

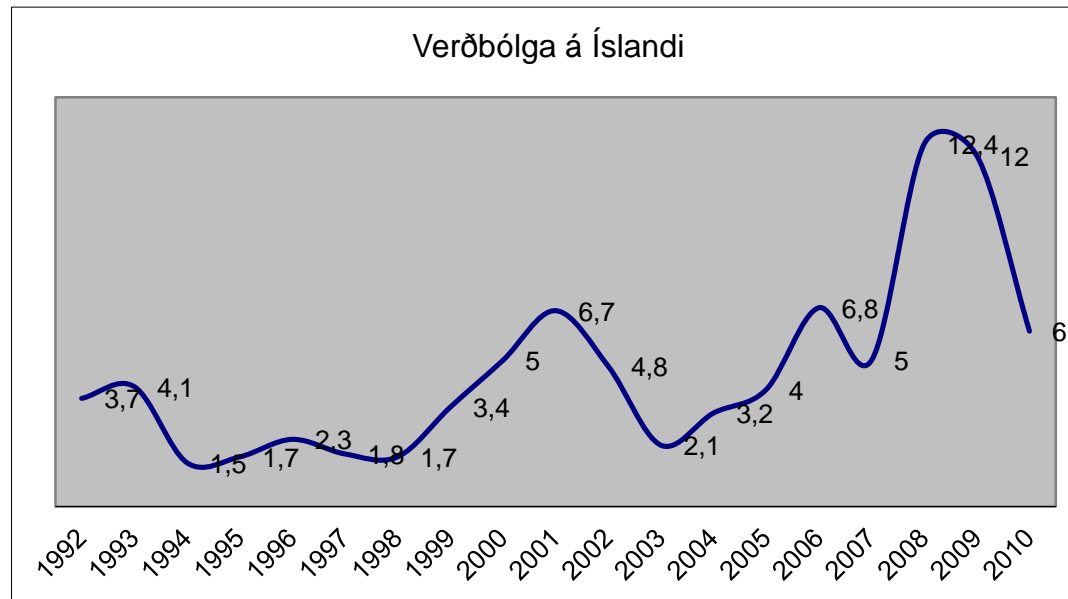


***Evrópusamstarfið og fyrirkomulag peninga- og  
efnahagsmála á Íslandi á næstu árum***

Orri Hauksson

”By continuing process of inflation, government can confiscate, secretly and unobserved, an important part of the wealth of their citizens.”

John Maynard Keynes



# Fastgengi (eða fljótandi)?



- Fastgengi miðar að stöðugum mælikvarða
  - gagnvart þeim gjaldmiðli (-um) sem fest er við
- Dregur úr gjaldmiðlaáhættu og auðveldar fjárfestingu og milliríkjavíðskipti
- Kallar á mikinn aga í ríkisfjármálum og hagstjórn á hverju tíma
  - Ytri peningastefna kann að vera úr takti
  - Fastgengi án beinnar upptöku viðmiðunargjaldmiðils getur laðað fram spákaupaárásir

# Fastgengi (eða fljótandi)?



- Ósamhverf högg geta framkallað atvinnuleysi
  - Að því marki sem nafnlaun eru treg niður á við
- Seljanleika- og fjarlægðarálag hverfur ekki með öllu við fastgengi eða upptöku nýs gjaldmiðils
- Víti til að varast: Argentína 1999
  - Öngþveiti og djúp kreppa
- Fyrirmynd: Eistland 2010
  - Innri gengisfelling, nafnlaunalækkun og 20% niðurskurður ríkisútgjalda

# *(Fastgengi eða) fljótandi?*



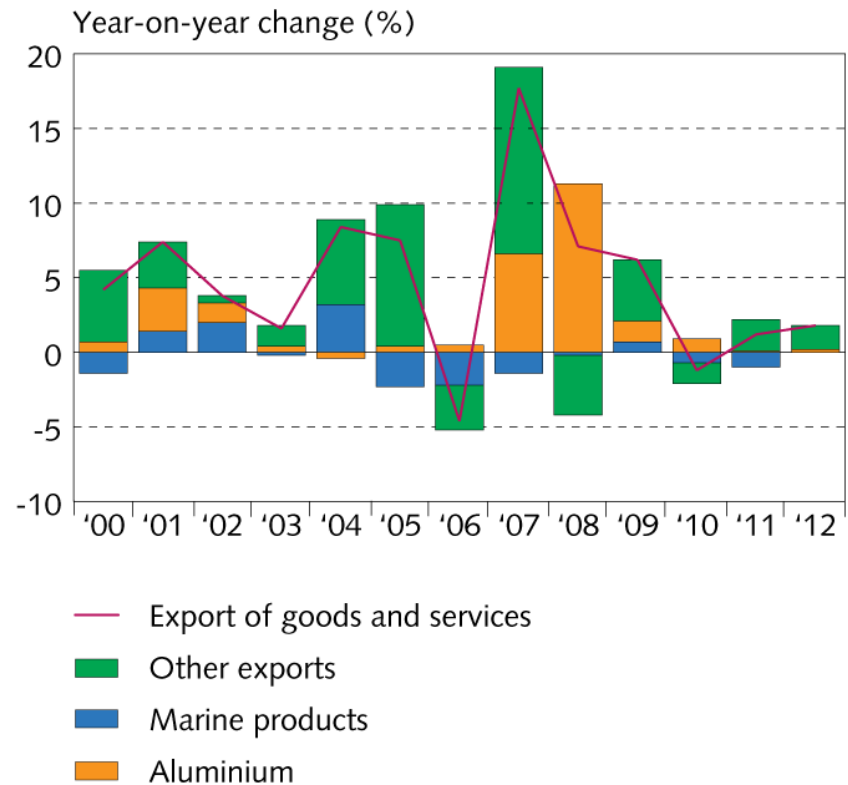
- Fljótandi gengi getur endurspeglað raunhagkerfið
  - Veitir höggdeyfi gegn ytri áföllum
  - Dreifir raungengisbreytingum um allt hagkerfið og getur viðhaldið atvinnustigi
- Felur í sér gjaldmiðlaáhættu og setur álag á fjárfestingu og milliríkjavíðskipti
- Kallar á mikinn aga í ríkisfjármálum og hagstjórn til langs tíma

# (Fastgengi eða) fljótandi?



- Fljótandi gengi getur verkað sem sveiflumagnari
  - Vaxtamunarviðskipti
  - Raungengi úr takti við hagkerfi gjaldmiðilsins
  - Hætta á fjármálaóstöðugleika

Export development and its main components 2000-2012<sup>1</sup>



1. Central Bank baseline forecast 2010-2012.

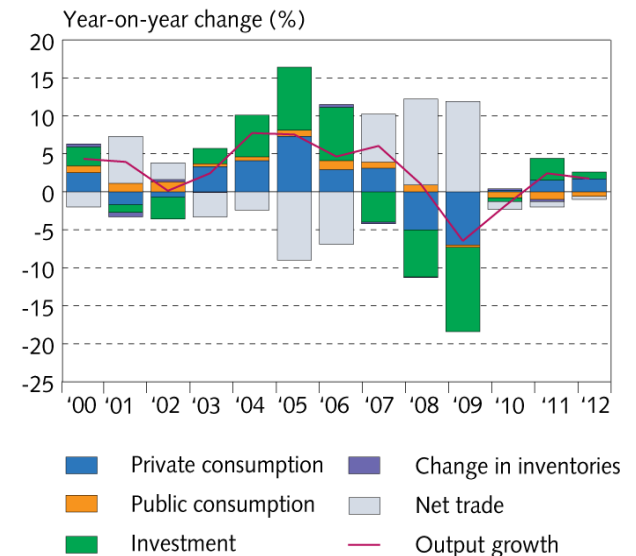
Sources: Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

# (Fastgengi eða) fljótandi?



- Rangt raungengi veldur röngum efnahagslegum hvötum
  - Framleiðsluþættir villast
    - Dæmi:
      - Of lítill útflutningur á tölvuleikjum
      - Of mikill innflutningur á Range Rover
- Mikill vaxtamunur hvetur til skuldsetningar í rangri mynt
  - Eykur áhættu í hagkerfinu
  - Dregur úr virkni peningastefnunnar

Output growth and contribution of underlying components 2000-2012<sup>1</sup>



1. Central Bank baseline forecast 2010-2012.  
Sources: Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

# Aðild Íslands að ESB og upptaka evru



- Verður aðild að ESB samþykkt?
- Ef já
  - Hvenær - 2012/2013?
  - ERM-II 2016?
  - Upptaka evru 2019?
- Ef nei
  - Stjórnun krónunnar hér áfram
  - Getum hugsanlega síðar tekið upp annan gjaldmiðil, einhliða eða tvíhliða
    - NOK, US\$, CAD\$, CHF, £, €, ₪, ¥, Facebook credits?





# Langtíma ójafnvægi í heimshagkerfinu

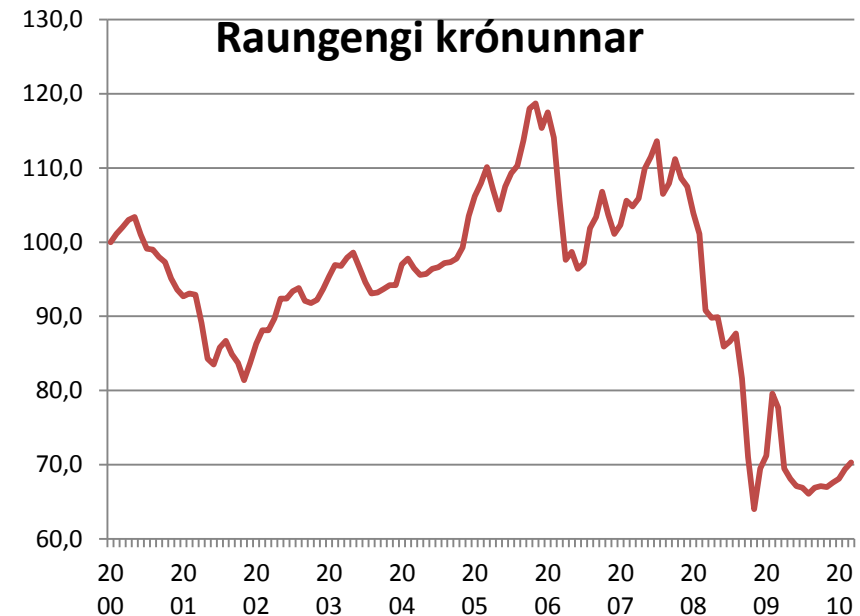


- Viðskiptahalli í BNA 2-6% á ári sl. 15 ár
  - Fyrst og fremst neysla (70% af VLF 2010!), lítil fjárfesting
  - Sparnaður verður að vaxa, sem mun draga úr heimseftirspurn
  - US\$ hefði fallið meira en raun ber vitni ef hann væri ekki heimsgjaldmiðill (e. reserve currency)
  - US\$ notaður í helming alþjóðlegra viðskipta, en VLF BNA er 25%
- Óleyst vandamál í Evrópu
  - £ í ólgusjó næstu ár á meðan spilast úr björgun bankakerfis þeirra
  - Verða ríkisfjármál endurskipulögð í Grikklandi og hvernig þróast skuldabréf annarra ríkja?
  - “Pact of competitiveness” í mars 2011
  - Gengi € hentar í augnablikinu illa ýmsum jaðarlöndum
  - € notuð í fjórðung alþjóðlegra viðskipta, en VLF € svæðisins er 15%
- Kína vex 9% á ári án vaxandi neyslu eða millistéttar
  - 2-10% afgangur af viðskiptum
  - Sparnaður 51% of VLF!
  - Auðsöfnun við ströndina, örbirgð inni í landi
  - ₣ mun lægri en hann ætti að vera
- Ósamhverfa í gjalmiðlum, viðskiptum og stjórnámálum

# Skásta leiðin fyrir Ísland



- Ekkert fyrirkomulag gallalaust
  - Verðum næstu ár að nýta þá kosti krónunnar sem fyrir hendi eru og lágmarka gallana
- Gjaldeyrishöft verða að hverfa
  - Eða einskorðast við vakurt fé (e. hot money)
- Seigfljóttandi gengi
  - Ekki þunnfljóttandi!
- Peningastefna sem óháð er umheiminum kemur ekki lengur til álita
  - Vaxtamunur getur ekki numið meiru en tilteknu  $\Delta$
- Undirstöður traustar og trúverðugar
  - Maastricht samleitni++



# Maastricht samleitni skilyrðin



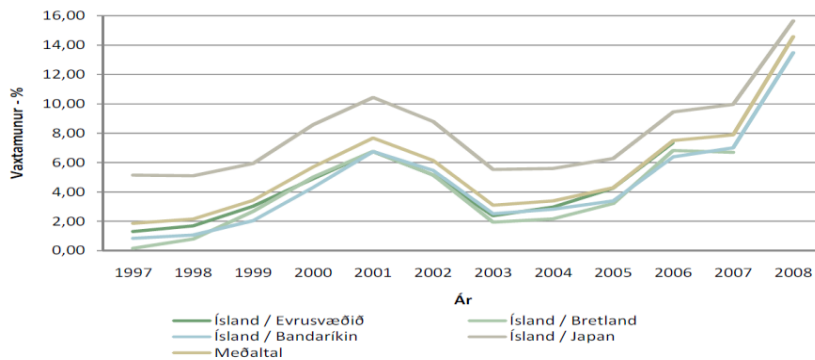
- Vaxtastefna ein og sér nægir ekki til þess að viðhalda jafnvægi
  - Þess verður líka að gæta að ríkið gæti aðhalds og skuldastaða ríkissjóðs sé hófleg
- Stöðugleikaskilyrði Maastricht-sáttmálans
  - verðbólga verði ekki meira en 1,5% yfir meðaltali verðbólgu hjá þeim þremur ESB- ríkjum sem eru með lægstu verðbólgunum
  - langtímastýrivextir verði ekki meira en 2% hærra en að meðaltali í þeim þremur ríkjum ESB þar sem verðlag er stöðugast
  - halli á rekstri ríkissjóðs verði ekki meiri en 3% af vergri landsframleiðslu
  - heildarskuldir hins opinbera verði ekki yfir 60% af vergri landsframleiðslu

- Tryggja þarf samþættingu fjármála hins opinbera og peningastefnunnar
  - Föst fjármálaregla opinberra útgjalda
    - Ríkisútgjöld vaxi ekki meira en framleiðni til langs tíma
  - Reglur um skuldsetningu sveitafélaga og bann við erlendum lántökum þeirra
  - Nánara samráð Seðlabanka, ríkisstjórnar og Alþingis
  - Að öllu jöfnu ætti Ísland að stefna að strangari skilyrðum um ríkisfjármál en Maastricht kveður á um
- Auka þarf virkni peningastefnunnar með því að draga eins og kostur er úr verðtryggingu
  - Stór hluti langtíma verðtryggðra lána er á jafngreiðsluformi
  - Þá er greiðslubyrði vegna hárra vaxta við lántöku dreift yfir mjög langt lánstímabil, í stað þess að lántakendur þurfi að taka á sig tiltölulega þunga greiðslubyrði framan af
  - Peningastefnan hrín lítt á þessi lán
  - Draga má úr jafngreiðsluforminu og auka breytileika afborgana eftir vaxtastigi – þ.a. að peningastefnan verki á þessi lán

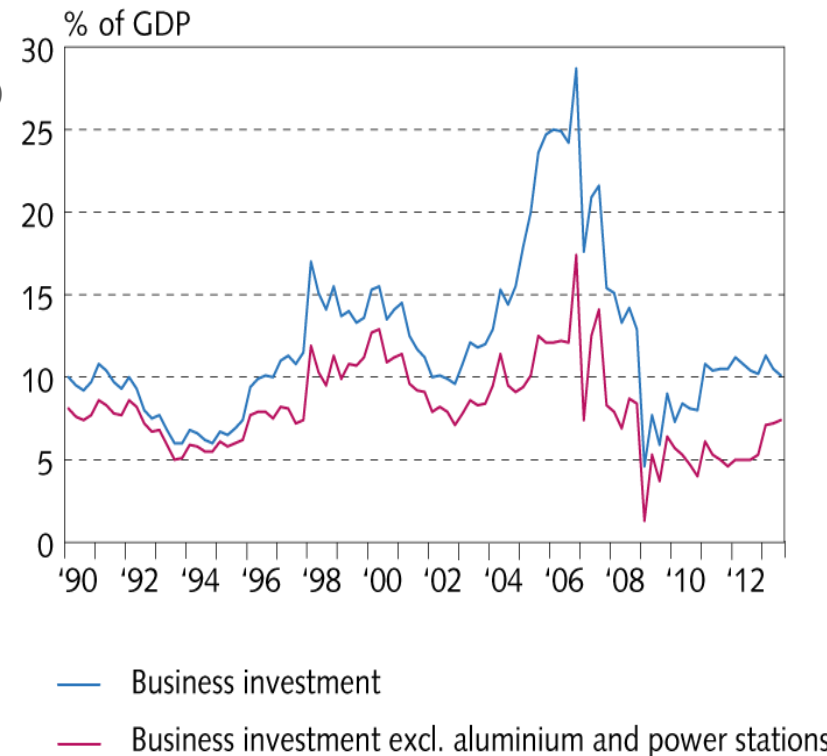
# Maastricht ++



- Vextir Seðlabankans mega ekki hækka nema að mjög takmörkuðu leyti umfram vexti helstu mynta
  - Ef hækka verður vexti umfram það þarf að afstýra vaxtamunarviðskiptum (e. carry trade)
  - Dæmi: Hækki vextir umfram vaxtameðaltals viðmiðunarlanda, virkjast skattaákvæði á „carry trade“
  - Hvorki má hindra erlendar langtímafjárfestingar á Íslandi né fjárfestingar Íslendinga ytra



## Business investment as a percentage of GDP<sup>1</sup>



1. Central Bank baseline forecast Q2/2010 - Q3/2013.

Sources: Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

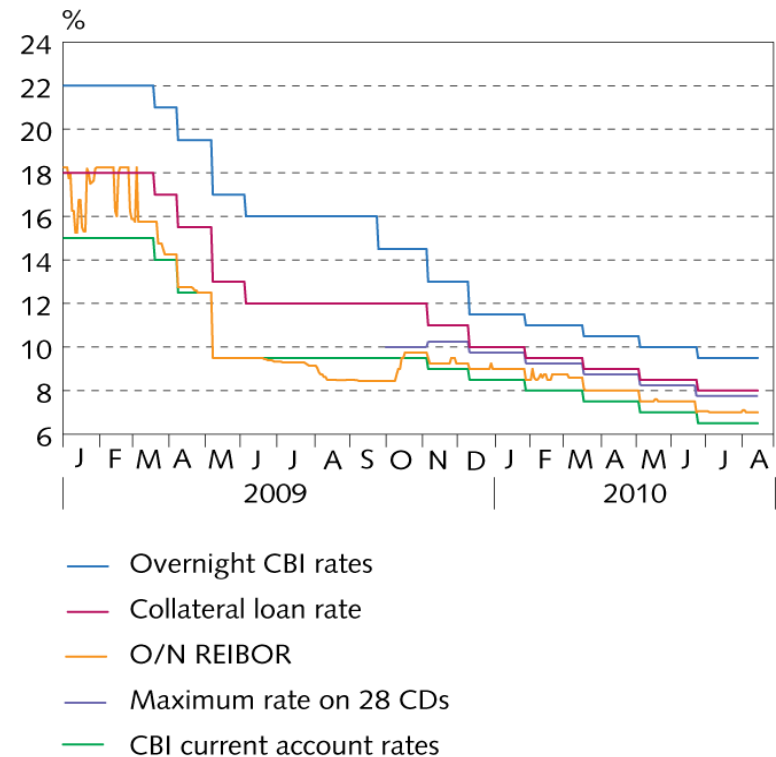
# Raunvaxtastig enn hátt á Íslandi



- Nafnvextir lægri en fyrr
  - Raunvextir þó hærri en þegar nafnvextirnir voru hvað hæstir
- Eftirspurn enn lítil
  - Væntingar lágar – fjárfesting í 70 ára lágmarki
  - Skattar háir, flóknir og ófyrirsjáanlegir
  - Gjaldeyrishöft
- Ruglingsleg opinber stefna í helstu atvinnugreinum
- Forgangsatíði að fá íslenska fjárfesta úr sporunum

Central Bank of Iceland interest rates and short-term market interest rates

Daily data 1 January 2009 - 13 August 2010



Source: Central Bank of Iceland.

# Leiðin út úr stöðnuninni



- Hvað þarf til að atvinnulaust fé ráðist í vinnu?
  - Skuldaleiðréttingar fyrirtækja (beina leiðin)
  - Skýra leið út úr höftum
  - Trúverðuga fjármálastjórn
  - Skattastefnu sem hamlar ekki gegn fjárfestingu
  - Maastricht ++
  - Víðtækari upplýsingasöfnun Seðlabanka í rauntíma?
  - Stærð gjaldeyrisvarasjóðs og notkun gjaldeyrisinngripa?
  - Reglur um breytileg hámarksveð- og eiginfjárhlutföll?
  - Takmarkanir á lausafjár- og gengisáhættu?
  - Fjármálaeftirlit og fjármálastöðugleiki til Seðlabanka?
- -> Trúverðug stjórnun peningamála næsta áratuginn



# Grunnur endurreisnar út áratuginn

