

20

Hvaða gjaldmiðill?

20.1 Inngangur

Í köflum 18 og 19 er fjallað um aðra valkosti varðandi tengingu við eða upptöku annars gjaldmiðils en þann að ganga í Efnahags- og myntbandalag Evrópu (EMU) í gegnum aðild að Evrópusambandinu (ESB). Í fyrri kaflanum er fjallað um mismunandi möguleika á tengingu krónunnar við annan gjaldmiðil en í seinni kaflanum er fjallað um upptöku á öðrum gjaldmiðli án formlegrar aðildar að myntsvæðinu. Þessi kafli fjallar hins vegar um hvaða gjaldmiðill væri heppilegastur yrði einhver þessara leiða farin. Í fyrri hluta kaflans er fjallar um almenn sjónarmið við val á gjaldmiðli eða myntkörfu en í seinni hlutanum um valkosti Íslendinga. Í lokin eru helstu niðurstöður dregnar saman.

20.2 Almenn sjónarmið við val á gjaldmiðli

Markmiðið með því að sameinast stærra myntsvæði er oftast að draga úr viðskiptakostnaði sem fylgir notkun mismunandi gjaldmiðla í utanríkisviðskiptum og breytilegu gengi milli þeirra. Val á gjaldmiðli ætti því að ráðast að mestu af því hvernig mest yrði dregið úr þessum kostnaði. Í því samhengi skipta sveiflur gjaldmiðilsins gagnvart öðrum mikilvægum gjaldmiðlum miklu máli (sjá t.d. Meissner og Oomes, 2009, og Bleaney og Tian, 2012). Hversu mikið hægt er að draga úr viðskiptakostnaði helgast annars vegar af umfangi viðskipta við lönd myntsvæðisins og hins vegar af því hversu nátengd innlend hagsveifla er hagsveiflu svæðisins. Ábatinn getur einnig ráðist af því hvort viðkomandi gjaldmiðill sé mikilvæg uppgjörsmýnt (e. invoice currency) í utanríkisviðskiptum viðkomandi lands og hvort hún vegur þungt í erlendum skuldum þess. Stærð myntsvæðisins skiptir einnig máli og hvort um er að ræða alþjóðlegan forðagjaldmiðil (e. reserve currency) sem býður upp á næga dýpt markaða sem auðvelda áhættuvarnir. Þá skiptir lykilmáli að verðlag sé stöðugt á myntsvæðinu, þannig að

peningastefna þess veiti innlendra verðbólgu næga kjölfestu. Um öll þessi sjónarmið er fjallað hér á eftir.

20.2.1 Landasamsetning viðskipta

Eins og fjallað er um í köflum 5 og 6 ræður umfang utanríkisviðskipta við viðkomandi mynsvæði miklu um ábata og kostnað við að tengjast því. Einn helsti ábati sameiginlegs gjaldmiðils felst í lækkun viðskiptakostnaðar vegna þess að gjaldmiðlaáhætta gagnvart viðkomandi svæði og öðrum ríkjum sem festa varanlega gengi gjaldmiðils síns við gjaldmiðil svæðisins hverfur og ekki þarf lengur að eiga gjaldeyrisviðskipti til að greiða fyrir vöru og þjónustu. Slíkt hagræði getur fjölgað viðskiptatækifærum og aukið þar með efnahagslega velferð. Ábatinn eykst í réttu hlutfalli við umfang viðskiptanna (sjá nánar kafla 5). Minni gjaldmiðlaáhætta kann einnig að leiða til meiri samkeppni og hagræðingar í framleiðslu og þar með til lækkaðs verðlags. Minni viðskiptakostnaður gerir það að verkum að breytilegur og fastur kostnaður fyrirtækja minnkar sem gerir fyrirtækjum sem áður störfuðu eingöngu á innlendum markaði auðveldara að hefja útflutning til annarra landa. Ætla má að smærri fyrirtæki muni sérstaklega njóta aukins ábata af stærra markaðssvæði vegna þess að það auðveldar þeim að nýta stærðarhagkvæmni í framleiðslu og sölu. Eins og rakið er í kafla 8 benda rannsóknir til þess að allir þessir þættir stuðli að auknum utanríkisviðskiptum. Viðskiptaábatinn verður því meiri eftir því sem viðskipti við mynsvæðið vega þyngra í utanríkisviðskiptum þjóðarinnar.

Eins og rakið er í kafla 5 benda rannsóknir einnig til þess að hagsveiflur verði líkari eigi ríki mikil viðskipti sín á milli. Efnahagssamdráttur í einu ríki dregur úr eftirspurn eftir útflutningsafurðum annars. Sé valinn gjaldmiðill sem er léttvægur í utanríkisviðskiptum viðkomandi lands eykst hætta á því að stjórn peningamála í kjarnaríkinu verði ekki í takt við þarfir þess. Gjaldmiðill kjarnaríkisins gæti t.d. hækkað á sama tíma og innlendar aðstæður kalla á gengislækkun, en það veikir samkeppnisstöðu innlendra atvinnugreina gagnvart atvinnugreinum helstu viðskiptalanda. Minni hætta er á þessu ef valinn er gjaldmiðill ríkis sem vegur þungt í utanríkisviðskiptum viðkomandi ríkis.

20.2.2 Gjaldmiðlasamsetning viðskipta

Landasamsetning utanríkisviðskipta þarf ekki endilega að endurspegla vægi gjaldmiðla viðkomandi landa í uppgjöri þessara viðskipta. Þannig eru alþjóðaviðskipti með hrávörur eins og olíu og ál almennt gerð upp í Bandaríkjadöllum, jafnvel þótt hvorki inn- né útflytjandinn sé bandarískur. Því er líklegt að stærstu gjaldmiðlar heimsins, sérstaklega Bandaríkjadalur og evra, vegi nokkru þyngra í gjaldmiðlasamsetningu alþjóðaviðskipta flestra landa en sem nemur vægi þessara mynsvæða í utanríkisviðskiptum þeirra.

Séu utanríkisviðskipti gerð upp miðað við gengi gjaldmiðla á sama degi, þ.e.a.s. á stundargengi (e. spot rate), skiptir litlu máli í hvaða gjaldmiðli viðskiptin fara fram og í hvaða gjaldmiðli þau eru bókuð, því að

kostnaður við skipti á milli tveggja erlendra gjaldmiðla er jafnan sáralítil.¹ Sé samningsverð hins vegar ákvarðað langt fram í tímann skiptir máli í hvaða gjaldmiðli utanríkisviðskiptin eru bókuð vegna kostnaðar við gengisvarnir með framvirkum samningum. Í því tilviki ákvarðar uppgjörsmýnt viðskiptanna hvor viðskiptaaðilinn ber gjaldmiðlaáhættuna (sjá t.d. Donnenfeld og Haug, 2003). Hvernig viðskiptin eru bókuð er samkomulag milli inn- og útflytjanda sem getur helgast af hefð eða vilja og getu útflytjanda til að kynna sér markaðsaðstæður í innflutningslandinu. Ef viðskipti eru bókuð í gjaldmiðli seljanda (útflytjanda) ber kaupandi (innflytjandi) gengisáhættuna og öfugt. Taki hann á sig gengisáhættuna á hann að öðru jöfnu auðveldara með að áætla eftirspurn eftir vörunni. Á móti kemur að hann gæti talið innlent markaðssvæði svo lítið að ekki taki því að verðleggja vöruna í innlendri mynt og verðleggi hana því eingöngu í eigin gjaldmiðli (e. producer-currency pricing) eða í megingjaldmiðlum eins og Bandaríkjadál eða evru. Líkt og fjallað er um í köflum 3 og 13 er þetta fyrirkomulag algengt þegar innflutningslandið er lítið. Í því tilviki þarf innflytjandinn að bera gjaldmiðlaáhættuna. Gengissveiflur munu því endurspeglast í söluverði hafi ekki verið keyptar varnir gegn gengisbreytingum. Í því tilviki sem uppgjörsmýnt er hvorki gjaldmiðill innflytjanda né útflytjanda, þurfa báðir aðilar hins vegar að bera gengisáhættu með tilheyrandi viðskiptakostnaði, sem felst í gengisvörnum.

Eins og rakið er t.d. í Feenstra og Kendall (1997) geta áhættufælnir kaupendur og seljendur í utanríkisviðskiptum stýrt gengisáhættu tiltölulega auðveldlega með framvirkum samningum, þótt það sé dýrara og e.t.v. ekki fýsilegur kostur í tilviki samninga þar sem langur tími líður frá afhendingu vöru til uppgjörs greiðslu. Við val á gjaldmiðli til að tengjast eða taka upp skiptir samsetning uppgjörsmýnta alþjóðlegra viðskipta því ekki meginmáli. Í þessu samhengi er gagnlegt að líta til reynslu Argentínu, sem tók upp gengistengingu gagnvart Bandaríkjadál í gegnum myntráð árið 1991, þrátt fyrir að viðskipti Argentínu við Bandaríkin væru ekki sérstaklega mikil. Undir lok áratugarins hækkaði gengi Bandaríkjadals almennt og sérstaklega gagnvart brasilíska ríalinu, sem féll skarpt í kjölfar kreppunnar í Asíu og Rússlandi. Þar með snarhækkaði gengi argentínska pesans gagnvart ríalinu, en Brasilía er mikilvægasta viðskiptaland Argentínu. Samkeppnisstaða argentínskra fyrirtækja versnaði því mikið gagnvart brasilískum fyrirtækjum, en það jók á efnahagsvanda Argentínu. Þetta gerðist þrátt fyrir að utanríkisviðskipti Argentínu, þ.á m. viðskiptin við Brasilíu, væru að langmestu leyti gerð upp í Bandaríkjadöllum (sjá nánar í rammagrein 20.1 hér á eftir).

20.2.3 Gjaldmiðlasamsetning erlendra skulda

Með aukinni samþættingu hins alþjóðlega fjármálakerfis hefur umfang fjármagnshreyfinga milli landa aukist og einnig eigna- og skuldastöður í

¹ Eins og rakið er í kafla 12 er verðmunur kaup- og sölugengis helstu gjaldmiðla heims (e. bid-ask spread) yfirleitt vel innan við 0,1%. Verðmunurinn er hins vegar talsvert meiri fyrir íslensku krónuna, sérstaklega eftir að fjármálakreppan skall á hér á landi haustið 2008. Í samhengi umfjöllunarinnar hér um mikilvægi mismunandi uppgjörsgjaldmiðla fyrir val á gjaldmiðli til að festa gengi krónunnar við, eða til að taka upp, er það hins vegar kostnaðurinn við að skipta úr einum erlendum gjaldmiðli í annan sem skiptir máli, ekki kostnaðurinn gagnvart íslensku krónunni.

erlendum gjaldmiðlum. Við val á gjaldmiðli til að tengjast eða taka upp gæti því verið eðlilegt að horfa einnig til þess hvort notkun tiltekins gjaldmiðils sé líkleg til að draga úr sveiflum í erlendum skuldbindingum þjóðarbúsins, t.d. með því að velja þann gjaldmiðil sem vegur þýngst í erlendum skuldum hennar (sjá t.d. Devereux og Lane, 2003).

Að jafnaði yrði niðurstaðan þó svipuð og þegar horft er til landasamsetningar utanríkisviðskipta, því að samsetning erlendra skulda er oftast tengd samsetningu gjaldeyrstekna af utanríkisviðskiptum. Sé misræmi þar á milli getur myndast gjaldmiðlamisræmi á efnahagsreikningi þjóðarbúsins. Ef það er mikið geta gengisbreytingar haft veruleg auðsáhrif sem geta ýkt hagsveifluna og jafnvel valdið verulegum efnahagsvanda, lækki megingjaldmiðill utanríkisviðskipta gagnvart þeim gjaldmiðli sem vegur mest í erlendum skuldum. Ef gjaldeyrstekjur eru t.d. að miklu leyti í evrum en skuldir í Bandaríkjadöllum er sú hættu fyrir hendi að tekjur sem eiga að standa undir greiðslum í Bandaríkjadöllum rýrni vegna falls evru gagnvart Bandaríkjadöllum. Þótt tiltölulega ódýrt sé að verja þá áhættu til skamms tíma verður hættu sem tengist langtímasveiflum aldrei fullvarin. Verði miklar sveiflur í innbyrðis gengi þessara gjaldmiðla gætu myndast aðstæður þar sem væntingarnar magna upp gjaldmiðla- og skuldakreppu. Til þess að forðast slíka áhættu er gjaldmiðlasamsetning erlendra skulda landa því jafnan í svipuðum hlutföllum og vægi viðkomandi gjaldmiðils í viðskiptum þeirra.²

Sé samsetning erlendra skulda frábrugðin samsetningu erlendra viðskipta, er að jafnaði skynsamlegast og auðveldast að breyta gjaldmiðlasamsetningu erlendra skulda til samræmis við gjaldmiðlasamsetningu tekna af utanríkisviðskiptum. Núverandi gjaldmiðlasamsetning erlendra skulda ætti ekki að vera fyrirstaða eða ráðandi þáttur í því hvaða gjaldmiðill verði fyrir valinu. Ef gengið er fest við gjaldmiðil sem vegur létt í utanríkisviðskiptum eða slíkur gjaldmiðill yrði tekinn upp er líklegt að erlendar skuldir í þeim gjaldmiðli aukist. Í tilfelli einhliða upptöku annars gjaldmiðils yrðu innlendar skuldir einnig skráðar í gjaldmiðlinum.

Reynsla Argentínu er upplýsandi í þessu sambandi. Meginhluti erlendra skulda Argentínu var í Bandaríkjadöllum, þrátt fyrir að viðskipti við Bandaríkin hafi verið tiltölulega lítil, eins og áður hefur komið fram (sjá rammagrein 20.1). Mikil hækkun meðalgengis pesans og síðan lækkun hans þegar myntráðið féll ollu miklum auðsáhrifum sem urðu til þess að magna hagsveifluna í Argentínu.

Rammi 20.1 Val á gjaldmiðli til að tengjast: Lærdómar frá Argentínu

Argentína festi gengi argentínska pesans gagnvart Bandaríkjadöllum með myntráði í apríl 1991 í kjölfar þess að pesinn hafði fallið um 220% og argentínski seðlabankinn tapað ríflega helmingi gjaldeyrisforðans (Gurtner, 2003). Myntráðið var sett á laggirnar til þess að vinna bug á óðaverðbólgu en landið hafði glímt við átta gjaldeyriskreppur síðan í upphafi áttunda

² Eftir því sem gjaldeyrismarkaðir eru dýpri er hins vegar auðveldara að verja skammtímaáhættu vegna gjaldmiðlamisræmis skulda og tekna. Þannig er t.d. auðveldara að verja áhættu á milli evru og Bandaríkjadöllum en annarra gjaldmiðla.

áratugarins (sjá t.d. Choueiri og Kaminsky, 1999). Í aðdraganda þess að myntráði var komið á fót varð mikil umræða um hvaða gjaldmiðil eða körfu gjaldmiðla festa ætti pesann við. Sumir töldu heppilegt að miða gengistenginguna við körfu gjaldmiðla, þar sem vægi gjaldmiðla myndi ráðast af vægi viðkomandi landa í utanríkisviðskiptum Argentínu. Aðrir töldu hins vegar rétt að festa gengið við einn gjaldmiðil vegna þess að það fyrirkomulag væri gagnsærra og mæltu með að það yrði fest við Bandaríkjadal: hann væri traust kjölfesta sem tryggja myndi hraða hjöðnun verðbólgu, auk þess sem tengingin við dalinn myndi auka viðskipti við Bandaríkin. Að auki hafði Bandaríkjadalur þegar verið tekinn óformlega upp að töluverðu marki í Argentínu, bæði sem sparnaðarform og í almennum viðskiptum milli innlendra aðila. Á endanum varð því Bandaríkjadalur fyrir valinu, þrátt fyrir að utanríkisviðskipti milli Argentínu og Bandaríkjanna væru aðeins um 10% af utanríkisviðskiptum Argentínu. Hins vegar vógu viðskipti við Brasilíu mest eða um fjórðung og um 15% viðskipta voru við núverandi evrusvæði.

Myntráðið hafði tilætluð áhrif til að byrja með (sjá umfjöllun í kafla 18) en fljótlega komu ýmis vandamál upp, sem a.m.k. að hluta má rekja til þeirrar ákvörðunar að tengjast Bandaríkjadal fremur en gjaldmiðli sem vó þyngra í utanríkisviðskiptum Argentínu. Alvarlegir breistir komu í ljós í lok tíunda áratugarins þegar gengi Bandaríkjadals tók að hækka töluvert á sama tíma og heimsmarkaðsverð á hrávörum fór lakkandi, samdráttur varð í helsta útflutningsríki Argentínu (Brasilíu) og gjaldmiðlar annarra ríkja Suður-Ameríku gáfu eftir, ekki síst brasilíska ríalið sem lækkaði um 70% gagnvart Bandaríkjadal og pesanum í upphafi árs 1999 þegar það varð lægst. Í kjölfarið fór samkeppnisstaða Argentínu hratt versnandi með hækkingu meðalgengi pesans, minnkandi eftirspurn frá stærsta viðskiptalandinu, Brasilíu, og versnandi viðskiptakjörum. Það jók enn frekar á vandann að raungengi Argentínu hafði hækkað vegna mikillar verðbólgu fyrstu árin eftir að myntráðið var sett á fót. Til þess að bæta samkeppnisstöðu þjóðarbúsins þurfti því að lækka raungengið en þar sem pesinn var festur við Bandaríkjadal var það einungis hægt með því að halda verðbólgu minni en hún var í Bandaríkjunum. Efnahagskreppa var því óumflýjanleg í Argentínu (sjá t.d. Horn og Fritsche, 2002) og tilraun til þess að ná niður raungenginu með minni verðbólgu í því skyni að örva útflutning og þar með hagvöxt tókst ekki, enda hækkaði gengi Bandaríkjadals hratt gagnvart gjaldmiðlum helstu viðskiptaríkja Argentínu og þá sérstaklega gagnvart brasilíska ríalinu.

Á seinni hluta ársins 2001 var álagið á myntráðið orðið gífurlegt og í janúar 2002 var loks ákveðið að hætta með myntráðið og lækka pesann um 29% og festa hann í 1,4 á móti Bandaríkjadal. Öllum innstæðum í Bandaríkjadal var á sama tíma breytt yfir í pesa. Hið nýja gengisviðmið reyndist hins vegar ekki langlíft og fljótlega var pesinn látinn fljóta. Hann féll hratt í verði í kjölfarið og tapaði um 75% af verðgildi sínu á móti Bandaríkjadal á nokkrum mánuðum.

Reynsla Argentínu er áhugaverð í ljósi umfjöllunar þessa kafla um mikilvægi landa- og myntsamsetningar utanríkisviðskipta og samsetningar erlendra skulda við val á gjaldmiðli til að tengjast eða að taka upp. Eins og áður hefur komið fram er Brasilía langmikilvægasta viðskiptaland Argentínu, en Brasilía hafði á þessum tíma fljótandi gengi gagnvart Bandaríkjadal og þar með argentínska pesanum. Á sama tíma var langstærstur hluti utanríkisviðskipta Argentínu gerður upp í Bandaríkjadal og yfir 90% erlendra skulda þeirra var í honum (sjá Edwards, 2002, og Gurtner, 2003). Reynsla Argentínu sýnir þann vanda sem hlotist getur af gengismarkmiði gagnvart gjaldmiðli lands sem vegur ekki þungt í utanríkisviðskiptum og hefur mjög ólíka hagsveiflu.

20.2.4 Tengsl innlendar hagsveiflu við hagsveflu myntsvæðisins

Við val á myntsvæði til að tengjast þarf einnig að hafa í huga tengsl innlendar hagsveiflu við hagsveflu myntsvæðisins og hversu lík innlend framleiðsla og framleiðsla svæðisins eru að gerð. Ef innlend hagsveifla og framleiðslugerð eru ólík því sem er á myntsvæðinu er hætt við því að kostnaður þess að tengjast því svæði verði meiri, í formi óstöðugleika í þjóðarbúskapnum og aðlögunar innlands vinnumarkaðar, eins og nánar er fjallað um í kafla 5. Að öllu jöfnu er því æskilegt að velja gjaldmiðil lands sem hefur sem áþekkasta hagsveflu og heimalandið.

Hversu áþekk innlend hagsveifla er hagsveflu myntsvæðisins ræðst einnig af umfangi viðskipta við svæðið. Líkt og fjallað er um í kafla 5 fara jafnan saman nánin viðskiptaleg tengsl og tengsl hagsveiflna, þ.e. innlendir þjóðarbúskapur verður samþættari efnahagsbúskap myntsvæðisins eftir því sem viðskiptin á milli þeirra eru meiri. Það eru því viðbótarrök fyrir því að velja gjaldmiðil út frá landasamsetningu utanríkisviðskipta þjóðarinnar.

20.2.5 Peningaleg kjölfesta

Við val á gjaldmiðli til að tengjast eða taka upp er einnig æskilegt að peningastefna seðlabanka kjölfesturíkisins sé trúverðug, verðbólga lítil og stöðug og vextir því hlutfallslega lágir. Þannig mætti flytja inn trúverðugleika peningastefnu kjölfesturíkisins um leið og sjálfstæð peningastefna er aflögð (sjá kafla 18 og 19). Sé peningastefna myntsvæðisins hins vegar ótrúverðug er hætt við að ábati þess að taka upp eða tengjast öðrum gjaldmiðli verði lítill sem enginn (sjá kafla 9).³

20.2.6 Stærð myntsvæða og netkerfisáhrifin

Eins og fjallað er um í kafla 5 fylgir því aukið hagræði að tilheyra stóru myntsvæði þar sem notagildi gjaldmiðilsins eykst eftir því sem fleiri nota hann. Einnig er líklegt að stór hluti alþjóðaviðskipta sé við stórt myntsvæði eða lönd sem eiga viðskipti við það svæði. Stærð fjármálamarkaða og skilvirkni eykst einnig að jafnaði með stærð myntsvæða. Gjaldmiðla stærri myntsvæða er því auðveldara að innleysa þegar á bjátar, en það gerir þá að öflugri áhættuvörn og eykur vinsældir þeirra sem skjól fyrir alþjóðlega fjárfesta á óvissutímum. Ein afleiðing þessa er að vextir þessara gjaldmiðla eru að jafnaði lægri en vextir annarra gjaldmiðla (sjá umfjöllun í kafla 2).⁴ Stór og skilvirkur markaður

³ Þessu til viðbótar koma sjónarmið sem eiga fyrst og fremst við um vanþróaðri ríki. Fyrir mörg þeirra hefur annar gjaldmiðill oft verið tekinn upp óformlega í viðskiptum og sem meginform sparnaðar (sjá umfjöllun í kafla 19) og liggur því beinast við sem valkostur við formlega tengingu við eða upptöku annars gjaldmiðils. Mörg ríki sem þiggja alþjóðlega fjárhagsaðstoð hafa jafnframt valið að tengjast eða taka upp þann gjaldmiðil sem aðstoðin er greidd út í (sjá Schuler, 2000, og Mazzaferro, Thimann og Winkler, 2003).

⁴ Önnur og e.t.v. öllu óæskilegri afleiðing er að þessir gjaldmiðlar hafa stundum tilhneigingu til að hækka í verði á tímum alþjóðlegs efnahagsáfalls þegar alþjóðlegir fjárfestar færa fjárfestingu sína til þeirra frá minni myntsvæðum (samanber Bandaríkjadal og að einhverju leyti evruna). Þetta getur verið óheppilegt fyrir ríki sem tengja sig þessu myntsvæði ef eftirspurn eftir útflutningsafurðum þeirra dregst saman á sama tíma.

með viðkomandi gjaldmiðla veldur því einnig að þeir verða vinsælir sem uppgjörsgjaldmiðlar alþjóðaviðskipta og forðagjaldmiðlar.

Annar kostur þess að tengjast stóru myntsvæði er að líklegra er að önnur ríki tengist sama svæði beint eða óbeint. Við það að tengjast myntsvæði sem margir aðrir gjaldmiðlar eru tengdir minnka gengissveiflur gagnvart fleiri gjaldmiðlum en þegar tengst er litlu myntsvæði. Tengingu við stór myntsvæði fylgja því eins konar „nettengslaáhrif“ (e. trade network externality) sem fara vaxandi eftir því sem fleiri tengjast netinu (sjá t.d. Yehoue, 2004, Meissner og Oomes, 2009, og Bleaney og Tian, 2012). Að öðru óbreyttu er því skynsamlegt fyrir ríki að tengjast gjaldmiðli sem mörg viðskiptalönd nota sem kjölfestu, þ.e.a.s. ábati þess að tengjast myntsvæði fer vaxandi í réttu hlutfalli við umfang viðskipta við ríki sem einnig tengjast því.

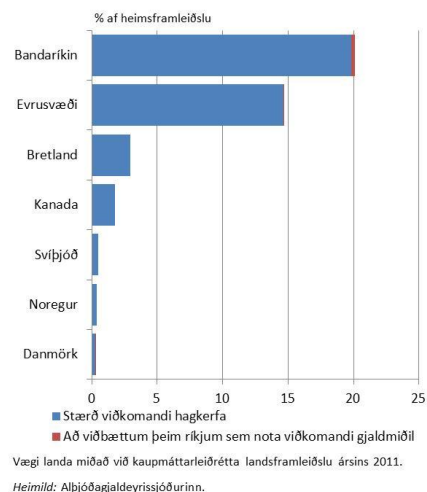
Þegar stærð myntsvæða í heiminum er borin saman kemur í ljós að tvö svæði bera höfuð og herðar yfir önnur myntsvæði hvað varðar stærð (mælt sem hlutfall af heimsframleiðslu árið 2011): Mynd 20.1 sýnir að vægi Bandaríkjanna er um fimmtungur og evrusvæðisins um 15%.⁵ Niðurstöður Bleaney og Tian (2012) benda til þess að nettengslaáhrif Bandaríkjadals og evru séu svipuð og meiri en áhrif þess að tengjast minni myntsvæðum.

20.2.7 Hvaða gjaldmiðla hafa þjóðir helst valið?

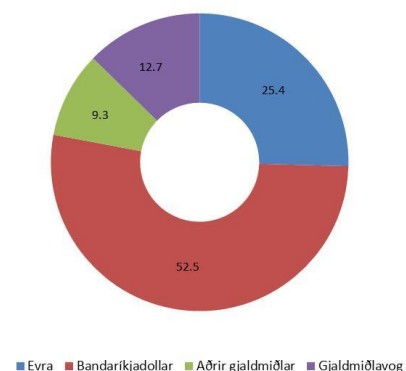
Út frá fyrrgreindum sjónarmiðum kemur e.t.v. ekki á óvart að flest þau ríki sem kosið hafa að festa gengi sitt við annan gjaldmiðil eða að taka hann upp, hafa valið að tengjast Bandaríkjadollar eða evrunni og hefur þróunin á síðustu áratugum verið í þá átt að vægi Bandaríkjadals og evru hefur farið vaxandi (sjá Meissner og Oomes, 2009).

Eins og sést á mynd 20.2 hefur ríflega helmingur fullvalda ríkja valið að tengjast Bandaríkjadal og ríflega fjórðungur evrunni (sjá nánar umfjöllun í köflum 18 og 19).⁶ Tæplega 10% ríkja hafa valið annan gjaldmiðil og um 13% hefur valið að tengja gjaldmiðil sinn við körfu gjaldmiðla. Af þeim 62 fullvalda ríkjum sem velja að tengjast Bandaríkjadal gerir 55 þeirra það með gengismarkmiði (47 með hefðbundinni gengistengingu og 8 með myntráði) og 7 ríki utan Bandaríkjanna nota dalinn sem eigin gjaldmiðil. Af þeim 30 fullvalda ríkjum sem tengjast evrunni, eru 24 með gengistengingu við hana (21 með hefðbundna gengistengingu og 3 með myntráð) en 6 ríki utan evrusvæðisins nota evruna sem eigin gjaldmiðil. Vegna þess að mörg þeirra ríkja sem tengja gjaldmiðla sína við evru eru önnur Evrópuríki ættu nettengslaáhrif þess að tengjast evru að vera meiri fyrir önnur Evrópulönd en netkerfisáhrif þess að nota Bandaríkjadal. Öðru máli gegnir um mörg lönd í Rómönsku Ameríku.

Mynd 20.1
Vægi landa í heimsframleiðslu



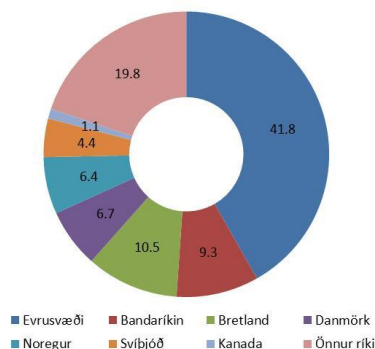
Mynd 20.2
Vægi gjaldmiðla í mismunandi fastgengistengingum (%)¹



⁵ Myndin sýnir stærð þeirra sjö myntsvæða sem helst eru nefnd sem valkostir fyrir Ísland, eins og nánar er vikið að síðar í kaflanum.

⁶ Sé eingöngu horft til ríkja með landsframleiðslu á mann yfir miðgildi ríkja í heiminum, verður vægi evrunnar litlu herra eða tæplega þriðjungur, en vægi Bandaríkjadals breytist lítið. Eins og Meissner og Oomes (2009) sýna, jukust vinsældir hins þýska myntsvæðis á kostnað þess bandaríska töluvert meðal tekjuhærri ríkja á seinni hluta síðustu aldar.

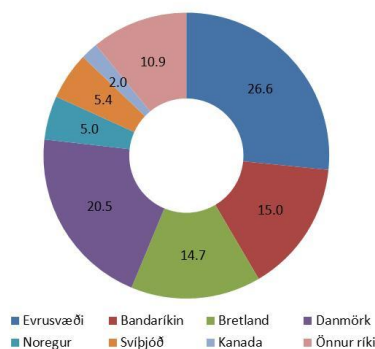
Mynd 20.3
Vægi landa í vöruviðskiptum Íslands (%)¹



1. Hlutfall af 83 ríkjum með vægi í vöruviðskiptum við Ísland yfir 0,01% árin 2000-2010. Lönd sem nota aðra gjaldmiðla teljast með því myntsvæði.

Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

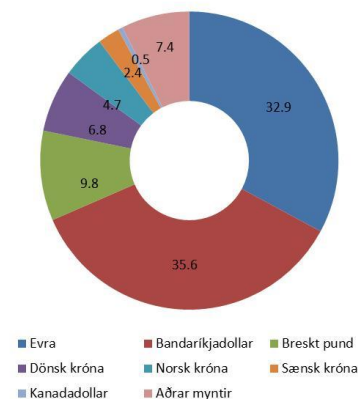
Mynd 20.4
Vægi landa í þjónustuviðskiptum Íslands (%)¹



1. Hlutfall af 83 ríkjum með vægi í þjónustuviðskiptum við Ísland yfir 0,01% árin 2009-2010. Lönd sem nota aðra gjaldmiðla teljast með því myntsvæði.

Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Mynd 20.5
Vægi gjaldmiðla í vöruviðskiptum Íslands (%)¹



1. Meðaltal vægis gjaldmiðla í útflutningi (FOB) og innflutningi (CIF) vara á árunum 2000-2010.

Heimild: Hagstofa Íslands.

Niðurstöður Meissner og Oome (2009) og Bleaney og Tian (2012) benda ótvírætt til þess að nettengslaáhrif utanríkisviðskipta hafi afgerandi áhrif á val ríkja á gjaldmiðli til að tengjast eða taka upp. Meissner og Oomes finna einnig að það hefur áhrif á valið hversu nátengdar hagsveiflur landanna eru við myntsvæðið og hver samsetning erlendra skulda er. Hins vegar virðist vægi hrávöru, sem oftast er seld í Bandaríkjadöllum á alþjóðlegum markaði, í útflutningi ríkja ekki hafa áhrif á valið. Að lokum benda niðurstöður þeirra til þess að val á kjölfestugjaldmiðli sé jafnan tregbreytanlegt, þ.e.a.s. að sjaldgæft sé að ríki breyti um kjölfestu.⁷

20.2.8 Íslenskar aðstæður

Erlend viðskipti og skuldir

Myndir 20.3-20.4 sýna landasamsetningu vöru- og þjónustuviðskipta Íslendinga. Eins og sjá má vegur evrusvæðið þýngst í utanríkisviðskiptum þjóðarinnar: tæplega 42% í vöruviðskiptum og um fjórðung í þjónustuviðskiptum. Töluvert langt þar á eftir koma viðskipti við Bretland, Bandaríkin og Danmörk, en önnur lönd vega tiltölulega lítið.⁸ Vægi Bandaríkjadals er hins vegar meira þegar horft er til þess í hvaða gjaldmiðli viðskiptin fara fram, sem endurspeglar að viðskipti með afurðir eins og olíu og ál eru jafnan gerð upp í Bandaríkjadöllum í alþjóðaviðskiptum, óháð ákvörðunarstað eða upprunalandi viðskipta. Eins og kemur fram á mynd 20.5, verður vægi Bandaríkjadals í vöruviðskiptum Íslendinga í þessu tilfelli tæplega 36%, sem er örlitlu meira en þriðjungsvægi evrunnar. Að lokum sýnir mynd 20.6 vægi gjaldmiðla í erlendum skuldum Íslendinga, en u.þ.b. helmingur erlendra skulda Íslands er í evrum, tæplega þriðjungur í Bandaríkjadöllum en aðrir gjaldmiðlar vega mun minna.⁹

⁷ Þessi blanda af tregðu til að breyta og nettengslaáhrifum getur haft óæskileg áhrif á virkni alþjóðlega fjármálakerfisins, eins og Meissner og Oomes (2009) benda á. Við það að ríki ákveða að tengjast ákveðnu myntsvæði verður um leið hagkvæmara fyrir önnur ríki að tengjast því og fjöldi „áskriftarríkja“ eykst. Þótt aðstæður breytist síðar hjá einstökum ríkjum er vegna nettengslaáhrifa ekki hagkvæmt að breyta um kjölfestugjaldmiðil nema önnur ríki geri það einnig. Ríki getur því „fests“ í mynttengingu sem ekki er lengur hagkvæm. Að sama skapi gæti ákvörðun fárra ríkja um að breyta um kjölfestugjaldmiðil hleypt af stað mikilli breytingu á gerð alþjóðafjármálakerfisins, fylgi önnur ríki í kjölfarið. Sem dæmi um þetta nefna þeir að mikill fjöldi ríkja ákvað skyndilega að hætta að tengjast breska pundinu snemma á áttunda áratug síðustu aldar, þrátt fyrir að pundið hafa verið notað sem kjölfestugjaldmiðil víða um heim í yfir 150 ár.

⁸ Hér er miðað við vægi kjarnaríkjanna sjálfra og þeirra ríkja sem nota viðkomandi gjaldmiðil (t.d. sýnir vægi Danmerkur vægi þess, Færeyja og Grænlands). Við það hækkar vægi Danmerkur í vöruviðskiptum Íslendinga úr 5,8% í 6,7% á myndinni og vægi Danmerkur í þjónustuviðskiptum úr 11,3% í 20,5% á myndinni. Fyrir önnur ríki munar hins vegar nánast engu.

⁹ Erlendar skuldir í SDR-mynteiningunni (e. Special Drawing Rights) vega um 19% af erlendum skuldum alls. Á myndinni er þeim hins vegar dreift á viðkomandi gjaldmiðla í samræmi við vægi þeirra í SDR-mynteiningunni (vægi Bandaríkjadollars í SDR-voginni er 41,9%, vægi evru 37,4%, vægi punds 11,3% og vægi japansks jens 9,4%). Án SDR-skulda nemur vægi evru 43,5% og vægi Bandaríkjadollars 23,4%.

Hagsveifur og efnahagsskellir

Eins og rakið er í kafla 10 eru einkenni innlendar hagsveiflu að ýmsu leyti áþekk því sem þekkist meðal annarra þróaðra ríkja, þótt sveiflurnar séu í stærra lagi. Eins og í öðrum iðnríkjum virðist meginuppspretta innlendar hagsveiflu vera á framboðshlið þjóðarþúsins. Líkt og sést á töflu 20.1 er hins vegar lítil fylgni framboðs- og eftirspurnarskella hér á landi og í öðrum ríkjum.¹⁰ Helst er að fylgni á milli þessarar meginuppsprettu innlendar hagsveiflu finnist við sambærilega skelli í Svíþjóð og Noregi. Fyrir önnur myntsvæði sem hér eru til umfjöllunar er fylgnin hins vegar nánast engin og jafnvel neikvæð.¹¹

Tafla 20.1 Fylgni efnahagsskella á Íslandi og í öðrum iðnríkjum

	Framboðs- skellir	Eftirspurnar- skellir	Útflutnings- verð	Viðskiptakjör
Ástralía	-	-	0,41	0,01
Bandaríkin	-0,19	0,18	-0,04	0,04
Bretland	-0,09	0,11	0,41	-0,21
Danmörk	0,00	0,02	0,29	0,31
Finnland	-0,07	0,11	0,26	-0,01
Frakkland	0,01	0,01	0,49	0,13
Írland	-0,06	-0,07	0,02	0,36
Ítalía	0,01	0,21	0,34	-0,06
Japan	-0,08	0,11	-0,02	0,27
Kanada	-0,03	-0,04	0,26	0,00
Noregur	0,17	0,21	0,13	-0,03
Nýja-Sjáland	-	-	0,43	0,51
Slóvakía	0,14	0,07	-0,28	0,15
Sviss	0,04	0,22	-0,22	0,06
Svíþjóð	0,25	0,37	0,61	-0,07
Þýskaland	-0,12	0,12	0,00	0,17
Evrusvæðið	0,03	-0,01	0,07	0,17

Taflan sýnir samtímafylgni viðkomandi efnahagsstærðar á Íslandi og samsvarandi stærðar meðal annarra iðnríkja. Framboðs- og eftirspurnarskellirnir eru metnir með kerfisformi VAR-líkans fyrir tímabilið 1997-2010 (nánari lýsingu á aðferðafræði og niðurstöðum er að finna í kafla 10). Fyrir útflutningsverð og viðskiptakjör eru sýndir samtímafylgnistíklar árlegra breytinga fyrir tímabilið 1971-2011. Útflutningsverðið er í erlendri mynt. Heimildir: Macrobond og Seðlabanki Íslands.

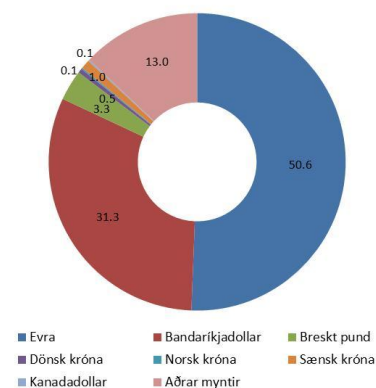
Tafla 20.1 sýnir einnig fylgni útflutningsverðs og viðskiptakjara Íslands og annarra iðnríkja, en ætla má að sveiflur í þessum tveimur stærðum vegi nokkuð þungt í framboðsskellum lítilla og opinna hagkerfa eins og þess íslenska.¹² Eins og sjá má virðast sveiflur í verðlagi

¹⁰ Eins og fram kemur í kafla 10 mælist fylgni innlands hagvaxtar við hagvöxt annarra iðnríkja yfirleitt á bilinu 0,4-0,6. Eðlilegra er hins vegar að bera saman fylgni undirliggjandi efnahagsskella en fylgni hagvaxtar þar sem fylgni hagvaxtar getur t.d. endurspeglad alþjóðleg áhrif sem hafa áhrif á öll ríkin og þarf því ekki að segja mikið um efnahagsleg tengsl þeirra. Þetta á sérstaklega við þegar tímabilið frá árinu 2008 er tekið með, en hætt er við að áhrif hinnar djúpu alþjóðlegu efnahagskreppu sem þá skall á yfirgnæfi matið á fylgnistíðunum.

¹¹ Eins og rakið er í kafla 10 er einnig eðlilegt að horfa frekar til fylgni framboðsskella en eftirspurnarskella við mat á hversu heppileg ríki eru saman í myntbandalagi, þar sem stærstur hluti eftirspurnarskella endurspeglar hagstjórnarskelli (t.d. peningastefnuskelli) sem myndu hverfa við inngöngu í sameiginlegt myntbandalag.

¹² Fyrir lítil opin hagkerfi má einnig gera ráð fyrir því að útflutningsverð og viðskiptakjör (þ.e. hlutfallslegt verð út- og innflutnings) séu ytri stærðir, þ.e. hagstærðir utan áhrifasviðs viðkomandi ríkja. Sjá t.d. Arnór Sighvatsson, Mát Guðmundsson og Þórarinn G. Pétursson (2001).

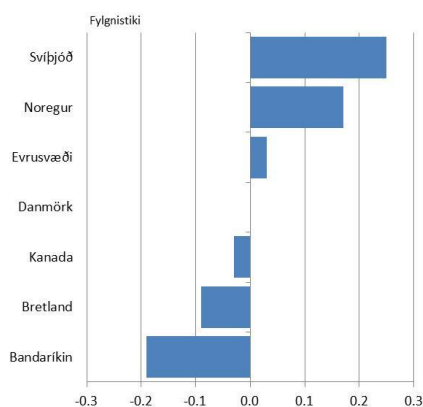
Mynd 20.6
Vægi gjaldmiðla í erlendri skuldastöðu Íslands (%)¹



1. Staða erlendra skulda miðast við árslok 2011. Erlendum skuldum í SDR er dreift á þær myntir sem mynda SDR í samræmi við vægi þeirra.

Heimildir: Seðlabanki Íslands.

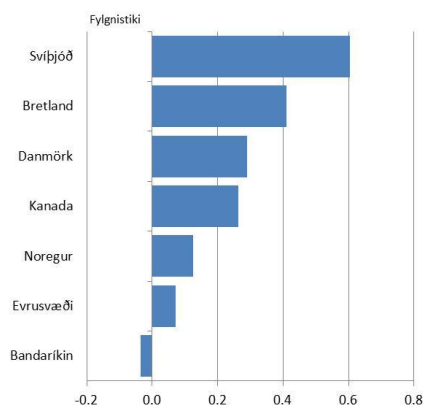
Mynd 20.7
Fylgni framboðsskella á Íslandi við önnur ríki



Samtímafylgni framboðsskella. Framboðsskellir metnir með kerfisformi VAR-likans fyrir tímabilið 1997-2010 (sjá nánar kafla 10).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

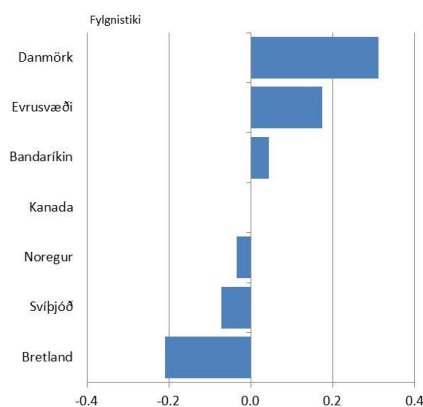
Mynd 20.8
Fylgni útflutningsverðs á Íslandi við önnur ríki



Samtímafylgni ársbreytinga útflutningsverðs í erlendri mynt fyrir tímabilið 1971-2011.

Heimildir: Macrobond og Seðlabanki Íslands.

Mynd 20.9
Fylgni viðskiptakjara á Íslandi við önnur ríki



Samtímafylgni ársbreytinga viðskiptakjara fyrir tímabilið 1971-2011.

Heimildir: Macrobond og Seðlabanki Íslands.

útflutnings Íslands tengdastar sveiflum í verði útflutnings Svíþjóðar en sveiflur í viðskiptakjörum tengdastar sveiflum í viðskiptakjörum Nýja-Sjálands. Reyndar virðast tengslin á þessa mælikvarða hvað sterkust við Nýja-Sjáland, sem hefur að ýmsu leyti svipaða framleiðslu- og útflutningsuppbyggingu og Ísland, eins og rakið er í kafla 4.¹³ Tengslin við stóru mynsvæðin, evrusvæðið og Bandaríkin, eru hins vegar fremur veik á þessa mælikvarða.

20.3 Hvaða gjaldmiðlar eru raunverulegir kostir fyrir Ísland?

Eigi að festa gengi krónunnar við annan gjaldmiðil eða að taka hann upp koma nokkrir kostir til álita. Hér á eftir verður fjallað stuttlega um kosti og galla þess að tengjast þeim gjaldmiðlum sem helst gætu komið til greina. Þeir gjaldmiðlar sem teknir eru til skoðunar eru evran, Bandaríkjadalur, norrænu krónurnar þrjár (danska, norska og sænska), breskt pund og Kanadadalur. Eingöngu er horft til hagrænna sjónarmiða, en ekki þeirra er lúta að stjórnmálalegum, landfræðilegum eða menningarlegum þáttum. Ekki er heldur tekin afstaða til þess í hvaða tilvikum séu mestar líkur á að hægt sé að ná samkomulagi við seðlabanka kjölfesturíkisins um trygga aðgang að lausafjárfyrirgreiðslu (sjá umfjöllun í köflum 18 og 19).

20.3.1 Tengsl efnahagsskella

Myndir 20.7-20.9 bera saman fylgni framboðsskella, útflutningsverðs og viðskiptakjara á Íslandi og í hinum sjö ríkjum. Eins og áður hefur komið fram mælist fylgni framboðsskella mest við Svíþjóð og Noreg, en bæði þessi Norðurlönd hafa eigin gjaldmiðil og sjálfstæða peningastefnu. Minnst mælist fylgnin hins vegar við Bandaríkin og litlu meiri við Bretland og Kanada. Svipuð niðurstaða fæst þegar fylgni útflutningsverðs og viðskiptakjara er skoðuð: fylgnin mælist almennt tiltölulega lítil, en þó mest við Svíþjóð og Bretland sé miðað við útflutningsverð, en við Danmörk og evrusvæðið sé miðað við viðskiptakjör.¹⁴

20.3.2 Samsetning erlendra viðskipta og skulda

Myndir 20.10-20.12 sýna vægi ofangreindra sjö gjaldmiðla í utanríkisviðskiptum Íslendinga. Eins og áður hefur verið rakið er tæplega helmingur vöruviðskipta og rúmlega fjórðungur þjónustuviðskipta Íslendinga við evrusvæðið. Í vöruviðskiptum er hlutur Bretlands og Bandaríkjanna töluvert minni eða um 10% en Danmörk, sem rekur

¹³ Í kafla 4 kemur fram að hlutdeild atvinnugreina í heildarvinnsluvirði þjóðarþúsins er að mestu leyti svipuð hér og í öðrum iðnríkjum. Hins vegar er samsetning útflutningsframleiðslunnar mjög frábrugðin að því leyti að mun stærri hluti útflutningsins samanstendur af mat- og hrávöru í stað iðnaðarframleiðslu líkt og í flestum öðrum þróuðum ríkjum. Þau iðnríki sem næst komast Íslendingum að þessu leyti eru Ástralía, Noregur og Nýja-Sjáland.

¹⁴ Við samanburð á fylgnistíkjum er hins vegar rétt að hafa í huga að fylgni getur breyst enda samsetning útflutningsbreytingum undirorpin (t.d. við aðild að sameiginlegu mynsvæði, sjá kafla 5) og tilviljunarkenndir þættir geta haft áhrif á fylgnina yfir styttri tímabil.

fastgengisstefnu gagnvart evru, er skammt á eftir evrusvæðinu í þjónustuviðskiptum, með um fimmtungshlut. Hlutur hinna tveggja Norðurlandanna er minni í vöru- og þjónustuviðskiptum Íslendinga og hlutdeild Kanada áberandi minnst.¹⁵ Vægi Bandaríkjadals verður hins vegar nokkru hærra þegar horft er til samsetningar uppgjörsmynta í vöruviðskiptum Íslendinga eða svipað og vægi evru. Hvor gjaldmiðill um sig hefur þá u.þ.b. þriðjungshlutdeild. Vægi annarra gjaldmiðla er hins vegar svipað og vægi þeirra í vöruviðskiptum. Aukin hlutdeild Bandaríkjadals miðað við vægi Bandaríkjanna í vöruviðskiptum er því helst á kostnað annarra gjaldmiðla en þeirra sjö sem hér eru bornir saman.¹⁶ Mynd 20.13 sýnir hlutdeild þessara sjö gjaldmiðla í erlendum skuldum Íslendinga. U.þ.b. 82% erlendra skulda þjóðarbúsins eru í evrum og Bandaríkjadöllum, þar af ríflega helmingur í evrum. Vægi hinna fimm gjaldmiðlanna er lítið sem ekkert.¹⁷

20.3.3 Samantekt

Öll sjö myntsvæðin sem hér eru borin saman eiga það sammerkt að veita trausta peningalega kjölfestu. Ef það er lagt til grundvallar gætu þau því öll komið til greina verði ákveðið að tengja krónuna við annan gjaldmiðil eða taka upp erlendan gjaldmiðil. Sé hins vegar lítið til stærðar myntsvæðanna og mögulegra nettengslaáhrifa er ljóst að Bandaríkin og evrusvæðið bera höfuð og herðar yfir hin fimm myntsvæðin. Með aðild að stóru myntsvæði fylgir aðild að stóru og skilvirku fjármálakerfi alþjóðlegs forðagjaldmiðils þar sem stærðarhagkvæmni gjaldmiðlanotkunarinnar er hvað mest. Mun fleiri ríki tengjast evrusvæðinu og myntsvæði Bandaríkjadals í gegnum viðskipti og ýmiss konar gengistengingu. Gengistenging við þessi tvö myntsvæði mun því hafa í för með sér gengisstöðugleika gagnvart mun fleiri gjaldmiðlum, t.d. danski krónu í tilviki upptöku evru. Sveiflur í meðalgengi krónunnar yrðu því minni en ef krónan yrði tengd minni myntsvæðum.

Við mat á vægi evrusvæðis eða Bandaríkjanna í utanríkisviðskiptum Íslendinga þarf einnig að taka tillit til fjölda ríkja sem tengja gengi gjaldmiðils síns við annaðhvort evru eða Bandaríkjadal. Við mat á vægi evrusvæðisins þarf t.d. að bæta gjaldmiðlum Danmerkur, Búlgaríu, Litháen og Lettlands, en við mat á vægi Bandaríkjadals þarf að taka tillit til fjölda ríkja sem tengja gengi gjaldmiðla sinna við dalinn (sjá nánar í kafla 18).¹⁸ Eins og sjá má á mynd 20.14 hækkar hlutdeild evrunnar í vöruviðskiptum Íslendinga í 53% og í 40% í

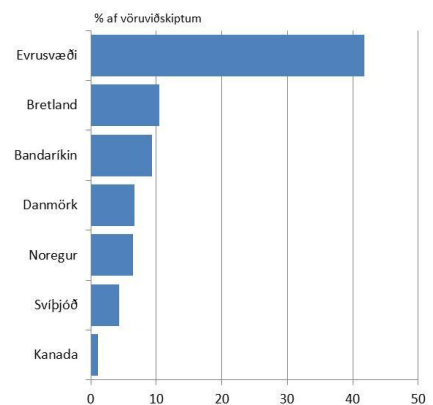
¹⁵ Eins og fjallað er um í kafla 4 er hlutdeild evrusvæðisins jafnvel meiri ef eingöngu er horft til samsetningar útflutnings. Á þann mælikvarða er hlutdeild evrusvæðisins 52% en um ¼ sé horft til EU-15 ríkjahópsins, þ.e. evruríkjanna, Bretlands, Danmerkur og Svíþjóðar.

¹⁶ Af um fjórðungs viðbótarvægi Bandaríkjadals miðað við vægi Bandaríkjanna í vöruviðskiptum koma rúmlega 17 prósentur frá öðrum gjaldmiðlum og um 9 prósentur frá hlutdeild evrunnar.

¹⁷ Í erlendum skuldum þjóðarbúsins vega skuldir í japönskum jenum og svissneskum frönkum u.þ.b. 10% af heildinni.

¹⁸ Varðandi tengsl kínverska júansins við Bandaríkjadal er reyndar rétt að hafa í huga að þau eru smám saman að rofna, enda stefnir í að júanið verði einn af forðagjaldmiðlum heims. Gengi þess mun að líkindum fljóta gagnvart öðrum gjaldmiðlum er fram líða stundir.

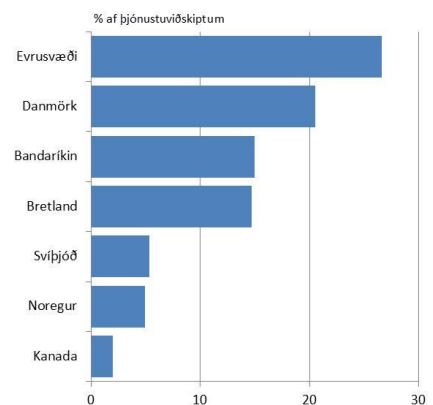
Mynd 20.10
Vægi landa í vöruviðskiptum Íslands



Önnur ríki sem nota viðkomandi gjaldmiðil teljast einnig með. Meðaltal tímabilsins 2000-2010.

Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

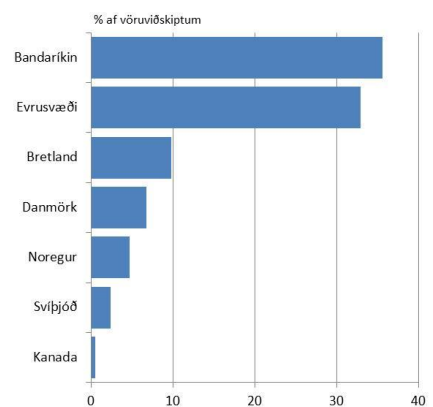
Mynd 20.11
Vægi landa í þjónustuviðskiptum Íslands



Önnur ríki sem nota viðkomandi gjaldmiðil teljast einnig með. Meðaltal tímabilsins 2009-2010.

Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Mynd 20.12
Vægi gjaldmiðla í vöruviðskiptum Íslands



Meðaltal vægis gjaldmiðla í útflutningi (FOB) og innflutningi (CIF) vara á árunum 2000-2010.

Heimild: Hagstofa Íslands.

Land	% af erlendum skuldum
Írlandur	51
Bandaríkin	31
Bretland	4
Svíþjóð	2
Danmörk	1
Noregur	0.5
Kanada	0.2

Heimild: Seðlabanki Íslands.

A stacked bar chart titled '% af heildarvðiðskiptum' (Percentage of total tax revenue). The y-axis represents the percentage from 0 to 60. The x-axis has two main categories: 'Evrusvæðið' (Eurozone) and 'Bandaríkin' (USA). Each category has two bars: 'Vörur' (Goods) and 'Þjónusta' (Services). The bars are stacked with blue at the bottom and red on top. The legend indicates: Blue = 'Ríkin sjálf og þau sem nota gjaldmiðilinn' (The states themselves and those who use the currency), and Red = 'Þau ríki sem fasttengja gjaldmiðil sinn við viðkomandi gjaldmiðil' (Those states that peg their currency to the relevant one).

Land	Tegund	Ríkin sjálf og þau sem nota gjaldmiðilinn (%)	Þau ríki sem fasttengja gjaldmiðil sinn við viðkomandi gjaldmiðil (%)
Evrusvæðið	Vörur	46	6
	Þjónusta	27	13
Bandaríkin	Vörur	5	5
	Þjónusta	15	5

Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Teygnistiki (því nær 1 því nánnari tengsl)

Language	Correlation (approx.)
Sænsk kr.	1.05
Tæknísk kr.	1.02
Dönsk kr.	1.00
Estnisk kr.	1.00
Litháenskt lit.	1.00
Slóvakísk kr.	0.98
Slóvakískt slóv.	0.95
Kjönn.	0.92
Sveits.	0.90
Maltesisk krla	0.85
Pólkkt slót	0.85
Ungv. forrita	0.75
Norsk kr.	0.72
Íslensk kr.	0.70
Breskt pund	0.65
Lettmeskt lat.	0.58
Astr. dalar	0.55
Kan. dalar	0.30
Singap. dalar	0.15
Suburkór, vonn	0.05
Kínv. jún	0.02
Hong Kong dalar	0.01

Stikamat úr einfaldri aðfallsgreiningu (sjá rammagrein 12.2 og töflu 12.3 í kafla 12). *Heimildir:* Seðlabanki Evrópu (2006) og Seðlabanki Íslands.

Á heildina litið virðist evran vera sá kostur sem best fellur að þörfum íslensks efnahagslífs, sérstaklega þegar hafðar eru í huga niðurstöður rannsókna sem gefa til kynna að tengsl innlendrar hagsveiflu við hagsveiflu myntsvæðisins komi til með að aukast við aðild að myntsvæðinu (sjá kafla 5). Að auki benda niðurstöður kafla 12 til þess að gengissveiflur íslensku krónunnar megi helst rekja til sveiflna í gengi evru. Ísland og evrusvæðið (ásamt öðrum Norðurlöndum) eru einnig hluti af

¹⁹ Hér er miðað við vægi vöruviðskipta árin 2009-2010 til að tölurnar séu samanburðarhæfar við þjónustuviðskiptin en landasundurgreining þeirra er einungis til fyrir þau tvö ár. Á seinni hluta tímabilsins fór vægi Bandaríkjanna í vöruviðskiptum heldur minnkandi og var að meðaltali um 3 prósentum minna að meðaltali árin 2009-2010 í samanburði við tímabilið 2000-2010, sem notað er á fyrri myndum af samsetningu vöruviðskipta. Ef horft er til tímabilsins 2000-2010 eykst vægi evrusviðsins í vöruviðskiptum við að bæta við löndum sem tengja gjaldmiðil sinn evrunni úr um 42% í 50% en vægi Bandaríkjanna úr rúmlega 9% í tæplega 14%.

²⁰ Nýlega hefur þó svissneski seðlabankinn gripið til þess ráðs að reyna að stýra gengi svissneska frankans gagnvart evru til að koma í veg fyrir óhóflega styrkingu frankans.

sameiginlegum vinnumarkaði sem að öðru óbreyttu auðveldar aðlögun að efnahagsskellum innan sameiginlegs myntsvæðis (sjá umfjöllun í köflum 5 og 14). Hinir norrænu gjaldmiðlarnir gætu komið til greina yrði evran ekki fyrir valinu, en með því væri þó verið að tengjast mun minna myntsvæði sem vegur töluvert minna í utanríkisviðskiptum Íslendinga en evrusvæðið. Af þeim er þó danska krónan að ýmsu leyti álitlegust, vegna þess að gengi hennar er tengt evru innan mjög þröngra marka, enda nán og söguleg tengsl milli Danmerkur og helstu ríkja evrusvæðisins. Vegna þess hve nettengslaáhrifin gagnvart öðrum Evrópuríkjum yrðu mikil mætti halda því fram að með tengingu við dönsku krónuna yrði Ísland óbeint aðili að evrusvæðinu, þótt ábatinn yrði minni en af upptöku evru.²¹ Þátttaka Dana í ERM-II kemur þó í veg fyrir að dönsk stjórnvöld geti gert tvíhliða samning við íslensk stjórnvöld um gengissamstarf eða notkun dönsku krónunnar. Tenging við eða upptaka dönsku krónunnar yrði því að vera einhliða (sjá einnig umfjöllun í kafla 19).

Þótt viðskipti Íslands við lönd innan netkerfis Bandaríkjadal séu minni en viðskipti Íslands við lönd innan netkerfis evrunnar, myndu töluverð nettengslaáhrif fylgja tengingu við Bandaríkjadál þar sem hann er gjaldgengur á stóru myntsvæði og utan þess. Viðskipti Íslands við Bandaríkin eru hins vegar tiltölulega lítil og tengsl við hagsveiflu þeirra takmörkuð. Þótt Bretland sé minna myntsvæði hefur tenging við breska pundið þann kost að vera tengdari Íslandi sé lítið til hagsveiflunnar eða umfangs viðskipta. Af öllum þeim kostum sem verið hafa til umræðu virðist tenging við Kanadadal hins vegar vera sísti kosturinn. Kanada er efnahagslega tiltölulega lítið myntsvæði, viðskipti við Kanada eru nánast engin og ekkert annað ríki tengist Kanadadal beint, þannig að nettengslaáhrif eru hverfandi. Tengsl kanadísku hagsveiflunnar við hina íslensku eru einnig afar takmörkuð. Hins vegar hefur verðbólga verið lítil í Kanada og framkvæmd peningamála til fyrirmyndar.

20.3.4 Er tenging við myntkörfu valkostur?

Að lokum kæmi til álita að festa gengi krónunnar við körfu gjaldmiðla sem teljast álitlegir valkostir. Þetta er aðferð við að tengja krónuna sem lengi var notuð hér á landi, eins og fjallað er um í kafla 12. Kosturinn við að velja myntkörfu er helst sá að eigi viðkomandi ríki viðskipti við lönd með fleiri en einn gjaldmiðil er ávinningur af því að jafna sveiflur gagnvart þeim öllum fremur en gagnvart einum þeirra. Þetta á sérstaklega við ef viðkomandi ríki tengist ekki einu myntsvæði umfram annað með afgerandi hætti, t.d. ef utanríkisviðskipti eru mjög dreifð. Með tengingu við körfu gjaldmiðla er því hægt að jafna sveiflur í meðalgengi umfram það sem fengist með tengingu við einn gjaldmiðil.²²

²¹ Niðurstöður rannsókna benda til þess að það sé fyrst og fremst tilvist sérstaks gjaldmiðils sem virkar sem viðskiptahindrun fremur en gengissveiflur sem slíkar (sjá kafla 8). Áhrif þess að taka upp annan gjaldmiðil á milliríkjaviðskipti eru því meiri en myndu fylgja gengistengingu við sama gjaldmiðil.

²² Þessi kostur er þó erfiðari ef ætlunin er að taka upp myntráð eða annan gjaldmiðil. Eins og fjallað er um í kafla 18 er blandað myntráð fræðilegur möguleiki, þótt ekkert ríki í heiminum hafi reynt það. Upptaka fleiri en eins gjaldmiðils er einnig möguleiki, eins og gert var í Simbabwe eftir óðaverðbólgu tímabilið sem lauk árið 2008 (sjá t.d. Kramarenko o.fl., 2010).

Þótt myntkarfa sé að ýmsu leyti álitlegur kostur eru ýmis rök gegn honum. Í fyrsta lagi er slík gengistenging ekki eins gagnsæ og þegar um einn kjölfestugjaldmiðil er að ræða. Skortur á gagnsæi kann því að draga úr nytsemi gengismarkmiðsins sem peningalegrar kjölfestu.²³ Auk þess eyðir myntkarfa ekki gengisáhættu gagnvart neinum gjaldmiðli, en fórnar meiri breytileika í gengi gagnvart einstaka gjaldmiðlum í körfunni fyrir minni breytileika gagnvart körfunni í heild (Hanke og Schuler, 1994).

Eins og rakið er í Bleaney og Tian (2012), geta nettengslaáhrifin sem fjallað er um fyrr í þessum kafla einnig vegið þyngra en kostir tengingar við myntkörfu. Með því að tengjast stóru myntsvæði sem fjölmörg önnur ríki tengjast með gengisstefnu má því draga jafn mikið úr viðskiptavegnum gengissveiflum eins og með því að tengja gengi gjaldmiðilsins við viðskiptavegna gengisvísitölu. Eins og Bleaney og Tian færa rök fyrir, er þetta líklega skýringin á því af hverju svo fá ríki velja að tengjast myntkörfu fremur en einum gjaldmiðli. Eins og sést á mynd 20.2 fyrr í kaflanum hafa einungis 15 af 118 fullvalda ríkjum (tæplega 13%) sem valið hafa einhvers konar gengismarkmið valið myntkörfu. Af þeim eru einungis 5 ríki með landsframleiðslu á mann yfir miðgildi ríkja í heiminum og ekkert sem telst til þróaðri ríkja.

20.4 Lokaorð

Ekkert einhlítt svar er við þeirri spurningu hvaða gjaldmiðil sé best að festa gengi krónunnar við eða taka upp. Nokkur sjónarmið, sem helst ber að líta til, hafa verið reifuð hér að framan. Eðlilegt er að nálgast valið út frá því að markmiðið sé að lágmarka kostnað sem fylgir því að eiga viðskipti við önnur lönd og draga sem mest úr gengissveiflum gagnvart öðrum gjaldmiðlum. Út frá þessu sjónarmiði er því nærtækast að horfa til þess hversu mikil viðskipti eru við þau myntsvæði sem koma til greina, sem til lengdar getur haft áhrif á tengsl innlendrar hagsveiflu og hagsveiflu á svæðinu. Einnig skiptir máli hversu stórt svæðið er og hversu algengt er að önnur ríki tengist því. Ábatinn í formi stöðugra gengis verður því meiri sem fleiri gjaldmiðlar tengjast svæðinu. Hversu mikið viðkomandi gjaldmiðlar eru notaðir í uppgjöri alþjóðlegra viðskipta þjóðarinnar og hvernig samsetningu erlendra skulda þjóðarbúsins er háttað kann einnig að skipta máli. Að lokum er mikilvægt að viðkomandi gjaldmiðill sé traustur þannig að peningaleg kjölfesta sé til staðar á myntsvæðinu.

Þegar litið er til allra þessara þátta virðist tenging við eða upptaka evru augljósasti kosturinn, sé á annað borð ákveðið að tengja gengi krónunnar öðrum gjaldmiðli eða að taka hann upp. Evrusvæðið vegur langþýngst í utanríkisviðskiptum þjóðarinnar og erlendum skuldum hennar og er evran algengasta uppgjörsmýnt erlendra viðskipta hennar ásamt Bandaríkjadal. Evrusvæðið er jafnframt næststærsta myntsvæði heimsins á eftir því bandaríska. Því fylgir tengingu við evruna viðbótarábat, vegna þess að fjöldi annarra ríkja gerir slíkt hið sama eða

²³ Gagnsæið og gagnsemi sem peningaleg kjölfesta verður enn minni ef reglulega þarf að uppfæra vægi gjaldmiðla, t.d. í takt við breytingar á vægi landa í utanríkisviðskiptum.

reynir að draga úr sveiflum gagnvart henni. Tengsl innlendarar hagsveiflu við hagsveiflu evrusvæðisins eru hins vegar takmörkuð. Niðurstöður rannsókna benda þó til þess að slík tengsl aukist jafnan við aðild að myntbandalagi.

Sé miðað við tengsl hagsveiflunnar gætu norrænu gjaldmiðlarnir einnig komið til greina, þótt tengslin séu ekki mikil gagnvart neinum þeirra. Yrði evran ekki fyrir valinu virðist danska krónan vera vænlegasti kosturinn af norrænu gjaldmiðlunum, vegna þess að hún er fasttengd evru. Því fengist hluti af ábata þess að tengjast evrusvæðinu óbeint með tengingu eða upptöku dönsku krónunnar. Af öðrum valkostum hafa Bandaríkin þann kost að vera stórt myntsvæði og Bandaríkjadalur er forðagjaldmiðill. Því myndi töluverður ábati í formi nettenglaáhrifa fylgja upptöku Bandaríkjadals. Hins vegar eru viðskipti Íslands við Bandaríkin tiltölulega lítil og tengsl við hagsveiflu þeirra takmörkuð. Þótt breska myntsvæðið sé minna en hið bandaríska hefði Sterlingspundið þann kost að breska hagsveiflan virðist vera tengdari Íslandi og viðskipti við Ísland meiri. Tenging við Kanada virðist hins vegar að flestu leyti lakur kostur: kanadíska myntsvæðið er lítið og engin önnur ríki tengjast því, viðskipti við Kanada eru nánast engin og tengsl kanadísku hagsveiflunnar og hinnar íslensku mjög takmörkuð. Stjórn peningamála í Kanada er hins vegar traust.

Tenging við körfu gjaldmiðla kæmi einnig til greina, einkum ef um hefðbundna gengistengingu yrði að ræða. Á móti kemur að slík tenging yrði ógagnsærri en tenging við einn kjölfestugjaldmiðil og veitir að því leyti minni peningalega kjölfestu. Ábata tengingar við myntkörfu er auk þess hægt að ná fram að töluverðu leyti með tengingu við stórt myntsvæði sem fjöldi annarra gjaldmiðla tengist.

Heimildaskrá

- Arnór Sighvatsson, Már Guðmundsson og Þórarinn G. Pétursson (2001). Val á hagkvæmustu gengisstefnu fyrir Ísland. *Fjármálatíðindi*, 48, 20-49.
- Bleaney, M., og M. Tian (2012). Currency networks, bilateral exchange rate volatility and the role of the US dollar. *Open Economies Review*, væntanleg.
- Choueiri, N., og G. Kaminsky (1999). Has the nature of crises changed? A quarter century of currency crises in Argentina. *IMF Working Paper*, nr. 99/152.
- Devereux, M. B., og P. R. Lane (2003). Understanding bilateral exchange rate volatility. *Journal of International Economics*, 60, 109-132.
- Donnenfeld, S., og A. Haug (2003). Currency invoicing in international trade: An empirical investigation. *Review of International Economics*, 11, 332-345.
- Edwards, S., (2002). The great exchange rate debate after Argentina. *The North American Journal of Economics and Finance*, 13, 237-252.
- Feenstra, R. C., og J. D. Kendall (1997). Pass-through of exchange rates and purchasing power parity. *Journal of International Economics*, 43, 237-261.
- Gurtner, F. J., (2003). Currency boards and debt traps: Evidence from Argentina and relevance for Estonia. *The World Economy*, 26, 209-228.
- Hanke, S. H., og K. Schuler (1994). *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook*. San Francisco: ICS Press (Institute for Contemporary Studies).
- Horn, G. A., og U. Fritsche (2002). Argentina in crisis. *DIW Economic Bulletin*, 39, 119-126.
- Kramarenko, V., L. Engstrom, G. Verdier, G. Fernandez, S. E. Oppers, R. Hughes, J. McHugh og W. Coats (2010). Zimbabwe: Challenges and policy options after hyperinflation. IMF, African Department, nr. 10/3.
- Mazzaferro, F., C. Thimann og A. Winkler (2003). On the sustainability of euroisation/dollarisation regimes: How important are fiscal transfers, offshore finance and tourism receipts? *Comparative Economic Studies*, 45, 421-436.
- Meissner, C. M., og N. Oomes (2009). Why do countries peg the way they peg? The determinants of anchor currency choice. *Journal of International Money and Finance*, 28, 522-547.
- Schuler, K., (2000). Basics of dollarization. Joint Economic Committee Staff Report. <http://users.erols.com/kurrency/basicsup.htm>.
- Yehoue, E. B., (2004). Currency bloc formation as a dynamic process based on trade network externalities. *IMF Working Paper*, nr. 04/222.