta á þó aðeins við ef miðlunarferli peningastefnunnar virkar vel og er að mestu án hindrana. Það er þó fjarri því að vera öruggt í litlu, opnu hagkerfi eins og því íslenska.

Fjármálastjórn er afar þýðingarmikil í þeim löndum sem eru aðilar að myntsamstarfi Evrópu þar sem stjórn peningamála er ekki í höndum landanna sjálfra. Möguleikum hins opinbera til að beita tekjum og útgjöldum í hagstjórnarskyni eru þó takmörk sett vegna stöðugleikasamkomulagsins sem kveður á um að ekki megi reka ríkissjóð aðildarlandanna með meira en 3% halla og að skuldir skuli ekki vera meiri en 60% af landsframleiðslu. Þetta hefur til að mynda gert hagstjórn erfiða í Frakklandi, Þýskalandi, Grikklandi og Portúgal og af þeim sökum hafa sjónir fræðimanna í æ ríkara mæli beinst að því hvaða nýju leiðum sé hægt að beita við fjármálastjórn.

Hagfræðingurinn Charles Wyplosz (2002) hefur bent á að hvert land gæti komið sér upp sérstakri fjármálanefnd, sem skipuð væri sérfræðingum á sviði efnahagsmála, er gert væri skylt að stýra opinberum fjármálum með það að markmiði að viðhalda fyrirfram ákveðinni skuldastöðu en nota ríkisfjármálin til að draga úr hagsveiflum til skamms tíma. Þannig yrði afgangur af rekstri hins opinbera stýritæki í stað þess að vera markmið. Fjármálanefndin og starfsmenn hennar myndu fylgjast með stöðu hins opinbera og grípa inn í ef óvæntar breytingar ættu sér stað í efnahagslífi hverrar þjóðar. Ákvæðanir um opinber útgjöld og skattheimtu yrðu áfram á valdi kjörinna fulltrúa hvers lands þó svo að afgangur af rekstri hins opinbera yrði ákvarðaður af fjármálanefndinni með skuldastöðuna í huga. Þessa yfirfærslu á valdi frá kjörnum

¹¹¹ Þetta er reyndar markverðasta niðurstaða Nóbelsverðlaunahafanna Kydland og Prescott (1977): óreglubundin peninga- og fjármálastjórn er ósamkvæm yfir tíma.

fulltrúum til sérfræðinga má réttlæta með því að afgangur af rekstri hins opinbera hefur mest áhrif á tekjudreifingu milli kynslóða en ekki tekjudreifingu innan hvers kynslóðar. Þá hafa Marías Halldór Gestsson og Tryggvi Þór Herbertsson stungið upp á fjármálareglu þar sem útgjöld hins opinbera yrðu látin vaxa um sem nemur langtímavexti framleiðni.¹¹² Þannig yrði hið opinbera rekið með halla í kreppu en afgangi í góðæri. Hlutfall hins opinbera í landsframleiðslunni héldist hins vegar stöðugt til langs tíma litið. Þeir sýna fram á að ef þessari stefnu hefði verið fylgt í opinberum fjármálum á Íslandi árin 1964–2001 hefðu hagsveiflur á Íslandi á tímabilinu 1978 – 2001 orðið allt að þriðjungur minni en raun varð á. Notkun reglunnar hefði því haft þjóðhagslegan ávinning í för með sér sem falist hefði í aukinni framleiðslu, minni óvissu, jafnari neyslu og meiri velferð. Niðurstöðurnar gefa einnig til kynna að fjármálastefnan styðji mun betur við peningamálastjórnina ef reglunni er fylgt og að ekki þyrfti að stunda jafn harða peningamálastjórn og ef hennar nyti ekki við – vextir seðlabanka gætu því að öðru jöfnu verið stöðugri.

Í litlu, opnu hagkerfi eins og því íslenska hefta frjálsir fjármagnsflutningar peningamálastjórnina nokkuð. Fyrirtæki leita út fyrir landsteinana ef vextir á innlendum markaði eru hærri en sem nemur þeirri gengisáhættu sem þau eru tilbúin til að taka, sbr. Gústav Sigurðsson og félagar (2000). Þannig bíta vextir seðlabanka ekki jafn vel og ef flutningarnir eru heftir, nema á gengið. Gengi krónunnar hækkar þegar erlent lánsfé streymir inn í landið eða með skuldabréfaútgáfu erlendra aðila hér á landi og sú hækkun hefur áhrif á eftirspurn. Þessi áhrif eru þó oftast skammvinn. Reynsla Japana sýnir einnig að ef framleiðslulaki verður nægjanlega mikill og viðvarandi þá getur það leitt til þess að vaxtaaðgerðir verða máttlitlar. Nafnvextir seðlabanka verða afar lágir, almennt verðlag fer að hjaðna og hagkerfið festist í lausafjargildru, sjá McCallum (2001).¹¹³

Þá hníga rök að því að hagsveiflan í hagkerfum, sem eru vel þætt inn í heimshagkerfið, séu næmari fyrir skellum í heimsbúskapnum en einangruð hagkerfi, sjá Rodrik (1997, 1998), Andersen (2000) og Torben Andersen og Tryggva Þór Herbertsson (2005). Ofangreind atriði, sem og fleiri, hafa beint athygli hagfræðinga aftur að fjármálastefnunni og samspili hennar og peningamálastefnunnar.

7.2 Hafa ríkisútgjöldin áhrif?

Íslenska skatta- og millifærslukerfið hefur að nokkru þjónað sem sjálfvirkur sveiflujafnari milli skattþrepa og mikillar tekjutengingar bóta. Undanfarin ár hafa þessar tengingar verið minnkaðar – nú síðast með lækkun tekjuskatts – sem leiðir til

¹¹² Sjá Marías Halldór Gestsson og Tryggva Þór Herbertsson (2003, 2004).

¹¹³ Gildran felst í því að neytendur halda að sér höndum í dag vegna þess að vöruverð verður lægra á morgun. Þetta leiðir til þess að eftirspurn dregst saman og hagvöxtur hverfur.

Þess að útgjöld og millifærslur dragast ekki í jafn miklum mæli og áður saman í góðæri og aukast þar af leiðandi ekki heldur í niðursveiflu, þótt auðvitað gagnist þessar aðgerðir vel á öðrum sviðum. Einnig er það svo að sú viðleitni að reka hið opinbera í jafnvægi eða með afgangi hefur leitt til þess að hin sjálfvirka sveiflujöfnun, sem er byggð inn í íslenska skattkerfið, hefur minnkað. Fyrir vikið hafa ríkisfjármálin orðið sveiflukenndari en ella og neysla þar með einnig. Þessu þarf að gefa sérstakan gaum. Reyndar er þetta í samræmi við rannsókn sem Perotti (2004) gerði á ríkisfjármálum nokkurra OECD-ríkja en þar kemur fram að viðbrögð landanna við hnykkjum hafa minnkað eftir áttunda áratuginn vegna lægri ríkisútgjaldamargfaldara.

Í nýlegri úttekt íslenska fjármálaráðuneytisins er þeirri spurningu varpað fram hvað ætla megi að hægt sé að krefjast mikils aðhalds í ríkisfjármálum í sveiflujöfnunarskyni.¹¹⁴ Til að nálgast spurninguna er stuðst við ritgerð sem nokkrir starfsmenn OECD settu saman árið 2002 um það hvort smærri ríki Evrópusambandsins ættu að nota fjármálastefnu sína til að dempa hagsveifluna, nú þegar peningamálastjórnin er orðin sameiginleg fyrir ríki myntbandalagsins.¹¹⁵ Meginniðurstöður rannsóknarinnar eru (í endursögn fjármálaráðuneytisins) þær að:

- i) sjálfvirk sveiflujöfnun hjálpar til við að milda [áhrif] eftirspurnaráföll og hnykki en aðeins að takmörkuðu leyti,
- ii) margfeldisáhrif ríkisfjármála eru tiltölulega lítil í litlum, opnum hagkerfum. Með litlum margfeldisáhrifum ríkisfjármála þarf stórar sveiflur í útgjöldum eða tekjum til að draga nægjanlega úr hagsveiflunni, og
- iii) stórar sveiflur í ríkisfjármálum samræmast ekki stöðugleika og langtímamarkmiðum ríkisfjármála.

Þá segir: „Í litlum, opnum hagkerfum eiga markaðsöflin auðveldara með að bregðast við breyttum markaðsaðstæðum, eins og eftirspurnaráföllum, séu rétt markaðsskilyrði fyrir hendi. Í slíkum hagkerfum eru margfeldisáhrif ríkisfjármála tiltölulega lítil og því þarf stórar sveiflur í útgjöldum og tekjum ríkisins til að mæta hagsveiflunni. Þá er talið að slíkar sveiflur í ríkisfjármálum dragi úr áhrifum ríkisfjármála og séu ekki í samræmi við stöðugleika þeirra til lengri tíma lítið. Farsælla er að setja ríkisfjármálunum langtímamarkmið og leyfa skammtíma hagsveifluleiðréttingum að eiga sér stað þar sem markaðsöflin leggja sitt af mörkum.“¹¹⁶

Þessi niðurstaða byggir á þeirri forsendu að verð og laun séu nær fullkomlega sveigjanleg, sem er andstætt niðurstöðum síðasta kafla, og að neytendur séu framsýnir og sjái því fyrir að útgjaldalækkun ríkisins í dag verði að mæta með skattahækkun í framtíðinni. Af þessum sökum séu margfeldisáhrifin lítil. Eins og fram kemur í skýrslu breska fjármálaráðuneytisins – Gordon Brown skýrslunni svokölluðu – um evrópska

¹¹⁴ Sjá Fjármálaráðuneytið (2005).

¹¹⁵ Hoeller, P., Giorno, C. og Maisonneuve, C. (2002).

¹¹⁶ Sjá Fjármálaráðuneytið (2005).

myntsamstarfið árið 2003 þá er þetta óraunhæf forsenda.¹¹⁷ Hér er hægt að taka undir með fjármálaráðuneytinu íslenska að best sé að setja ríkisfjármálum langtímamarkmið og að við fjármálastjórn eigi ekki að stefna að því að „fínstilla“ hagkerfið með geðþóttaákvörðunum. Aftur á móti er vart hægt að vera sammála því álitu fjármálaráðuneytisins að margfeldisáhrif ríkisfjármála séu lítil hér á landi. Þetta verður best útskýrt með dæmi.

Í *Þjóðarbúskapnum* er birt tafla yfir margfaldara ríkisfjármála sem metnir hafa verið fyrir nokkur lönd Evrópusambandsins, sjá töflu 7.1.

Tafla 7.1 Margfaldarar ríkisútgjalda.

	Tekjumargfaldari	Útgjaldamargfaldari
Austurríki	0,1	0,5
Belgía	0,1	0,5
Finnland	0,3	0,4
Frakkland	0,1	0,5
Þýskaland	0,2	0,4
Grikkland	0,1	0,5
Írland	0,1	0,4
Ítalía	0,1	0,5
Holland	0,1	0,4
Portúgal	0,0	0,7
Spánn	0,1	0,5
Meðaltal	0,1	0,5

Heimild: Þjóðarbúskapurinn 2005

Eins og sjá má er mikill munur á margfaldara ríkisútgjalda eftir því hvort um tekjur eða gjöld er að ræða. Þannig er útgjaldamargfaldarinn um fimm sinnum stærri en tekjumargfaldarinn að meðaltali í ríkjunum sem sýnd eru í töflunni. Margfaldarana ber að túlka þannig að breytingar ríkisútgjalda um 1% af landsframleiðslu breyti landsframleiðslunni um 0,5% því til viðbótar. Þannig að ef ríkisútgjöld eru um 34% af landsframleiðslu, eins og er áætlað að þau verði á Íslandi árið 2005, leiðir 2,9% (1/34) útgjaldabreyting til 0,5% prósentustiga breytinga á landsframleiðslunni, umfram útgjaldaaukninguna. Athyglisvert er að velta fyrir sér hvort það eru lítil áhrif í samhengi við framleiðsluspennu eða slaka.

¹¹⁷ HM Treasury (2003c).

7.3 Áhrif ríkisútgjalda á framleiðsluspennu

Seðlabankar líta til fjölmargra þátta í hagkerfinu þegar peningamálaaðgerðir eru ígrundaðar. Til einföldunar er hér gert ráð fyrir að seðlabanki fylgi svokallaðri Taylor reglu, en reglan segir til um hvernig banki með verðbólgu markmið hagar stýrivaxtaákvörðunum sínum. Taylor regluna má setja fram á eftirfarandi hátt:

$$\text{Stýrivextir} = \text{jafnvægisvextir} + \text{áhrif frá vika frá verðbólgu markmiði} + \text{áhrif framleiðsluspennu}$$

Eins og sjá má á reglunni eru stýrivextir seðlabanka jafnir jafnvægisvöxtum þegar verðbólga er jöfn verðbólgu markmiði og framleiðslan er í jafnvægi, þ.e. þegar hvorki er slaki né spenna. Á þenslutímum hækkar seðlabanki stýrivexti til að þrýsta framleiðslunni aftur í jafnvægi. Greiningardeild Íslandsbanka hefur gefið sér forsendur um jafnvægisvexti og um samband verðbólgu, framleiðsluspennu og stýrivaxta og sett fram handhæga töflu með Taylor reglu fyrir Ísland, sjá töflu 7.2.

Tafla 7.2 Stýrivextir samkvæmt Taylor-reglu.

	Framleiðsluspenna						
	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
Verðbólga 1%	3,3%	3,8%	4,3%	4,8%	5,3%	5,8%	6,3%
2%	4,8%	5,3%	5,8%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%
3%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%
4%	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%
5%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
6%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%	12,8%	13,3%	13,8%
7%	12,3%	12,8%	13,3%	13,8%	14,3%	14,8%	15,3%

Heimild: Greiningardeild Íslandsbanka og útreikningar höfunda

Af töflunni má sjá að ef verðbólga samræmist verðbólgu markmiði og hagkerfið er í jafnvægi ættu stýrivextirnir að vera um 5,6%. Ef hinsvegar verðbólga er um 5% og framleiðsluspennan 3% ættu stýrivextir að vera 10,8%.

Augljóst er af þessari umræðu að framleiðsluspenna er lykilstærð þegar kemur að hagstjórn og ef hægt er að hafa áhrif á hana með ríkisfjármálum er til mikils unnið. Ekki þarf að leggja jafn mikið á peningamálastjórnina þegar um verðbólgu markmið og fljótandi gengi er að ræða og hægt er að hafa áhrif á staðbundna verðbólgu og

raungengið þegar um myntsamstarf og fast gengi er við lýði.

Ef Taylor reglan, sem sýnd er í töflu 7.2, er tekin bókstaflega og útgjaldamargfaldarar hérlendis eru um 0,5 – sem er sennilega vanmat – eins og að meðaltali í Evrópu, mætti lækka stýrivexti um allt að 0,7 prósentustig með því að lækka ríkisútgjöld um 8,8 milljarða króna ($1/34 \times 300$ milljarðar). Hér er miðað við áætluð útgjöld ríkissjóðs árið 2005.¹¹⁸ Í þessum útreikningum er gert ráð fyrir að 0,5 prósentustiga minni aukning eftirspurnar minnki framleiðsluspennuna um 0,5 prósentustig og það eru ekki lítil áhrif frá sjónarhóli hagstjórnarinnar.¹¹⁹

7.4 Verðbólga og raungengi

Mikil verðbólga er óæskileg af mörgum ástæðum og þess vegna hefur verið lagt ofurkapp á að halda henni í skefjum. Ein ástæða er sú að verðbólga hækkar raungengi krónunnar og skerðir samkeppnishæfni útflutningsatvinnuveganna.¹²⁰ Ef til að mynda laun í landi A hækka umfram laun í landi B þá rýrnar samkeppnisstaða útflytjandi í landi A. Til að staða hans styrkist aftur þarf nafngengið að veikjast eða hlutfallsleg laun í landi A að lækka. Til að mæla samkeppnisstöðu þjóða er oft notað hugtakið raungengi sem á mælikvarða launa er reiknað á eftirfarandi hátt:

$$\text{Raungengi} = (\text{laun innanlands} \times \text{nafngengi}) / \text{laun erlendis}$$

Eins og sjá má á þessari líkingu er í raun hægt að hafa áhrif á raungengið á tvönnan hátt: Með því að breyta launakostnaði innanlands¹²¹ eða með því að breyta nafngenginu.¹²² Augljóst er að land sem er aðili að myntbandalagi þar sem nafngengið er niðurneglt hefur ekki möguleika á að breyta genginu. Raungengið gagnvart öðrum löndum í myntbandalaginu stjórnast því af innlendum launakostnaði sem aftur ræðst af

¹¹⁸ Vanmatið stafar af því að hagkerfi Evrópu eru mun samþættari en Ísland við útlönd. Þannig leiðir eftirspurnarskellur að öllum líkindum til meiri framleiðslulaka á Íslandi en t.d. í Lúxemborg þar sem vinnuafli ferðast auðveldlega yfir landamæri með litlum tilkostnaði. Því ætti eftirspurnarbreyting sem rekja má til breytinga á ríkisútgjöldum að hafa meiri áhrif hér en þar, m.ö.o. ríkisútgjaldamargfaldararnir eru að öllum líkindum stærri á Íslandi.

¹¹⁹ Forsendan hér er að samband hagvaxtar og framleiðsluspennu sé því sem næst einn á móti einum, sem er reyndar ekki hárrétt vegna þess að hagvöxtur er vöxtur raunverulegrar landsframleiðslu en framleiðsluspenna er í hlutfalli við mögulega landsframleiðslu.

¹²⁰ Þetta er reyndar fremur strangt tekið til orða. Raungengið getur verið stöðugt við verðbólgu og hækkandi laun ef nafngengið lætur undan.

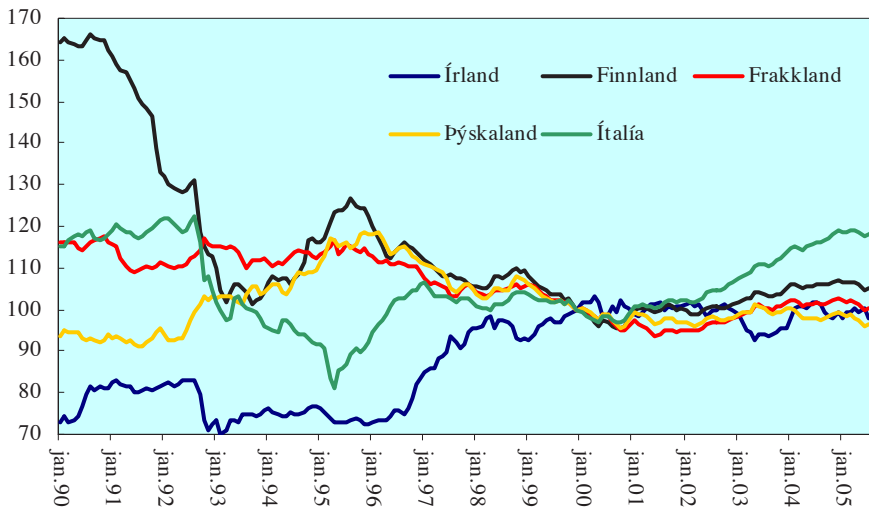
¹²¹ Launum má breyta með raunlaunahækkunum í kjarasamningum eða með raunlaunalækkunum sem stafa af verðbólgu.

¹²² Því eins og rakið er í 6. kafla sýnir sagan að erfitt eða ómögulegt er að lækka nafnlaun á Íslandi.

staðbundinni verðbólgu. Hins vegar getur land sem býr við verðbólguþröngun sem hornstein peningamálastefnunnar haft áhrif á nafngengið og þar með raungengið með peningamálaaðgerðum. Nú væri e.t.v. ekki úr vegi að spyrja hvort að afleiðingarnar af þessu séu hinar sömu.

Í landi sem býr við fastgengi er raungengið mun tregbreytanlegra en í landi sem býr við fljótandi gengi. Ástæðan er sú að raunlaun sveiflast mjög hægt og lítið en nafngengi gjaldmiðils getur breyst á svipstundu með tilheyrandi röskun á fjármálastöðugleika eins og rakið er í 3. kafla hér að framan. Til glöggvunar kann að vera gagnlegt að huga stuttlega að þróun raungengis á mælikvarða launa nokkurra landa evrusvæðisins frá því í janúar 1990 til ágúst 2005. Á mynd 7.1 er raungengi landanna sett jafnt 100 í desember 1999 þegar evran tók gildi og gjaldmiðlar þeirra voru festir saman.

Mynd 7.1 Raungengi nokkurra evrulanda, (desember 1999 = 100).



Eins og sést á myndinni hefur raungengið orðið mun tregbreytanlegra eftir að evran var tekin upp (eftir að gjaldmiðlunum var læst saman) í desember 1999. Þannig mælist breytileikastuðullinn (e. *coefficient of variation*) vera um 10,6% að meðaltali í löndunum sem sýnd eru á mynd 7.1 fyrir upptöku evrunnar en 3,7% eftir upptöku hennar. Þetta er í samræmi við niðurstöður rannsóknar Lothian og McCarthy (2002) á hegðun raungengis við fljótandi og fast nafngengi.¹²³

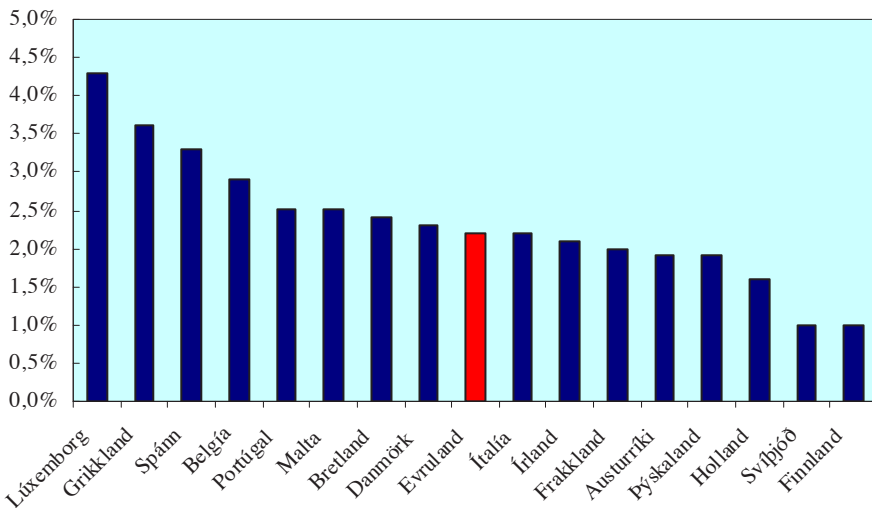
Þegar myndin er skoðuð nánar sést að raungengið hefur þróast á mjög mismunandi hátt í löndunum fimm. Þannig hafði raungengið hækkað tæplega 23% meira á Ítalíu í ágúst

¹²³ Lothian, J. R. og McCarthy C. (2002).

2005 frá upptöku evrunnar en í Þýskalandi. Ef við höfum í huga að gengið var jafnt í desember 1999 hljómar þetta sem mikill munur, sérstaklega þar sem að bæði löndin búa við sömu peningamálastefnu og eru kjarnaríki í evrulandi. Ef raungengisjafnan hér að framan er skoðuð má sjá að muninn á þróun raungengis í Þýskalandi og á Ítalíu síðastliðin fimm ár er eingöngu hægt að rekja til mismunandi þróunar raunlauna, því nafngengið er jú fast.

Hægt er að nota hin svokölluðu Balassa-Samuelson áhrif til að skýra verðbólgu- og raungengismun milli landa.¹²⁴ Aðferðin skiptir framleiðslu hvers lands í tvennt; heimavörur og skiptivörur eins og fjallað er um í fjórða kafla. Skiptivörur eru vörur sem verslað er með á heimsmarkaði og búa því við alþjóðasamkeppni. Heimavörur eru einkum þjónusta sem keppir að óverulegu leyti við innflutning og þar sem framleiðniaukning er takmörkuð eða í það minnsta hæg. Verð skiptivara er ákvarðað á alþjóðamarkaði og framleiðnivöxtur í greininni ýtir upp launum. Þar sem starfsmenn geta unnið í báðum greinum þá leiða launahækkarir í samkeppnisgreinum til launahækkana í þjónustugreinunum en þar sem framleiðnivöxtur í þjónustu er minni en í útflutningi þá hækkar verðlag þar. Óbreytt verð á skiptivörum (vegna framleiðniaukningar) en herra verð á þjónustu (vegna framleiðnistöðnunar) leiðir þá til þess að hlutfallsverð þjónustu hækkar. Því meiri framleiðnimunur á milli útflutnings- og þjónustugreinanna, þeim mun herra er verðlagið. Þetta getur verið skýringin á hinum mikla raungengismun sem er á milli Þýskalands og Ítalíu.

Mynd 7.2. Hækkun samræmdrar vísitölu neysluverðs innan Evrópu 2004-2005.



Heimild: Hagstofa Íslands

124

Balassa, B. (1964).

Að lokum er á mynd 7.2 sýnd samræmd verðbólga landa Evrópusambandsins tímabilið ágúst 2004 til ágúst 2005.

Eins og sjá má er mikill munur á verðbólgu innan sambandsins. Þannig var um 1% verðbólga í Finnlandi á tímabilinu en rúmlega 4% í Lúxemborg. Mismunandi verðbólga leiðir óhjákvæmilega til mismunandi þróunar raungengis eins og rakið er hér að framan, því nafngengið er jú fast.

7.5 Miðlunarferli peningastefnunnar

Hér að framan hefur verið rætt um að raungengi og verðbólga geti – þrátt fyrir að lönd séu í myntbandalagi – verið ólík á milli landa. En miðlunarferli peningastefnunnar getur einnig verið misjafnt og sá mismunur getur skapað óstöðugleika. Þegar velt er vöngum yfir hugsanlegri aðild Íslands að myntsamstarfi er því mikilvægt að kanna hvort hin sameiginlega peningamálastefna komi að einhverju leyti fram á annan hátt á Íslandi en í hinum myntsamstarfslöndunum. Ef áhrif stýrivaxtahækkana á framleiðsluspennu og verðbólgu eru lengur – eða skemur – að koma fram á Íslandi en í öðrum evrulöndum þá getur sá munur á tímatöfum leitt til þess að íslenska hagsveiflan verði úr takti við hagsveiflu annarra landa og framleiðsla og verðbólga af þeim sökum orðið sveiflukennari en í öðrum ríkjum myntsamstarfsins. Til að varpa ljósi á þetta er rétt að skoða miðlunarferli peningastefnunnar og í framhaldi af því gaumgæfa hvað gæti verið frábrugðið hér á landi frá stóru löndum sambandsins sem óhjákvæmilega móta peningastefnu sambandsins vegna stærðar sinnar.

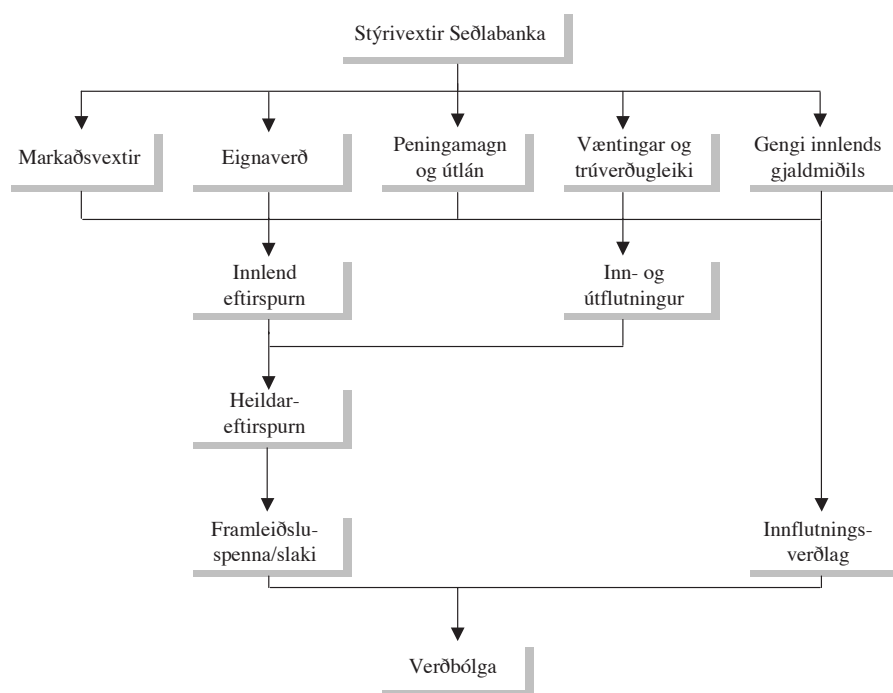
Þekking á miðlunarferli peningastefnunnar er gífurlega mikilvæg fyrir framkvæmd hennar og á mynd 7.3 má sjá það ferli sem á sér stað frá því seðlabanki breytir stýrivöxtum og þar til áhrifanna fer að gæta á verðbólgu.

Þegar stýrivöxtum er breytt kemur seðlabanki af stað flóknu og margslungnu ferli sem hefur áhrif á ýmsa þætti hagkerfisins og að lokum á verðbólgu. Eðli málsins samkvæmt líður langur tími frá því vöxtum er breytt og þar til áhrifanna fer að gæta á verðbólgu og seðlabanki verður því að sýna framsýni í aðgerðum sínum til þess að ná árangri í hagstjórn. Í ljósi þess að hagkerfi eru ólík eru viðbrögð efnahagslífsins við vaxtabreytingum ekki endilega þau sömu í ólíkum löndum eða á mismunandi tímum.

Áhrifa breyttra vaxta gæti fyrst á markaðsvexti, eignaverð, peningamagn og útlán, væntingar og trúverðugleika og gengi innlends gjaldmiðils. Flæði stýrivaxtabreytinga um þessa fimm farvegi hefur síðan áhrif á ákvarðanatökur aðila hagkerfisins, einkum þó á eftirspurnarhlið þess. Vegna þess að seðlabanki hvers lands stjórnar peningamagni hefur hann einokunarstöðu á framboðshlið peninga í hagkerfinu og hefur því meiri áhrif á vexti en nokkur önnur fjármálastofnun. Ákvarðanir bankans marka lægstu vexti á fjármálamörkuðum sem aðrir aðilar byggja sínar vaxtaákvarðanir síðan á. Þannig myndar seðlabanki nokkurs konar verðgölf á fjármagn sem hefur aftur áhrif á

vaxtarófið í heild sinni. Stýrivaxtaákvörðanir seðlabanka hafa þannig mótandi áhrif á alla vexti, peningamagn í umferð, eignaverð og síðast en ekki síst framtíðarvæntingar markaðsaðila um þróun ofangreindra hagstærða.

Mynd 7.3 Miðlunarferli peningastefnunnar



Vextir, eignaverð og væntingar hafa því næst áhrif á neyslu og fjárfestingaákvörðanir einstaklinga og fyrirtækja og þar með heildareftirspurn sem á endanum er helsti gangráður verðbólgu, eins og sýnt er á ofangreindri mynd. Til að átta sig betur á miðlunarferli peningastefnunnar er rétt að rekja það öllu ítarlegar.¹²⁵

Markaðsvextir

Fyrstu áhrif stýrivaxtabreytinga koma jafnan fram á peningamarkaði. Skammtímavextir breytast og hafa fljótlega áhrif á lán – og þar með fjárfestingar – og sparnað fyrirtækja og einstaklinga. Neyslumynstrið getur því breyst í kjölfar peningamálaaðgerða. Áhrifin á langtímavexti eru aftur á móti ekki eins augljós. Þar skipta væntingar um þróun skammtímavaxta í framtíðinni miklu máli, þar sem

¹²⁵ Þessi umfjöllun byggir á Þórarni G. Péturssyni (2001), HM Treasury (2003), Axel Hall og Tryggva Þór Herbertssyni (2003), Halldór Benjamín Þorbergssyni og Tryggva Þór Herbertssyni (2005) og M.S.-ritgerð Hörpu Guðnadóttur (2005).

langtímavextir ráðast af vegnu meðaltali núverandi og væntra skammtímavaxta.

Eignaverð

Peningamagnssinnar hreyfa jafnan mótmælum við því að einungis sé litið til þróunar vaxta þegar fjallað er um miðlunarferlið og telja að líta þurfi til annars hlutfallslegs eignaverðs sem hefur áhrif á auðsmyndun og raunstærðir í hagkerfinu. Í því skyni er einkum litið til þriggja kenninga. Fyrst ber að nefna kenningu James Tobin um áhrif peningamálastjórnar á hagkerfið í gegnum afleidd áhrif hennar á verðmat verðbréfa og fasteigna. Í annan stað kenningu Franco Modigliani um jöfnun neyslu yfir æviskeiðið og að síðustu kenningar um að peningamálastefnan stjórni gengi gjaldmiðils sem aftur hafi áhrif á verðmæti og magn inn- og útflutnings þjóða.

Almennt séð myndi hækkun stýrivaxta leiða til minni eftirspurnar eftir fasteignum og þar með verðlækkunar. Ákveðna fyrirvara verður þó að hafa á þessari almennu framsetningu þar sem aðrir áhrifaþættir en vextir geta vegið þyngra í verðmyndun á fasteignamarkaði. Samkvæmt fræðikenningum leiðir hækkun stýrivaxta til þess að þeir vextir hækka sem notaðir eru til að afvaxta verðbréf. Verðbréfin lækka þar með í verði. Á þessu sést að verð útgefina skuldabréfa, sem eru gefin út til styttri og meðallangs tíma, breytist vegna þess að stýrivaxtabreytingarnar munu að öllu jöfnu smitast út í þá vexti sem verðbréf eru afvöxtuð með. Áhrif stýrivaxtabreytinga á langtímaskuldabréf eru óljósari og í samræmi við óljósari tengsl á milli stýrivaxtabreytinga og langtímavaxta. Tengsl hlutabréfaverðs og stýrivaxtabreytinga eru fræðilega séð einnig á þann veg að við stýrivaxtahækkun þá lækkar virði bréfanna. Það gerist vegna hækkandi afvöxtunarstuðuls á framtíðargreiðsluflæði hlutabréfanna, s.s. á arðgreiðslur. Þetta er þó ekki svo einfalt því í verðlagningu hlutabréfa leika framtíðarvæntingar markaðsaðila um þróun annarra stærða einnig stórt hlutverk. Góðæri í hagkerfinu kemur fram í hækkun á hlutabréfaverði vegna væntinga um betri afkomu fyrirtækja. Jafnvel þó að stýrivaxtahækkun geri það að verkum að fræðilega séð verði fýsilegra að fjárfesta í skuldabréfum og þannig komi fram mótverkandi þættir á hækkunar hlutabréfaverðs í uppsveiflunni má búast við því að þessi mótverkandi áhrif séu ekki eins sterk og uppsveifluáhrifin og því verði hækkunar á hlutabréfaverði í kjölfar stýrivaxtahækkunar.

Grunnstefið í kenningu Modiglianis er að neytendur leitist við að dreifa neyslu sinni tiltölulega jafnt yfir ævina. Þeir taka lán snemma á ævinni til að mennta sig og koma undir sig fótunum, greiða lánið til baka er líður á ævina og leggja þá einnig fyrir til elliáranna. Einn mikilvægasti þáttur kenningarinnar er sá að lungi fjárhagslegs auðs einstaklinga sé samsettur úr verðbréfum af ýmsum toga. Þegar vaxtastig lækkar hækka verðgildi bréfanna og fjárhagslegur auður eykst sem að öðru óbreyttu stuðlar að aukinni neyslu.

Peningamagn og útlán

Breytingar á stýrivöxtum seðlabanka hafa áhrif á laust fé í hagkerfinu, en laust fé er skilgreint sem þær fjáreignir sem auðvelt er að skipta yfir í peninga með litlum

fyrirvara og bera lága eða enga vexti, sjá Þórarin G. Pétursson (2001). Við breytingar á stýrivöxtum breytist fórnarkostnaður þess að hafa laust fé; við hækkun þeirra verður dýrara að hafa laust fé undir höndum en að binda það í eignum sem bera vexti. Undir þessum kringumstæðum ætti laust fé í umferð að dragast saman. Þegar vextir lækka verður laust fé að sama skapi hlutfallslega ódýrara en það var fyrir lækkunina og því ætti lækkunin að auka magnið af lausu fé í umferð í hagkerfinu. Þessar breytingar á lausu fé í hagkerfinu geta síðan haft keðjuverkandi áhrif á víðara skilgreint peningamagn í umferð. Þessi áhrif eru þó óljós þar sem líklegt er að vextir á vaxtaberandi eignum muni þróast í samræmi við stýrivaxtabreytinguna. Áhrif fórnarkostnaðarins í þessu samhengi eru því óljós, en í gegnum verðlags-, tekju- og auðsáhrif eru líkur á því að peningamagn í umferð minnki við stýrivaxtahækkun, sjá Þórarin G. Pétursson (2001). Ef minnkun verður á peningamagni í umferð getur það leitt til minnkandi útlána, ekki eingöngu vegna hærri vaxtastigs heldur einnig í kjölfar minnkandi útlánagetu bankakerfisins.

Væntingar og trúverðugleiki

Væntingar eru þungamiðjan í þróun margra hagstærða og gegna þær þýðingarmiklu hlutverki í miðlunarferlinu, ekki hvað síst væntingar um verðbólgu og hagvöxt. Væntingarnar um þróun helstu hagstærða geta breyst á milli tímabila og því er mjög brýnt fyrir stjórnendur peningamála að átta sig á þeim væntingum sem eru ríkjandi hverju sinni.

Trúverðugleiki peningastefnunnar er samofinn væntingum. Þeim mun meiri sem trúverðugleiki seðlabankans er, og þar með peningastefnunnar, því meiri stjórn hefur seðlabankinn á væntingum almennings. Ef seðlabankar njóta mikils trúverðugleika í aðgerðum sínum í peningamálum, er líklegt að almenningur líti stýrivaxtabreytingar réttum augum og bregðist við þeim á þann hátt sem seðlabankinn býst við.

Gengi gjaldmiðla

Margir þættir ákvarða gengi gjaldmiðla og því er ekki hægt að segja með einföldum hætti hver áhrif stýrivaxtabreytinga seðlabanka eru á þróun gengis innlands gjaldmiðils. Miklar skammtímasveiflur einkenna gengi gjaldmiðla sem fljóta og eru stýrivaxtabreytingar hluti af þeim atriðum sem ákvarða þróun gengis þeirra. Samspil þessara áhrifaþátta skipta því miklu máli þegar áhrif stýrivaxtabreytinga á gengisþróun eru skoðuð. Ef óvænt stýrivaxtahækkun verður, án þess að aðrir óvæntir atburðir sem hafa áhrif á gengisþróun eigi sér stað, mun gengi innlands gjaldmiðils styrkjast. Það gerist vegna þess að vaxtahækkunin gerir kaup á innlendum skuldabréfum arðbærari. Aukinn áhugi á innlendri fjárfestingu veldur aukinni eftirspurn eftir innlenda gjaldmiðlinum en það styrkir gengi hans. Styrkingin heldur áfram þar til ónýtt hagnaðartækifæri hverfa en við slíkar aðstæður eru fjárfestar jafn vel settir hvort sem þeir fjárfesta innanlands eða erlendis. Þetta samspil stýrivaxta og gengisþróunar er kallað óvarið vaxtjafnvægi (e. *uncovered interest parity*). Þróun vaxta erlendis, verðbólga, vænt verðbólga og hagvöxtur hafa einnig áhrif á gengisþróun og því er það háð aðstæðum hverju sinni hvort og hversu mikið hækkun stýrivaxta styrkir gengið.

Áhrif á eftirspurn, inn- og útflutning

Eftir að stýrivaxtabreytingin hefur fundið sér leið eftir þessum fimm farvegum tekur hún að hafa áhrif á eftirspurn í hagkerfinu, bæði fyrirtækja og heimila. Peningamálastefnan getur einnig mótað ákvarðanatökur hins opinbera en máttur hennar ræðst fyrst og fremst af áhrifum á fyrirtæki og heimili. Það fer því mikið eftir því hvernig uppbygging fjármögnunar er hjá fyrirtækjum og heimilum í hverju ríki fyrir sig, hvernig áhrif vaxtabreytinga skila sér til þessara aðila. Ef mikill munur er á uppbyggingu fjármálakerfa ríkja er líklegt að einnig sé munur á miðlunarferlinu. Breytingar á markaðsvöxtum og eignaverði hafa þannig áhrif á útgjaldahegðun almennings. Við hækkun vaxta er eðlilegt að heimilin dragi úr útgjöldum og fresti því að taka lán til fjárfestinga. Ef t.d. húsnæðislánamarkaður er að miklu leyti byggður upp á skammtímalánum er mjög líklegt að vaxtabreytingar seðlabanka hafi mikil áhrif á fasteignamarkaðinn. Til að mynda er talið líklegt að stýrivaxtabreytingar hafi meiri áhrif í Bretlandi en í evrulöndum, einkum vegna hárra áhvílandi húsnæðislána í Bretlandi og þess hve lántakendur húsnæðislána eru næmir fyrir breytingum á vöxtum. Ef lánamarkaðurinn er tiltölulega aðgengilegur, og stór hluti fólks á sitt eigið húsnæði er líklegt að hækkun húsnæðisverðs muni leiða til þess að neysla aukist í kjölfarið vegna auðsáhrifa og hærra veðhlutfalls, sjá HM Treasury, (2003).

Í gegnum auðsáhrifin munu vaxtabreytingar seðlabanka og áhrif þeirra á hlutabréfaverð einnig hafa áhrif á neyslu. Ef vaxtabreytingarnar leiða af sér hækkunir á hlutabréfamarkaði hefur það að jafnaði hvetjandi áhrif á neyslu. Rannsóknir sýna þó að neysluaukningaráhrifin eru meiri af húsnæðishækkunum en hlutabréfahækkunum, einkum vegna þess að búist er við því að húsnæðishækkunin sé varanlegri en hækkunir á hlutabréfaverði, sjá Þórarin G. Pétursson (2001).

Breytingar á stýrivöxtum og meðfylgjandi breytingar á vaxtakjörum hafa vitaskuld einnig áhrif á lánakjör fyrirtækja. Fjármagnskostnaður fyrirtækja breytist við vaxtabreytingar; eykst við vaxtahækkunir og lækkar við vaxtalækkunir. Fyrirtæki hafa þó annan kost í fjármögnunarleiðum en að taka bankalán, einkum þó stór fyrirtæki sem skráð eru á hlutabréfamarkað eða eiga möguleika á að komast á slíkan markað. Þau geta gefið út hlutabréf eða skuldabréf til að verða sér út um rekstrarfé í stað þess að taka hefðbundin bankalán. Áhrif vaxtabreytinga á fjárfestingaákvarðanir fyrirtækja ráðast einnig af því hversu alþjóðavætt hagkerfið er og þar með hversu góðan aðgang innlend fyrirtæki hafa að erlendum lánamörkuðum.

Áhrif gengisbreytinga

Breytingar á gengi innlands gjaldmiðils í kjölfar stýrivaxtabreytinga geta haft áhrif á hlutfallslegt verð innlendrar og erlendrar vöru. Þegar innlendi gjaldmiðilinn styrkist hækka útflutningsvörur í verði en það leiðir til minni eftirspurnar eftir þeim á erlendum mörkuðum. Innfluttar vörur lækka aftur á móti og því eykst eftirspurn eftir þeim. Margar rannsóknir hafa verið gerðar til þess að skoða þann þátt miðlunarferlisins sem snýr að tengslum gengisbreytinga við breytingar á innflutnings- og útflutningsverðlagi.

Í þessu samhengi skiptir máli hversu auðvelt og fýsilegt það er fyrir innflytjendur og útflytjendur að velta gengisbreytingum út í verðlag. Enda þótt það sé í mörgum tilvikum óhjákvæmilegt fyrir seljendur að velta gengisbreytingum út í verðlag getur einnig komið til álita fyrir þá að taka á sig gengisbreytingarnar og haldi óbreyttu verði.

Nýlegar rannsóknir gefa til kynna að miðlun gengisbreytinga út í verðlag fari minnkandi, sjá Taylor (2000c), og ekki sé eins auðvelt fyrir seljendur vöru að velta breytingum á gengi innlands gjaldmiðils út í verðlag. Þessi aukna tregða hefur m.a. verið rakin til minna vægis hráefnis og eldsneytis í innflutningi, sjá Campa og Goldberg (2002) og Otani, Shiratsuka og Shirota (2003).

Gengisþróunin getur einnig haft áhrif á eignir og skuldir í hagkerfinu. Hluti eigna og skulda heimila og fyrirtækja er í erlendri mynt og munu breytingar á gengi innlenda gjaldmiðilsins – hvort heldur er um styrkingu eða veikingu að ræða – hafa bein áhrif á virði þessara eigna og skulda. Hækkað gengi innlenda gjaldmiðilsins bætir til að mynda stöðu þeirra sem bera skuldir í erlendri mynt en lækkun gerir stöðu þeirra verri.

Framleiðsla og verðbólga

Áhrif breytinga á heildareftirspurn á framleiðslu ráðast af ýmsum þáttum, einkum hversu tregbreytanlegt verð og nafnlaun eru í hagkerfinu, en þessi tregbreytanleiki er misjafn milli ríkja. Fullur sveigjanleiki myndi leiða til þess að breytingu í eftirspurn yrði samstundis svarað með breyttu verði og áhrif á framleiðslumagn yrðu þá engin. En tregbreytanleiki þessara stærða er staðreynd og þess vegna munu breytingar í heildareftirspurn leiða til breytinga í framleiðslu. Stýrivaxtahækkun leiðir því að öðru óbreyttu til samdráttar í heildareftirspurn fyrir áhrif hækkananna á útgjaldaákvæðanir heimila og fyrirtækja eins og fjallað hefur verið um. Þannig myndu stýrivaxtalækkunir auka heildareftirspurn og ýta þar með undir þenslu. Breytingar á heildareftirspurn hafa síðan bein áhrif á innlenda verðbólgu.

Ástandið í hagkerfinu, þ.e. hvort til staðar er slaki eður ei, skiptir meginmáli fyrir áhrif eftirspurnarbreytinga á framleiðslu. Ef framleiðsla er undir mögulegri framleiðslugetu myndi verð væntanlega lækka mun minna en ef framleiðsluspenna væri til staðar í hagkerfinu og skapa því minni verðbólguþrýsting en ella. Þegar framleiðsluspenna er til staðar í hagkerfinu og eftirspurn fer vaxandi er líklegt að slíkt auki verðbólguþrýsting í kjölfarið.

7.6 Hvað er ólíkt á Íslandi?

Miðlunarferli peningastefnunnar er flókið hvort heldur er fræðilega eða í raunveruleikanum. Þegar til langs tíma er litið hafa peningastærðir lítil áhrif á það hvernig framleiðslan þróast – hún markast af raunstærðum eins og menntun, tækni,

fjárfestingu og alþjóðaviðskiptum.¹²⁶ Peningamálastjórnin hefur aftur á móti áhrif til skamms og meðallangs tíma vegna þeirra áhrifa sem hún hefur á verð og laun. Full ástæða er til að ætla að vaxtabreytingar hafi sums staðar í miðlunarferlinu meiri áhrif á Íslandi en í Evrópu, svo sem áhrif á gengi, en að önnur vaxtaáhrif séu ekki eins sterk. Þær miðlunarleiðir sem hugsanlega eru öru vísi á Íslandi en í Evrópu eru.¹²⁷

- i) Tengsl stýrivaxtabreytinga seðlabanka og skammtímavaxta hafa reynst veikari á Íslandi en í mörgum öðrum ríkjum, sjá Jón Steinsson (2004). Samband skammtíma- og langtímavaxta hér á landi er einnig flóknara vegna þeirrar sérstöðu lánamarkaðarins sem felst í því að mikill meirihluti langtímalána er verðtryggður. Seðlabanki Íslands á því erfiðara með að stýra eftirspurn og verðbólgu í hagkerfinu með stýrivaxtabreytingum sínum en gengur og gerist á meginlandinu.
- ii) Neysluáhrif vegna breytinga á fjármálalegum eignum eru sennilega meiri hér á landi en í stóru evrulöndunum vegna hinna miklu eigna lífeyrissjóðanna en eignir þeirra námu um 120% að landsframleiðslunni um mitt ár 2005. Hins ber þó að gæta að eignir sérhvers einstaklings eru bundnar til eftirlaunaáranna þannig að þessi áhrif eru sennilega óveruleg.
- iii) Samkvæmt fræðunum endurspegla langtímavextir meðaltal væntra skammtímavaxta. Verðtrygging lána hér á landi leiðir hins vegar til þess að langtímaraunvextir eru ekki eins næmir fyrir breytingum á skammtímavöxtum og ella. Því til viðbótar er fyrirkomulag húsnæðislána þannig hér á landi að nær öll veðlán til húsnæðiskaupa bera fasta raunvexti og breytist raunvaxtabyrðin því ekki yfir hagsveifluna. Vaxtabreytingar seðlabanka virka því að öllum líkindum verr á vexti langtímalána hérlendis en á meginlandi Evrópu.
- iv) Miklar skuldir heimilanna og einkafyrirtækja gera það að verkum að peningastefnan hefur mikil áhrif á óverðtryggða hluta lánanna sem leiðir til þess að vaxtabyrði þess hluta lánanna er næmur fyrir vaxtabreytingum. Mikil skuldsetning þyngir því vaxtabyrðina sennilega meira hér á landi en í Evrópu.
- v) Hlutfallslega miklar erlendar skuldir Íslendinga leiða til þess að ef vaxtamunur við útlönd breytist í kjölfar breytinga á peningastefnunni þá breytist höfuðstóll skuldanna í takti við peningastefnuna. Gengisleiðin virkar því vel á þá sem skulda umtalsvert í erlendum gjaldmiðlum.
- vi) Hlutur þjónustu í landsframleiðslunni á Íslandi er hár miðað við á meginlandi Evrópu. Peningamálastefnan hefur sennilega meiri áhrif á fjárfestingu í framleiðslugreinum en í þjónustu og því ættu breytingar á vöxtum að hafa minni áhrif hér á landi.
- vii) Ef verð og laun eru fullkomlega sveigjanleg hefur peningastefnan engin áhrif á framleiðsluna – þetta er kallað hlutleysi peninga. Íslenskur vinnumarkaður

¹²⁶ Reyndar sýna rannsóknir að viðvarandi há verðbólga leiðir til minni hagvaxtar en lág og stöðug verðbólga, sjá Tryggva Þór Herbertsson og Þorvald Gylfason (2001).

¹²⁷ Þessi undirkafla styðst við skýrslu: HM Treasury (2003b).

virðist að mörgu leyti vera sveigjanlegri en gengur og gerist á meginlandinu, en því minni sem sveigjanleikinn er því meiri verða áhrif peningamálastefnunnar.

Hversu næmt íslenska hagkerfið er fyrir aðgerðum seðlabanka í samanburði við þjóðir evrusvæðisins er háð því hver samanlögð áhrif ofangreindra liða eru. Til að leggja mat á það þyrfti að gefa hverjum og einum liðanna vægi í samhengi við mikilvægi þeirra í miðlunarferlinu en slíkt er ógjörningur. Einnig ber að hafa í huga að myndin, sem er dregin upp hér, er kyrrstæð að því leyti að hún endurspeglar miðlunarferlið án aðildar að myntbandalagi en auðvitað myndi íslenska miðlunarferlið þróast í átt að því sem gerist í stóru evrulöndunum ef evran yrði tekin upp hér á landi. Til að mynda myndi gengisleiðin verða allt önnur við upptöku evrunnar en hún er einmitt sá hluti miðlunarferlisins sem mest er horft til á hér á landi og sá farvegur sem vaxtabreytingar renna hraðast eftir miðað við Evrópu.

7.7 Niðurstöður

Við mat á því hver sé hagkvæmasta peningastefna fyrir tiltekið land er óhjákvæmilegt að líta til fjármála hins opinbera og hvaða hlutverki fjármálastefnan gegnir í að styðja við peningamálastefnuna – hvernig stefnublöndunni er háttað. Þannig er t.d. ljóst að ef land fórnar mynt sinni og tekur upp sameiginlega peningamálastefnu með öðrum þjóðum þá færast hagstjórnarbyrðin af seðlabanka yfir á ríkisfjármálin. Fjármálaaðgerðir þykja aftur á móti nokkuð svifaseinar, einkum vegna þess hve langan tíma getur tekið að hrinda þeim í framkvæmd og hagstjórnin líður fyrir það ef slíkum aðgerðum er beitt í auknum mæli í stað peningamálaaðgerða. Möguleikarnir til að hafa áhrif á hagsveifluna eru því minni en ef land hefur yfir sinni eigin peningamálastefnu að ráða.

Stungið hefur verið upp á fjármálareglu þar sem útgjöld hins opinbera yrðu látin vaxa um sem nemur langtímavexti framleiðni. Þannig yrði hið opinbera rekið með halla í kreppu en afgangi í góðæri. Hlutfall hins opinbera í landsframleiðslunni héldist hins vegar stöðugt til langs tíma litið. Sýnt hefur verið fram á að ef þessari stefnu hefði verið fylgt í opinberum fjármálum á Íslandi árin 1964–2001 hefðu hagsveiflur á Íslandi á tímabilinu 1978–2001 orðið allt að þriðjung minni en raun varð á. Niðurstöðurnar gefa einnig til kynna að fjármálastefnan styðji mun betur við peningamálastjórnina ef reglunni er fylgt og að ekki þyrfti að stunda jafn harða peningamálastjórn og ef hennar nyti ekki við – vextir seðlabanka gætu því að öðru jöfnu verið stöðugri.

Sýnt er fram að lækka mætti stýrivexti um allt að 0,7 prósentustig með því að lækka ríkisútgjöld um 8,8 milljarða króna miðað við forsendur um rekstur ríkissjóðs árið 2005.

Raungengi og verðbólga geta – þrátt fyrir að lönd séu í myntbandalagi – verið mjög

ólík á milli landa. En miðlunarferli peningastefnunnar getur einnig verið misjafnt og sá mismunur getur skapað óstöðugleika. Þegar velt er vöngum yfir hugsanlegri aðild Íslands að myntsamstarfi er mikilvægt að kanna hvort hin sameiginlega peningamálastefna komi að einhverju leyti fram á annan hátt á Íslandi en í hinum myntsamstarfslöndunum. Ef áhrif stýrivaxtahækkana á framleiðsluspennu og verðbólgu eru lengur – eða skemur – að koma fram á Íslandi en í öðrum Evrópulöndum getur sá munur á tímatöfum leitt til þess að íslenska hagsveiflan verði úr takt við hagsveiflu annarra landa en framleiðsla og verðbólga orðið sveiflukenndari en í öðrum ríkjum myntsamstarfsins.

Miðlunarferli peningastefnunnar er flókið hvort heldur er fræðilega eða í raunveruleikanum. Þegar til langs tíma er lítið hafa peningastærðir lítil áhrif á það hvernig framleiðslan þróast – hún markast af raunstærðum eins og menntun, tækni, fjárfestingu og alþjóðaviðskiptum. Peningamálastjórnin hefur aftur á móti áhrif til skamms og meðallangs tíma vegna þeirra áhrifa sem hún hefur á verð og laun. Full ástæða er til að ætla að vaxtabreytingar hafi sums staðar í miðlunarferlinu meiri áhrif á Íslandi en í Evrópu, svo sem áhrif á gengi, en að önnur vaxtaáhrif séu ekki eins sterk.

Meginniðurstaða þessa kafla er að með því að taka upp fastgengisstefnu þá hverfur um leið það tæki sem þjónað hefur Íslendingum í að aðlaga hagkerfi sitt undanfarin ár – nafngengi krónunnar. Þessu þarf þó ekki að fylgja kostnaður ef önnur tæki, svo sem sveigjanlegur vinnumarkaður og ríkisfjármál ná að fylla skarð gengisins. Eins og fjallað er um í sjötta kafla er sú ekki raunin hvað varðar vinnumarkað.

Heimildaskrá

- Agénor, P.R. (2001), Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts. *Policy Research Working Paper Series 2699*, The World Bank.
- Aggarwal, R., Klapper, L. og Wysocki, P.D. (2003), Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors. *Policy Research Working Paper Series 3101*. The World Bank.
- Alþingi. Ræða Steingríms Hermannssonar forsætisráðherra 19.11.1984. www.althingi.is.
- Alþýðusamband Íslands (2003), „Hagræðing með samfélagslegri ábyrgð.” Gylfi Arnbjörnsson forseti ASÍ. Tekið af heimasíðu ASÍ: http://www.asi.is/default.asp?cat_id=32&module_id=220&element_id=1799.
- Alþýðusamband Íslands. www.asi.is.
- Andersen, T og Tryggvi Þór Herbertsson (2005), „Measuring Globalization,” *Applied Economics* 37, nr. 10, júní, bls. 1089-1098.
- Andersen, T. (2000), „International Integration, Risk, and the Welfare State,” *EPRU Working Paper, nr. 2000-02*.
- Arnór Sighvatsson, Már Guðmundsson og Þórarinn G. Pétursson (2001), „Val á hagkvæmstu gengisstefnu fyrir Ísland,” *Fjármálatíðindi*, 48. árgangur síðara hefti 2001. Seðlabanki Íslands.
- Arnór Sighvatsson (2004), „Hagkvæmt gjaldeyrissvæði: Hversu smátt er of smátt?” *Fjármálatíðindi*, 51. árgangur.
- Axel Hall og Tryggvi Þór Herbertsson (2003), *Monetary Transmission and Monitoring of the Real Economy in Uganda*. Skýrsla til seðlabankastjóra Uganda.
- Árni D. Júlíusson, Jón Ó. Ísberg og Helgi S. Kjartansson (ritstj.) (1992), *Íslenskur Söguatlas: Frá 18.öld til fullveldis*. Reykjavík: Iðunn.
- Ásgeir Daníelsson (2001), „Hlutverk sjávarútvegs í tekjumyndun á Íslandi,” *Fjármálatíðindi*, 48. árgangur.
- Ásgeir Jónsson (2000a), „Monetary Policy in Small Open Economies,” óbirt doktorsritgerð.
- Ásgeir Jónsson (2000b), „Þorskurinn, krónan og framtíðin,” *Vísbending*, 28.apríl 2000.
- Ásgeir Jónsson og Sigurður Jóhannesson (2002), *Sveigjanleiki á vinnumarkaði og upptaka evrunnar*, skýrsla unnin fyrir Samtök atvinnulífsins.

- Bacchetta, P. og van Wincoop, E. (2000), „Does Exchange-Rate Stability Increase Trade and Welfare?” *American Economic Review*, 90(5), bls. 1093-1109.
- Balassa, B. (1964), „The Purchasing-Power-Parity Doctrine: A Reappraisal,” *Journal of Political Economy* 72, desember, bls. 584-596.
- Bank for International Settlements, BIS (2005), BIS 75th Annual report, s.16-20.
- Bartram, S.M. og Dufey, G. (2001), „International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework,” *Economics Working Paper Archive* at WUSTL.
- Bernanke, B. og Gertler, M. (2001), „Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?,” *American Economic Review*, 2001, bls. 253-257.
- Bernanke, B. S. (2004), „Money, Gold and the Great Depression,” Remarks at the H. Parker Willis Lecture in Economic Policy. www.federalreserve.gov.
- Bewley, T. (1999), „Why Wages Don't Fall During a Recession”, *Harvard University Press*, 6, bls. 16-41.
- Bhagwati, J.N. og Srinivasan, T.N. (1984), *Lectures on International Trade*, London: MIT Press.
- Blanchard, O. og Diamond, P. (1990). „The Beveridge Curve,” *NBER Working Paper*
- Blanchard, O. (2004), „A Macroeconomic Survey of Europe,” *handrit*.
- Bordo, M. J. (2003), „Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective,” Paper prepared for the Henry Thornton Lecture at the Cass Business School, City University, London, England, March 26, 2003.
- Breedon, F. og Þórarinn G. Pétursson (2004), „Lífið utan EMU: Er krónan viðskiptahindrun?,” *Fjármálatíðindi* 51. árg. 2. tbl.
- Buiter, Willem H. (2000), „Is Iceland an Optimal Currency Area?” í *Macroeconomic Policy, Iceland in an Era of Global Integration*, bls. 33-56, Reykjavík, Háskólaútgáfan.
- Calmfors, L. og Driffill, J. (1988), „Centralization of Wage Bargaining,” *Economic Policy*.
- Calvo, G (2000), „The Case for Hard Pegs in the Brave New World of Global Finance,” <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecpn10.pdf>.
- Calvo, G. (1998), „Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops,” *Journal of Applied Economics*.
- Campa, J. og L. Goldberg (2002), „Exchange Rate Pass-through into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon?” *NBER Working Paper* nr. 8934.
- Chakrabarti, R. og Scholnick, B. (2002), „Exchange Rate Regimes and Foreign Direct Investment Flows,” *Weltwirtschaftliches Archiv*. 138 (1): bls. 1-21.

- Clark, A. og Oswald, A. (2003), „A Simple Statistical Method for Measuring How Life Events affect Happiness,” *International Journal of Epidemiology* 31 (6), bls. 1139-1144.
- Danthine, J.P., Giavazzi, F. og von Thadden, E.L. (2000), „European Financial Markets After EMU: A First Assessment,” *NBER Working Papers* 8044.
- Decressin, J. og Fatas, A. (1995), „Regional Labor Market Dynamics in Europe,” *European Economic Review* 39 (9), bls. 1627-1655.
- Demers, M. (1991), „Investment Under Uncertainty, Irreversibility and the Arrival of Information Over Time,” *Review of Economic Studies*, 58, pp.333-50.
- Edwards, S. og Igal, M. (2003), „Strict Dollarization and Economic Performance: an Empirical Investigation,” *NBER Working Papers* nr. 9820.
- Edwards, S. og Yeyati, Eduardo Levy (2004), „Flexible exchange rates as shock absorbers,” *European Economic Review* 49, bls. 2079-2105.
- Edwards, S. (2004), „Financial Openness, Sudden Stops and Current Account Reversals,” *NBER Working Papers* 10277.
- Edwards, S. og Yeyati, E.L. (2005), „Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers,” *European Economic Review*, 49, 2005, bls. 2079-2105.
- Ehrmann, M. og Frazscher, M. (2002), „Interdependence Between the Euro Area and the US: What Role for EMU?,” *Working paper series 200*, European Central Bank.
- Fjármálaráðuneytið (2005), *Þjóðarbúskapurinn*, hausskýrsla 2005: Þjóðhagsspá fyrir árin 2005-2010. Reykjavík: fjármálaráðuneytið.
- Frankel, J.A. og Rose A.K. (1998), „The endogeneity of the optimum currency area criterion,” *Economic Journal*, 108, bls.1009-1025.
- Frankel, J. A. (1999), „No Single Currency Regime is right for all countries or all times,” *NBER Working Papers* nr.7338.
- Frankel, J.A. og Romer, D. (1999), „Does Trade Cause Growth?,” *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 89(3), pages 379-399.
- Frankel J.A. og Rose, A.K. (2002), „The Effect of Common Currence on Trade and Income,” *Quarterly Journal of Economics*, maí.
- Friedman, M. (1953), „The case for flexible exchange rates,” í *Essays of Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago.
- Furman, J. og Stiglitz, J. (1999), *Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia*, Brookings Papers on Economic Activity, 2, Brookings Institution, Washington, DC.

- Galati, G. og Tsatsaronis, K. (2003), „The Impact of the Euro on Europe's Financial Markets,” *Financial Markets, Institutions, and Instruments*, 12 (August), bls. 165-221. BIS (2005).
- Galgau, O. og Sekkat, K. (2004), „The Impact of the Single Market on Foreign Direct Investment in the European Union,” Michelis, L. og Lovewell, M Toronto (eds.) í *Exchange Rates, Economic Integration and the International Economy*. Edited by: APF Press.
- Gali, J. og Monacelli, T. (2004), „Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy,” *Journal of Economic Literature*.
- Glick, R. og Rose, A.K. (2002), „Does a currency union affect trade? The time-series evidence,” *European Economic Review*, Elsevier, vol. 46(6), pages 1125-1151.
- Goldberg, L.S. og Kolstad, C.D. (1995), „Foreign Direct Investment, Exchange Rate Variability, and Demand Uncertainty,” *International Economic Review*. 36 (4): 855-873.
- Guðmundur Guðmundsson (2002), „Samband verðbólgu við laun og innflutningsverð,” *Fjármálatíðindi*, síðara hefti, bls. 23-34.
- Guðmundur Magnússon (1992), *Peningar og gengi*, Reykjavík, Hagfræðistofnun Háskóla Íslands.
- Gústav Sigurðsson, Gylfi Zoega, Marta G. Skúladóttir og Tryggvi Þór Herbertsson (2000), *Velferð og viðskipti: um eðli og orsakir viðskiptahalla*, haustskýrsla Hagfræðistofnunar 2000. Reykjavík: Hagfræðistofnun Háskóla Íslands.
- Gylfi Zoega og Tryggvi Þór Herbertsson (1999), „Trade Surpluses and Life-cycle Saving Behaviour,” *Economics Letters* 65, nr. 2, bls. 227-237.
- Gylfi Zoega, Marta Skúladóttir og Tryggvi Þór Herbertsson (2000), „Hollenska veikin,” *Fjármálatíðindi*, 47. árgangur.
- Gylfi Zoega og Marta Skúladóttir (2002). „Maður er manns gaman: Hugleiðingar um búferlaflutninga á Íslandi,” *Fjármálatíðindi*, 49. árgangur, fyrra hefti, bls. 3-17.
- Gylfi Zoega og Þorlákur Karlsson (2005), „Um réttlæti og uppsagnir,” *Rannsóknir í félagsvísindum*.
- Hagfræðistofnun Háskóla Íslands (2003), „Áhrif rýmri veðheimilda Íbúðarlánasjóðs á húsnæðisverð og hagstjórn,” *Contractual Research Reports*, C03:06
- Hagstofa Íslands. Ýmis gögn sótt af vefsíðunni www.hagstofa.is.
- Halldór Benjamín Þorbergsson og Tryggvi Þór Herbertsson (2005), *Hagstjórn*, Háskólaútgáfan, væntanleg.
- Harpa Guðnadóttir (2005), *Verðból gumarkmið við peningamálastjórn: reynsla nokkurra OECD ríkja*, MS ritgerð í hagfræði við Háskóla Íslands.
- Hau, H. og Rey, H. (2003), „Exchange Rates, Equity Prices and Capital Flows”, *CEPR Discussion Papers 3735*, C.E.P.R. Discussion Papers.

- Helga Kristjánsdóttir (2004), *Determinants of Exports and Foreign Direct Investment in a Small Open Economy*, doktorsritgerð við viðskipta- og hagfræðideild.
- HM Treasury (2003a), *EMU and business sectors*. HM Treasury.
- HM Treasury (2003b), *EMU and the Monetary Transmission Mechanism*. HM Treasury.
- HM Treasury (2003c), *Fiscal Stabilisation and EMU*. HM Treasury.
- Hoeller, P., Giorno, C. og Maisonneuve, C. (2002), „Overheating in Small Euro Area Economies: Should Fiscal Policy React?” *OECD Economics Department Working Paper nr. 323*.
- Iðnaðar- og viðskiptaráðuneyti (1995), *Tengsl iðnaðar og sjávarútvegs, iðnaðar- og viðskiptaráðuneytið*, rit nr. 95-5.
- Ingólfur Bender og Rowthorn, R.E. (1998), „De-industrialization: The case of Iceland,” ESRC Centre for Business Research Department of Applied Economics University of Cambridge, *Working Paper Series WP94*.
- Ingram, D. (1965), *The Communist Economic Challenge*, George Allen and Unwin Ltd.
- IMF-International Monetary Fund (2005). Heimasíða IMF:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/aa01.htm>
- Jón Steinsson (2004), „Stjórnþæki peningamála og skilvirkni peningamarkaðarins,” *Peningamál*, nr. 3. Seðlabanki Íslands, bls. 66-76.
- Keynes, J.M. (1951), „The Return to the Gold Standard”, *Essays in Persuasion*. London: Rupert Hart-Davis.
- Kydland, F. E. og Prescott, E. C. (1977), „Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans,” *Journal of Political Economy* 85, júlí, bls. 473-492.
- Leitemo og Röisland (2000), „The Choice of Monetary Policy Regime for Small Open Economies,” *Arbeidsnotat*. Norges Bank.
- Levine, D.K. og Zame, W. (2001), „Does Market Incompleteness Matter,” *Levine's Working Paper Archive 78*, UCLA Department of Economics.
- Lindbeck, A. og Snower, D. (2000), „Multitask Learning and the Reorganization of Work: From Tayloristic to Holistic Organization,” *Journal of Labor Economics* 18 (3), bls 353-376.
- Lothian, J. R. og McCarthy, C. (2002), „Real Exchange-Rate Behaviour under Fixed and Floating Exchange Rate Regimes,” *The Manchester School* 70, nr. 2, mars, bls. 229-245.
- Lýður Björnsson (2005), *Saga Verslunar á Íslandi*, 2 útgáfa. Viðskiptaráðuneytið.

- Marías H. Gestsson og Tryggvi Þór Herbertsson (2003), „Einföld fjármálaregla,” *Hagmál* 42, tímarit hagfræðinema.
- Marías H. Gestsson og Tryggvi Þór Herbertsson (2004), „Modern Demand Management,” í Guðmundur Magnússon and Jesper Jespersen (ritstj.), *Keynes's General Theory and Current Views: Methodology, Institutions, and Policies*, (bls. 111-118). Reykjavík: Háskólaútgáfan.
- Már Guðmundsson og Tryggvi B. Davíðsson (2000), „Iceland's Experience of Financial Instability in Recent Decades,” Már Guðmundsson, Tryggvi Þór Herbertsson og Gylfi Zoega (ritstj.) í *Macroeconomics Policy, Iceland in an Era of Global Integration*,” Reykjavík, Háskólaútgáfan.
- Már Guðmundsson, Tryggvi Þór Herbertsson og Gylfi Zoega (ritstjórar) (2000), *Macroeconomics Policy, Iceland in an Era of Global Integration*, Reykjavík, Háskólaútgáfan.
- Már Guðmundsson, Þórarinn G. Pétursson og Arnór Sighvatsson (2000), „Optimal Exchange Policy: The Case of Iceland”, Már Guðmundsson, Tryggvi Þór Herbertsson og Gylfi Zoega (ritstjórar) (2000), *Macroeconomics Policy, Iceland in an Era of Global Integration*,” Reykjavík, Háskólaútgáfan.
- McCallum, Bennett (2001), „Inflation Targeting and the Liquidity Trap,” *NBER Working Paper* nr. 8225.
- Meade, J. (1951), *The Theory of International Economic Policy*, Oxford, Oxford University Press.
- Messerlin, P.A. (1999), „The Costs of Protection in Europe,” *Institute for International Economics*, Washington.
- Micco, A., Stein, E. og Ordonez, G. (2003), „The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU,” *Economic Policy* 37, 315-356.
- Michael M. (2004), „Exchange Rate Adjustments Needed to Reduce Global Payments Imbalance,” C.F. Bergsten og J. Williamson (ritstj.) í *Dollar Adjustment: How Far? Against What?*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Mihailov, A. (2003), „When and How Much Does a Peg Increase Trade? The Role of Trade Costs and Import Demand Elasticity under Monetary Uncertainty,” *Economics Discussion Papers* 567, University of Essex, Department of Economics.
- Mishkin, Frederic S. (1996), „Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective,” *NBER Working Paper*, nr. W5600.
- Mundell, R. A. (1961), „A theory of optimum currency areas”, *American Economic Review*, 51, bls. 657-675.
- Mundell, Robert A. (2000), „Currency Areas, Exchange Rate Systems and International Monetary Reform”, *Journal of Applied Economics*, bls. 217-256.

- Nickel (2003), "Labour Market Institutions and Unemployment in OECD Countries," *CESifo DICE Report* 2/2003 18 Forum.
- OECD (1994), *The OECD Jobs Study, Facts, Analysis, Strategies*. OECD.
- OECD. Ýmis gögn sótt af vefsíðunni www.OECD.org.
- Oswald, A. (1999), „The Housing Market and Europe’s Unemployment: A Non-Technical Paper,” vinnupappír, Warwick University (<http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/economics/staff/faculty/oswald/homesnt.pdf>).
- Otani, A., Shiratsuka, S., Shiota, T. (2005), „Revisiting the Decline in the Exchange Rate Pass-through: Further Evidence from Japan’s Import Prices,” *IMES Discussion Paper Series*, Bank of Japan, bls. 1-15.
- Perotti, R. (2004), „Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries,” óbirt ritgerð.
- Persson, T. (2001), *Currency Unions and Trade: How Large Is the Treatment Effect?* Presented at the Economic Policy panel meeting in Stockholm, 6-7 April 2001, forthcoming in *Economic Policy: A European Forum*.
- Phelps, E. (1972), *Inflation Policy and Unemployment Theory*, W W Norton.
- Ragnar Árnason (2003), „Uptaka evru og vextir á Íslandi,” Hagfræðistofnun Háskóla Íslands, Research reports, R03:05.
- Rivaloi, P. og Salori, E. (1996), „Foreign Direct Investment under Uncertainty,” *Journal of Business Studies*. Second Quarter: 335-357.
- Rodrik, D. (1997), *Has Globalization Gone too Far?*, Institute for International Economics, Washington.
- Rodrik, D. (1998), „Why do More Open Economies have Bigger Governments,” *Journal of Political Economy* 106, bls. 997-1032.
- Rose, A.K. (2000), „Do Currency Unions Increase Trade? A “Gravity” Approach,” *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Russ, K.N. (2004a), „Exchange Rate Regimes and Foreign Direct Investment”. Leo Michelis and Mark Lovewell (eds.) í *Exchange Rates, Economic Integration and the International Economy* .Toronto: APF Press.
- Samtök atvinnulífsins. www.sa.is.
- Samuelson, P. (1964), „Theoretical Notes on Trade Problems,” *Review of Economics and Statistics* 46, bls. 145-154.
- Schuler, K. (2001), „Introduction to Currency Boards” sjá <http://users.erols.com/kurrency/intro.htm>.
- Schuler, K. (2005), „Some Theory and History of Dollarization” *Cato Journal*, vol. 25, nr.1.

- Seðlabanki Íslands (1997), *Efnahags- og myntbandalag Evrópu – EMU*. Seðlabanki Íslands, Sérít 2.
- Seðlabanki Íslands (2005), *Peningamál*, september 2005.
- Seðlabanki Íslands. Ýmis gögn sótt af vefsíðunni www.seðlabanki.is.
- Stiglitz, J. og Weiss, A. (1981), „Credit Rationing in Markets with Imperfect Information,” *American Economic Review* 71 (3), bls. 393-410.
- Stiglitz, J. E. (2001), „Monetary and Exchange Rate Policy in Small Open Economies: the Case of Iceland,” Seðlabanki Íslands, Working Papers, nr. 15.
- Sung, H. og Lapan, H.E. (2000), „Strategic Foreign Direct Investment and Exchange-Rate Uncertainty”, *International Economic Review*, Department of Economics, University of Pennsylvania and Osaka University Institute of Social and Economic Research Association, 41(2), bls. 411-23.
- Sutton, J. (1981), *Sunk Costs and Market Structure: Price Competition, Advertising and the Evolution of Concentration*, Cambridge, MA, MIT Press.
- Sveinn Agnarsson, Axel Hall, Tryggvi Þór Herbertsson, Sigurður Ingólfsson, Gylfi Magnússon og Gylfi Zoega (1999), „EMU and the Icelandic labour market,” Seðlabanki Íslands, Working Papers, nr. 3.
- Taylor, J. B. (2000a), „The Policy Rule Mix: A Macroeconomic Policy Evaluation,” Guillermo Calvo, Rudi Dornbusch and Maurice Obstfeld (eds.), í *Money, Capital Mobility and Trade, Essays in Honor of Robert Mundell*, MIT Press.
- Taylor, J. B. (2000b), „Reassessing Discretionary Fiscal Policy,” *Journal of Economic Perspectives* 14, No. 3, bls. 21 – 36.
- Taylor, J. B. (2000c), „Low Inflation, Pass-Through, and the Pricing Power of Firms,” *European Economic Review* 44, bls. 1389-1408.
- Tór Einarsson (2002), „Small Open Economy Model With Domestic Resource Shocks: Monetary Unions vs. Floating Exchange Rate,” Seðlabanki Íslands, Working Papers, nr. 18.
- Tryggvi Þór Herbertsson og Þorvaldur Gylfason (2001), „Does Inflation Matter for Growth?,” *Japan and the World Economy* 13, nr. 4, desember, bls. 405-428.
- Tryggvi Þór Herbertsson (2002), „Argentína – hvað fór úrskeiðis?” *Vísbinding*, febrúar.
- Vinnumálastofnun. gögn sótt af vefsíðunni www.vinnumalastofnun.is.
- Wilfred, E. (1973), „International Trade and the Forward Exchange Market”. *American Economic Review*, 63(3), bls. 494-503.
- World Trade Organisation. Ýmis gögn sótt af vefsíðunni www.wto.org.
- Wyplosz, C. (2002), „A Better Way to Balance Budgets,” *Financial Times*, 4. desember 2002.

- Zhang, L.H. (2001), „Did European Integration Attract More Foreign Direct Investment Inflows?” *Mimeo*, Johns Hopkins University.
- Þjóðhagsstofnun. Ýmis gögn sótt af vefsíðunni www.ths.is.
- Þorvaldur Gylfason, Tryggvi Þór Herbertsson og Gylfi Zoega (1999), „A mixed blessing: Natural resources and economic growth,” *Macroeconomic Dynamics* 3, bls. 204-225.
- Þorvaldur Gylfason (2001), „Á gengið að vera fast eða fljóta”, *Fjármálatíðindi*, 48.árgangur, síðara hefti 2001. Seðlabanki Íslands.
- Þorvaldur Gylfason (2002), „Natural Resources and Economic Growth: What is the Connection?” Stephan von Cramon-Taubadel og Iryna Akimova (eds.) í bókinni *Fostering Sustainable Growth in Ukraine*. Physica-Verlag (dótturforlag Springer-Verlag), Heidelberg og New York.
- Þórarinn G. Pétursson (2001), „Miðlunarferli peningastefnunnar,” *Peningamál*, nr. 4, Seðlabanki Íslands, bls. 59-74.
- Þórarinn G. Pétursson (2002), „Verð- og launamyndun í litlu opnu hagkerfi,” *Fjármálatíðindi*, síðara hefti, bls. 3-22.
- Þorvarðar Tjörva Ólafssonar (2005), „Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum,” *Peningamál*, 25. rit desember.

Viðauki A

Til að meta áhrif gengisflökts á magn inn- og útflutnings í fimmta kafla eru notuð ársfjórðungsleg gögn frá árinu 1999. Gögn um breytingu á magni innflutnings og útflutnings milli ársfjórðunga eru fengin hjá Hagstofu Íslands og gögn um gengisvísitölu íslensku krónunnar hjá Seðlabanka Íslands.

Í fyrra líkaninu eru metin áhrif breytingar sem gengi krónunnar hefði í för með sér á magn innflutnings. Með rannsókn á tímaröð magnvísitölu innflutnings má draga þá ályktun að röðin sé AR(1). Einnig fæst sú niðurstaða með auknu Dickey-Fuller-prófi (e. *augmented Dickey-Fuller test*) að röðin sé I(2). Gengisvísitalan virðist hins vegar vera I(1). Bætt er inn gervibreytu fyrir upptöku verðbólguþröngunar Seðlabanka Íslands. Niðurstöður líkansins má sjá í töflu A.1.

Tafla A.1 Niðurstöður tölfræðimats á áhrifum gengisflökts á magnvísitölu innflutnings 1999–2005.

Óháðu breyturnar	Háða breytan D^2 (innflutningur)			
	Stuðull	Staðalfrávik	t-gildi	Líkur
Fasti	0,014	0,016	0,832	0,416
D(gengi)(-1)	-0,010	0,002	-4,717	0,000
Flot	-0,011	0,019	-0,594	0,560
D(innflutningur)(-1)	-0,618	0,171	-3,612	0,002
R^2	0,596			
Aðlagað R^2	0,533			
Durbin-Watson gildi	2,310			
F-gildi	9,370			
Líkur (F-gildi)	0,000			

Í töflunni er D^2 annar mismunur raðarinnar. Niðurstöðurnar gefa til kynna að breyting gengisvísitölu hafi marktæk áhrif á breytingu á magni innflutnings. Gervibreyta fyrir upptöku verðbólguþröngunar er ómarktæk og virðist sú stefnubreyting því vart hafa haft áhrif á innflutning.

Í seinna líkaninu er litið á áhrif gengisflökts á magn útflutnings. Út frá fylgnigreiningu á tímaröð fyrir magnvísitölu útflutnings er dregin sú ályktun að líkanið sé AR(4). Gert var aukið Dickey-Fuller-próf á magnvísitölu útflutnings og ályktað út frá því að röðin væri I(1). Niðurstöður líkansins má sjá í töflu A.2.

Tafla A.2 Niðurstöður tölfræðimats á áhrifum gengisflökts á magnvísitölu útflutnings 1999–2005.

Óháðu breyturarnar	Háða breytan D (útflutningur)			
	Stuðull	Staðalfrávik	t-gildi	Líkur
Fasti	0,043	0,016	2,749	0,014
D(gengi)(-1)	0,001	0,002	0,657	0,520
Flot	0,001	0,019	0,057	0,955
D(útflutningur)(-4)	-0,543	0,183	-2,973	0,009
R^2	0,369			
Aðlagað R^2	0,257			
Durbin-Watson gildi	2,329			
F-gildi	3,300			
Líkur (F-gildi)	0,045			

Svo virðist sem breyting á gengi krónunnar hafi ekki marktæk áhrif á breytingu á magni útflutnings.

English Summary

This report evaluates the different options that Iceland faces in terms of its currency regime. Two issues are of paramount importance. First, can Iceland's monetary policy and its exchange rate regime provide an effective stabiliser for an economy that frequently suffers severe demand and supply shocks? If floating exchange rates help in this regard, adopting fixed exchange rates may entail a significant sacrifice. Second, is it possible that the conduct of monetary policy can, by itself, cause macroeconomic instabilities? This could be the case if the independence of the central bank is not respected, or if it suffers from credibility problems. If an independent monetary policy can serve as an effective stabilisation device, then fixing the exchange rate or adopting the euro is not a desirable option from a purely macroeconomic standpoint. This report analyses these two questions with the aim of evaluating the different possible exchange-rate regimes.

Section 1 of the report surveys the main options available when it comes to Iceland's currency regime. Section 2 analyses the implications for financial stability. The following two sections consider the implications for the export industries and international trade in general. The last two sections consider the labour market – in particular its flexibility – and the implications of adopting the euro for the conduct of economic policy.

1 The choice of an exchange rate regime

Nations face several options when it comes to the choice of a monetary policy and an exchange rate regime. Below, some of the costs and benefits of the different arrangements are discussed.

- *A currency board.* Using a currency board is likely to bring lower interest rates to the country. The traditional benefit of increased credibility probably does not apply to Iceland since its central bank already has considerable credibility. The adoption of a currency board would mean the abandonment of an independent monetary policy. A currency board would probably increase financial instability.
- *Unilateral fixed exchange rates.* This system would bring back the same set of difficulties that affected the Icelandic economy during the recent period of flexible exchange rate targeting. Moreover, fixing the exchange rate against any one currency – even the euro – would not reflect Iceland's pattern of international trade.
- *Dollarisation.* The “dollarisation” of Iceland would probably involve adopting the euro as a currency because of the greater importance of the euro zone for

the economy. The benefits would include more stable exchange rates and lower interest rates, but the costs would include abandoning any independent monetary policy. This is not an appealing option for Iceland.

- *Bilateral fixed exchange rates.* The possibilities of adopting bilateral fixed exchange rates are slim in the case of Iceland. The EU has so far only offered this arrangement to countries that either belong to the union or have applied for a membership.
- *Monetary union.* Joining the European Community and adopting the euro would lower transaction costs, bring lower interest rates and reduce exchange rate uncertainty. Moreover, the pattern of Iceland's trade with the rest of the world would presumably change, making the euro zone more important. A key disadvantage is the loss of a monetary policy. Another problem for Iceland is the asymmetry of macroeconomic shocks between Iceland and the EU. A positive shock would then raise real exchange rates – by causing domestic wages and prices to rise – and hence cause long-term problems for export industries since a real exchange rate depreciation would require domestic inflation to be persistently lower than that of main trading partners.
- *A floating exchange rate.* This is the current arrangement. In light of the asymmetric shocks hitting the Icelandic economy, the maintenance of a floating exchange rate coupled with inflation targeting adopted by the central bank may turn out to be the best monetary arrangement. This system is also desirable from the viewpoint of financial stability. Sudden and drastic exchange rate movements are unlikely, and investors hedge against changes in exchange rates. The disadvantages include higher transaction costs, greater exchange rate uncertainty, higher real interest rates and volatile exchange rates.

Only the two options of an independent, floating exchange rate and the joining the euro zone appear realistic under present circumstances. The latter option would entail full membership of the European Union. The following sections compare these two options from different perspectives.

2 Financial stability

Fixing exchange rates entails a risk of sudden exchange rate movements when and if the regime collapses. Sudden exchange rate movements can contribute to financial instability if the level of foreign debt – denominated in foreign currencies – is high. This was the case in the financial crises in Chile in 1982, Mexico in 1994 and Southeast-Asia in 1997-98.

The adoption of a common currency reduces the chances of financial instability by lowering the chances of abrupt exchange rate movements affecting the debt position of households and firms.

A floating exchange rate, accompanied by an inflation-targeting central bank, also contributes to financial stability. It entails continuous, but usually small, changes in exchange rates. The chances of large and discrete changes in exchange rates are

smaller. Moreover, this arrangement encourages investors to diversify their portfolios by hedging against exchange rate movements.

All in all, both systems – a common currency as well as a floating rate – contributes to financial stability.

3 Export and import-competing industries

At the turn of the 21st century, the share of export industries in GDP in Iceland was around 16%, the share of the import-competing industries around 8% and the share of home – or non-traded – industries around 76%. The share of the non-traded sector has increased in recent years. It is predominantly located in the urban area in and around the capital city. As a result, an appreciation of the real exchange rate affects rural regions to a greater extent, while the capital region enjoys the benefits of lower import prices.

Adopting the euro may contribute to the diversification of Iceland's export industries. Capital mobility is a contributing factor as is a deregulated financial sector. The latter factors have helped Icelandic investors entering foreign countries, but so far few foreign investors have come to Iceland.

Foreign trade as a fraction of GDP is surprisingly low in Iceland. Fishing and fish processing is still the most important export industry, followed by the aluminium industry and tourism. The production of software and pharmaceuticals is expanding rapidly. The adoption of the euro could be expected to increase the share of trade in GDP. Foreign direct investment could also be expected to increase. A common currency would make prices more comparable with those in other countries and contribute to a more competitive environment domestically. Iceland might enjoy the benefits of increased specialisation and returns to scale. These effects would amount to a significant benefit of adopting the euro.

4 International trade

Exchange rate uncertainty is likely to reduce the volume of international trade, hence lowering welfare. However, the size of this effect is not known with any certainty. Overall, the magnitude of the estimated impact is not large. However, the act of joining a monetary union has been shown to increase the volume of trade, but this is caused by factors other than reduced exchange rate uncertainty.

Exchange rate fluctuations have traditionally affected the timing and volume of imports into Iceland. In contrast, the volume of exports does not appear to be sensitive to such fluctuations. Hence, joining the euro zone could be expected to smooth the level of imports while not affecting the volume of exports much.

Joining the euro could also be expected to increase the volume of capital flows. However, the system of floating exchange rates is sometimes viewed as a sign of strength, which can increase the volume of indirect foreign investment. One example is

the recent issuing by foreign parties of debt denominated in Icelandic kronas.

5 The labour market

Fixing the exchange rate and/or joining a single currency area requires a flexible labour market. A flexible labour market reduces the impact of adverse shocks for employment and output. The Icelandic labour market indeed appears to be a flexible one. Employment protection is very limited, unemployment benefits low, unions coordinated while only providing guidelines and leaving actual wage setting to individual firms, and taxes on wage income are low.

However, in spite of a flexible institutional framework, survey evidence points to surprisingly inflexible nominal wages. It follows that the flexibility of the labour market may be insufficient for joining the European currency union.

Under fixed exchange rates, and in particular with the single currency, labour mobility is important for macroeconomic policy. As recent experience suggests, importing foreign labourers in boom times and letting them go back in recessions provides an effective tool of macroeconomic stabilisation. Joining the EU would probably make the labour force more flexible by enabling thousands of foreign workers to emigrate to Iceland.

One can conclude that a decision to join the euro zone would require a simultaneous decision to allow greater immigration of workers. Importantly, since the former would require Iceland to join the EU, the latter would occur naturally.

6 Macroeconomic policy

When considering the optimal exchange rate regime and monetary policy, it also becomes necessary to consider fiscal policy. This is the policy mix. Joining the euro zone would put greater weight on fiscal policy. However, this may be problematic because of long decision lags and also because of the stipulations of the Growth and Stability Pact of the European Union, which limit the size of deficits, irrespective of the state of the business cycle.

One proposal involves mandating a fixed growth rate of government spending equal to the average rate of growth of total factor productivity. Deficits would emerge when the economy goes into a recession and surpluses in good times. The ratio of government spending to GDP would however be maintained at a constant level. Simulations suggest that following this policy during the period 1961-2001 would have reduced the magnitude of the business cycle by more than 30%. The burden carried by monetary policy would hence be lowered and the volatility of interest rates and exchange rates reduced.

Overall, one can conclude that monetary policy in Iceland does not currently suffer from problems of incompetence, lack of credibility or political meddling that justifies

the abandonment of the national currency. In contrast, monetary policy is an effective instrument of counter-cyclical policy. Moreover, the euro would bring additional problems in light of the inflexibility of nominal wages and the likelihood of persistently high real exchange rates.

Conclusions

Some very big macroeconomic shocks have affected the Icelandic economy in recent years. A massive investment project (hydroenergy plant and an aluminium smelter) is currently being undertaken in eastern Iceland. The investments associated with this single project amount on average to almost 9% of GDP per year during the period 2005-2006. At the same time, a domestic credit expansion is underway, fuelled by cheap foreign capital but also by a newly liberalised domestic credit market. Foreign debt has increased substantially. However, the current system of floating exchange rates and an inflation-targeting central bank has weathered these shocks quite well. Inflation has risen somewhat but is still under control; domestic firms have become stronger due to reorganisation efforts and new management; foreign investment by domestic firms has increased, and households have been able to stock up on inexpensive home appliances and cars.

It is very doubtful that the macroeconomic impact of these large shocks would have been smaller or more manageable if Iceland had been part of the euro zone. In that case, domestic wages and prices would have increased – probably considerably more than has been the case – causing a persistent real exchange rate appreciation.

On the whole, the evidence appears to favour the current arrangement of floating exchange rates and an inflation-targeting central bank. The Icelandic central bank has gained full independence, and it has managed monetary policy quite competently. It has a useful role to play in mitigating the effect of local disturbances.

Proposals

The monetary policy response to the current expansion has taken the form of raising interest rates, which has affected the economy mostly through the exchange rate channel. An increased inflow of foreign labour has played a supportive role. In contrast, fiscal policy has not been employed effectively.

While accepting the current monetary arrangement as the best one under present circumstances, this report recommends some significant changes. These changes would involve greater coordination between monetary and fiscal policy while maintaining the independence of the central bank. This would include consultations as well as fiscal authorities' taking into account the adverse regional impact of monetary policy.

Fyrirkomulag gengismála á Íslandi Horft til framtíðar

Að undanfögnu hafa margir velt vöngum yfir því hvort önnur stefna í gengis- og peningamálum sé hugsanlega heppilegri fyrir Ísland en sú sem fylgt hefur verið síðustu misserin. Í því sambandi hefur verið bent á miklar sveiflur á gengi krónunnar og meðfylgjandi erfiðleika útflutningsgreinanna auk máttleysis peningastefnunnar. Einnig hafa heyrst efasemdaraddir um það hvort verðbólgu- markmið Seðlabankans sé heppilegasta ankeri íslenskrar peningamálastefnu.

Þegar kostir og gallar þess að taka upp nýja peningamálastefnu eru skoðaðir þarf að svara einni lykilspurningu: Hvert er hlutverk gengisins í aðlögun hagkerfisins að jafnvægi? Ef t.d. sjálfstæður sveigjanlegur gjaldmiðill flýtir fyrir aðlögun í kjölfar þjóðhagslegra hnykkja mun innleiðing fastgengisstefnu, til að mynda innganga í myntbandalag, hafa í för með sér fórn fyrir þjóðfélagið. Ef hins vegar rekja má langvarandi ójafnvægi í efnahagslífinu til skorts á trúverðugleika peningamálastefnunnar þá getur fylgt því ábati að kasta sjálfstæðum gjaldmiðli fyrir róða.

Þegar fjallað er um þessi atriði ber ávallt að hafa í huga að gengi gjaldmiðils ákvarðast af mörgum þáttum, svo sem verðbólgu, hagvexti og ríkisfjármálum. Gengi gjaldmiðils til lengri tíma litið er því að nokkru leyti afleiðing þeirrar hagstjórnar sem fylgt er. Í þessari sjöttu ársskýrslu Hagfræðistofnunar er fjallað um hvaða valkostir standa Íslendingum til boða í gengismálum og kostir og gallar mismunandi fyrirkomulags ígrundaðir.

ISBN 9979-9045-7-7



Hagfræðistofnun Háskóla Íslands

Heimasíða: www.ioes.hi.is