

- Uptaka nýrrar myntar: Skipta utanríkisviðskipti öllu máli?

Uptaka nýrrar myntar: Skipta utanríkisviðskipti öllu máli?

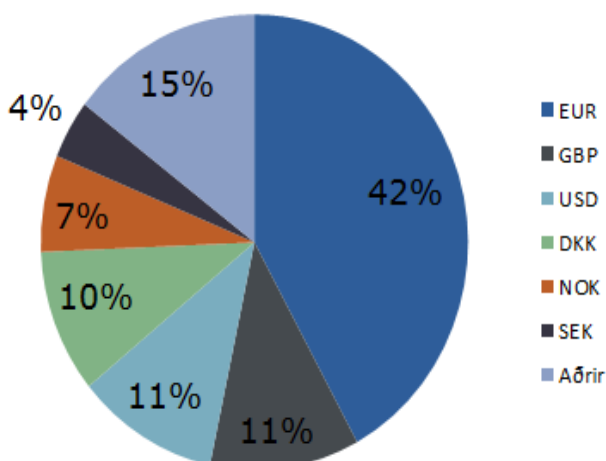
Innan hagfræðinnar hefur á síðustu 40 til 50 árum verið búinn til nokkuð skýr og lítt sveigjanlegur rammi til að meta kosti og galla sameiginlegs gjaldmiðils tveggja eða fleiri ríkja. Kostirnir eru almennt álitnir vera eindahagfræðilegir (e. microeconomic) og felast í því að draga úr viðskiptakostnaði fyrirtækja. Gallarnir eru hins vegar álitnir þjóðhagfræðilegir (e. macroeconomic) og felast í því að missa sveigjanleikann sem flotgengi færir hagkerfum. Þetta eru þau sjónarmið sem þegar eru farin að heyrast í umræðunni um einhliða upptöku annarrar myntar annarsvegar og inngöngu í myntbandalag Evrópusambandsins hinsvegar. En eiga þau endilega við á Íslandi núna?

Á yfirborðinu mælir eindahagfræðin með evrunni...

Fyrri sjónarmiðið á sér sögulegar rætur. Alþjóðasinnaðir hagfræðingar á 19. á borð við John S. Mill og Walter Bagehot voru t.a.m. fylgjandi einni alheimsmynt, því þeim fannst mestu skipta að draga úr viðskiptakostnaði í utanríkisviðskiptum. Sambærileg sjónarmið hafa haldið sér allt fram á okkar daga, og hafa verið ein veigamestu rökin gegn því að Íslendingar hugleiði aðra kosti en evru. Við skulum skoða ástæður þess.

Í fyrsta lagi felst þessi kostnaður í því að skipta gjaldmiðlum, því íslenskir innflytjendur þurfa að skipta krónum í erlendan gjaldeyri til að greiða fyrir innflutninginn, og útflytjendur þurfa að skipta gjaldeyrinum í krónur áður en þeir geta notað afrakstur útflutningsins til að greiða laun, kaupa inn aðföng o.s.frv. Þessi kostnaður felst einkum í muninum á kaup- og sölugengi gjaldmiðlanna hjá miðlurum, sem innheimta mismuninn fyrir þjónustu sína. Þessi kostnaður myndi hverfa í öllum viðskiptum við lönd sem nota sömu mynt og Íslendingar.

Viðskiptavog Íslands
- gjaldmiðlar sem Íslendingar eiga helst
utanríkisviðskipti í



Í öðru lagi felur óvissa um þróun gengisins í sér kostnað fyrir heimili og fyrirtæki sem eiga hagsmuna að gæta af utanríkisverslun, en það á við um flesta Íslendinga vegna þess hve stór hluti af landsframleiðslunni utanríkisviðskipti eru. Auk þess eru erlendir fjárfestar ólíklegri en ella til að vilja fjárfesta í íslenskum fyrirtækjum, því þeir neyðast þá til að taka stöðu í bæði *rekstri fyrirtækis*, sem er alltaf áhættusamt, og *gjaldmiðli*, sem einnig er einkar áhættusamt í tilviki krónunnar. Hið sama gildir um fjárfestingar íslenskra fyrirtækja sem hafa tekjur í erlendri mynt. Ávöxtunarkrafan á íslenskar fjárfestingar er því hærri en hún þarf að vera. Hægt er að eyða þessari gengisáhættu og draga þannig úr landsáhættunni með því að festa gengið gagnvart viðskiptalöndum Íslands og nota sömu mynt og þau.

Í þriðja lagi felur það í sér upplýsingakostnað að þurfa að þekkja gengi allra erlendra gjaldmiðla og

umreikna það yfir í krónur til að leggja mat á erlent verð, sem gerir fyrirtækjum auðveldara að halda við verðmismunun á milli landa. Hann myndi jafnframt hverfa með upptöku sameiginlegs gjaldmiðils.

Til þess að draga sem mest úr þessum þrenns konar kostnaði ætti að vera mest vit í því að velja sömu mynt og þorri viðskiptalanda okkar notar. Þar sem sú mynt er evra hafa sumir stjórnmálamenn og hagfræðingar viljað láta í veðri vaka að vart þurfi að ræða aðra kosti en hana. En er hægt að leyfa sér að afskrifa alla aðra kosti án frekari umræðu?

...en sé skyggst dýpra er mikilvægi utanríkisviðskipta ofmetið

Þessi framsetning er um margt einfeldningsleg, og líkleg til að ofmeta ávinning þess að taka upp þann gjaldmiðil sem þyngst vegur í viðskiptavoginni umfram aðra.

Í fyrsta lagi er munurinn á kaup- og sölugengi við að skipta gjaldmiðlum yfirleitt lítill og því ólíklegur til að bjaga hegðun verulega. Það virðist því ekki skipta stórkostlegu máli hvort Íslendingar taka upp evru, kanadadollar, norska krónu eða annan gjaldmiðil út frá þessu – þótt minnst megi á að íslenska krónan hlýtur að vera kostnaðarsöm, þar sem öll utanríkisviðskipti fela í sér gjaldeyriskaup undir núverandi fyrirkomulagi.

Í öðru lagi er ljóst að hægt er að draga verulega úr sveiflum í genginu gagnvart evru með upptöku stöðugri gjaldmiðils en krónunnar, þótt þeim verði ekki útrýmt. Bæði kanadadollar og norska krónan hafa til dæmis sveiflast á mun þrengri bili gagnvart evrunni en krónan síðasta áratuginn, líkt og greiningardeild hefur bent á (EUR/ISK, $\sigma=4,1\%$; EUR/CAD, $\sigma=3\%$; EUR/NOK, $\sigma=2\%$)¹. Hægur vandi er að verja sig fyrir minniháttar sveiflum á afleiðumarkaði, svo umframávinningur af því að læsa gengið algjörlega gagnvart evrunni er líklegast ekki stórkostlegur. Auk þess myndi upptaka alþjóðlegrar myntar sem nýtur meira trausts í augum erlendra fjárfesta en krónan lækka ávöxtunarkröfu á íslensk fyrirtæki frá því sem nú er, sé rétt að henni staðið og hún sé trúverðug til lengri tíma. Að lokum er vert að benda á að óvissa og handahófskennd lagaleg inngrip vegna gjaldeyrishaftanna eru sennilega einna mest fráhrindandi við krónuna, svo hver sú leið sem gerir afnám þeirra mögulegt sem fyrst er líkleg til að hafa verulegan ábata í för með sér.

Í þriðja lagi er sparnaður í formi upplýsingakostnaðar takmarkaður hvernig sem á það er litið, því Íslendingar hafa takmarkaðan ávinning af aukinni verðvitund gagnvart öðrum löndum heimsins. Ástæðan er sú að þeir eiga erfitt með að nýta sér verðmismun á milli landa, jafnvel þótt hann sé augljós. Hver myndi til dæmis fljúga til Frakklands eða Spánar til að gera innkaupin, jafnvel þótt þau væru ódýrari þar? Ef málið snýst um innflutning á ódýrri vöru, t.d. í gegnum vefverslun, þá er upplýsingakostnaðurinn við að reikna flutningskostnað, tolla, virðisaukaskatt o.s.frv. orðinn svo mikill að kvöð neytenda við að umreikna gengið vegur lítið í samanburðinum.

Af þessu má ljóst vera að þrátt fyrir að ýmis rök hnígi að því að evran sé heppilegust út frá viðskiptakostnaðarsjónarmiði, þá er með engu móti hægt að stilla dæminu þannig upp að ávinningur hennar sé þvílíkur umfram myntsvæði sem við eigum minni viðskipti við að ekki þurfi að ræða þau frekar.

Mikilvægi sveigjanleika sjálfstæðs gjaldmiðils einnig ofmetið

Helsti gallinn við að gefa upp á bátinn sjálfstæða peningastefnu er að ekki verður lengur hægt að leyfa genginu að síga til að bregðast við óhagstæðri þróun í þjóðarþúskapnum, líkt og gert hefur verið á Íslandi lungann úr 20. öldinni, og enn á ný á þeirri 21. Nóbelsverðlaunahafinn Paul Krugman orðaði það sem svo þegar hann var hér á landi síðasta haust að Íslendingar hefðu ella þurft að taka á sig „innra“ gengisfall – með öðrum orðum að lækka laun og verð á íslenskri framleiðslu að nafnvirði, sem er mun sársaukafyllra en að gera það í gegnum gengisfall myntarinnar og verðbólgu.

Það sem minnkar þennan kostnað við að fórna sjálfstæðri peningastefnu er einkum sagt vera fernt:

- Í fyrsta lagi sveigjanlegt launastig innanlands, þar sem það myndi auðvelda innri aðlögun að áföllum í efnahagslífinu sem gengið gæti ekki lengur mildað.

¹ σ er staðalfrávik í mánaðarsveiflum gjaldmiðlanna frá 1999.

- Í öðru lagi samhverfni hagsveiflunnar, þar sem líklegt er að sameiginlega peningastefna og gengisþróun sameiginlegu myntarinnar henti öllum aðildarríkjum hennar samtímis ef þau upplifa hagvöxt eða samdrátt sameiginlega.
- Í þriðja lagi hreyfanleiki vinnuafls innan myntsvæðisins, þar sem vinnuafli getur þá jafnað út hagsveifluna með því að flytjast frá svæðum í samdrætti til svæða í uppsveiflu.
- Í fjórða lagi hreyfanleiki fjármagns, sem myndi gera svæðum í samdrætti sem reka sig með halla kleift að slá lán hjá svæðum í uppsveiflu sem reka sig með afgangi.

Hér er erfiðara að færa rök fyrir því að umfang milliríkjavíðskipta skipti mestu, þótt margt bendi til að þau auki samþættingu. Mikilvægasti þátturinn er samhverfni hagsveiflunnar, þar sem þriðji og fjórði liðurinn skipta engu máli ef hagsveiflan innan myntsvæðisins væri alls staðar nákvæmlega sú sama. Ekki er stórmunur á fylgni hagvaxtar síðustu tvo áratugina milli Íslands og Noregs (0,53), Bandaríkjanna (0,56), Kanada (0,59), eða Evrusvæðisins (0,63), þótt vinnuafli og fjármagn sé að mörgu leyti hreyfanlegra milli Íslands, Evrópu og Norðurlandanna en milli Íslands og Ameríku, bæði vegna nálægðar og EES samningsins. Gögn benda svo til að laun séu ekki verulega sveigjanleg hér á landi; launabreytingar eru ótíðar og yfirleitt í formi hækkana.

En hversu mikill er kostnaðurinn fyrir smáríki eins og Ísland við að fórna sjálfstæðri peningastefnu? Í nýlegri rannsóknarritgerð Seðlabanka Íslands² er það niðurstaðan að sjálfstæð mynt í höndum smáríkis dregur ekki úr óstöðugleika í grunnstærðum hagkerfisins eins og fræðin segja, heldur eykur hún eingöngu á óstöðugleikann sem af gengissveiflum leiðir. Þannig skapi mynt á borð við krónuna sjálfstæð vandamál við hagstjórn, án þess að leysa nein.

Þetta virðist einmitt endurspeglast í viðhorfum þeirra sem talað hafa fyrir upptöku alþjóðlegrar myntar. Þar er áherslan ekki lögð á kosti þess að festa gengið gagnvart viðskiptalöndum okkar, eins og hefðbundnar kenningar ganga út frá, heldur í því að losna undan þeim óstöðugleika sem krónan hefur í för með sér, og framselja peningamálastjórnina til seðlabanka með mikinn trúverðugleika á alþjóðavísu.

Óvissuþættirnir of margir til að umræðan geti þroskast

Þótt fræðileg umræða um hagkvæm myntsvæði geti verið gagnleg upp að vissu marki er þó ljóst að enn eru pólitísku og praktísku óvissuþættirnir um raunverulega kosti Íslands í gjaldmiðlamálum of veigamiklir til að markviss umræða um þá geti farið fram. Enn liggur til dæmis ekki fyrir hvort og að hve miklu leyti seðlabanki Kanada væri reiðubúinn að taka þátt í upptöku Íslands á kanadadollar þrátt fyrir merkjasetningar þarlendra embættismanna, eða hvort seðlabankar annarsstaðar í heiminum væru reiðubúnir að gera hið sama. Það er forsenda þess að umræðan um gjaldmiðlamál fái þroskast að íslensk yfirvöld leitist við að skýra kostina sem við blasa mun betur en nú hefur verið gert. Fyrsta skrefið hefur þó verið stigið með viðurkenningu stjórnvalda á mikilvægi hennar.

Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Davíð Stefánsson	david.stefansson@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Hafsteinn Hauksson	hafsteinn.hauksson@arionbanki.is	444-6993
Kristrún Mjöll Frostadóttir	kristrun.frostadottir@arionbanki.is	444-6911
Stefán Broddi Guðjónsson	stefan.gudjonsson@arionbanki.is	444-6959
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6973

Ábyrgðarmaður: Þorbjörn Atli Sveinsson

Fyrirvari

² F. Breedon, Þ. G. Pétursson og A. K. Rose (2011) *Exchange Rate Policy in Small Rich Economies*. Rannsóknarritgerð no. 53, Seðlabanki Íslands.

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem Greiningardeild Arion banka hefur undir höndum þegar markaðspunktur eru ritaðir. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur Arion banki, eða starfsmenn Arion banka ekki tekið ábyrgð á villum. Vinsamlegast hafið samband við markaðsviðskipti Arion banka eða ráðgjafa áður en gengið er frá viðskiptum sem byggja á þessum markaðspunktum. Arion banki hf. og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og öfugt.

Arion banki, starfsmenn Arion banka, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Arion banka kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfuefni Greiningardeildar Arion banka lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankþjónustu.

Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið greiningardeild@arionbanki.is
