

Myntráð og einhliða upptaka evru

Drög 1

Ársæll Valfells

Umbrotatímar í gjaldmiðlamálum

Margar hagfræðikenningar sem enn er stuðst við í peningamálum eiga upptök sín hjá John Maynard Keynes eða eru eignaðar honum. Á tíma Keynes voru viðskipti með gjaldeyri nánast eingöngu vegna vöruviðskipta. Þá þurfti mikið að hafa fyrir gjaldeyrisviðskiptum og höft ríktu í milliríkjaviðskiptum.

Eftir seinna stríð var reynt að einfalda og samræma gjaldeyrismarkað og voru peningar bundnir við gull í svokölluðu Bretton Woods samstarfi. Það samstarf leið undir lok í forsetatíð Richard Nixon, því verðmæti bandaríkjadals gagnvart gulli féll þegar Bandaríkin hófu að fjármagna Víetnam stríðsreksturinn með seðlaprentun.

Við tók núverandi fyrirkomulag að gjaldeyrir er keyptur og seldur á mörkuðum og verðmæti hans ákvarðað af markaðsaðilum. Vöxtur fjármálakerfisins og framþróun í tölvu- og upplýsingatækni jók umfang viðskipta með gjaldeyri og viðskiptakostnaður hefur lækkað stórkostlega. Nú geta flestir átt viðskipti með gjaldeyri, skuldsett sig í mismunandi myntum og fjárfest óháð myntum. Hraði þessara viðskipta hefur margfaldast með tilkomu rafrænna viðskipta. Í dag er agnarsmár hluti af daglegri veltu á gjaldeyrismörkuðum tengdur vöruviðskiptum, ólíkt því sem áður var. Eðli markaðarins hefur því breyst.

Árið 1961 skrifaði nóbelsverðlaunahafinn og kennifaðir evrópska myntsamstarfsins Robert A. Mundell grein sem fjallar um hvað geti talist hagkvæmt gjaldmiðlissvæði. Sú grein leggur grundvöllinn að núverandi skilningi manna á hagrænu eðli gjaldmiðla. Lykilþáttur í greiningu Mundell er að þjóð er ekki það sama og hagkvæmt gjaldmiðlissvæði. Gjaldmiðlar sem skilgreindir eru út frá hugtakinu þjóð eru arfleidd frá þeim tíma er peningar voru ávísanir á gull. Með tilurð þjóðríkis komu stjórnvöld sér upp gullforða og prentuðu ávísanir á gull og skiptigengi gjaldmiðla þjóða var fast. Með afnámi Bretton Woods samstarfsins hættu vestrænar þjóðir endanlega að nota gull sem grundvöll verðmæta gjaldmiðilsins, enda var fólk þá tilbúið að samþykkja hlutverk pappírspeninga sem verðmæti í sjálfu sér.

Þegar ræddir eru kostir þess að hafa sjálfstæða peningastefnu, eru oftast 3 ástæður gefnar. Í fyrsta lagi viðskiptalegar, þ.e. hægt er að hafa áhrif á gengi gjaldmiðils til að hygla útflutningi og hamla innflutningi og þannig tempra hagsveiflur útaf ytri áföllum. Í öðru lagi eru fjármálalegar ástæður og þá helst möguleiki Seðlabanka til að prenta peninga og ákveða sjálfur verð þeirra. Peningaprentun býr til tekjur fyrir ríkið (verðbóluskattur) samkvæmt þessum kenningum en á einnig að tryggja greiðsluhæfi

fjármálakerfisins innanlands ef snögglega dregur fyrir fjárstreymi erlendis frá. Með þessu getur seðlabanki viðkomandi lands orðið verndari fjármálakerfisins (e. lender of last resort) og leyst úr lausafjárvanda innlendra fjármálastofnanana.

Fyrstu rökin, um að með gengisfellingu væri hægt að rétta úr hagkerfinu eftir ytri áföll, hafa verið gagnrýnd. Gagnrýnin felst í:

- Að í nútíma hagkerfi eru fjármálakerfi mun þýðingarmeiri en áður var. Gengisfellingar hafa vissulega áhrif á einstaklinga og fyrirtæki viðkomandi lands, en áhrifin sem gengisfellingar hafa á fjármálakerfið eru enn meiri. Ávinningur gengisfellinga í sögulegu ljósi er því mjög takmarkaður og mögulegt tap fjármálakerfisins er meira en ávinningur útflutningsgreina.
- Gengissveiflur búi ennfremur til kostnað vegna þess að með gengissveiflum verði áætlanir erfiðari. Gengissveiflur geta einnig dregið úr vilja fjármálastofnana til að veita lánsfé til langs tíma.
- Gengissveiflur skapa fjármálalegan óstöðugleika þar sem verðtrygging er útbreidd vegna áhrifa þeirra til verðbólgu.

Seinni rökin, um að seðlabanki viðkomandi lands gæti varið landið fjármálakreppum með prentun seðla, hafa einnig sætt gagnrýni.

- Vegna alþjóðavæðingar fjármálakerfisins eru bankar, fyrirtæki og einstaklingar með skuldbindingar og eignir í öðrum myntum og því er erfiðara að bjarga þeim með innlendra peningaprentun.
- Svo lengi sem fyrirtæki og stofnanir viðkomandi lands geta ekki fjármagnað sig alþjóðlega í eigin mynt er hætta á óstöðugleika sem innlend seðlaprentun getur ekki bjargað.
- Seðlaprentun veldur verðbólgu og þar með flótta fjárfesta úr gjaldmiðli yfir í eignir sem ekki rýrna. Því krefjast fjárfestar hærri vaxta í gjaldmiðlum þar sem hætta er á seðlaprentun.

Þriðju rökin, sem snúa að skattheimtu ríkisins af peningaprentun, mega sín lítils í dag. Þessi skattheimta er alla jafna brot úr prósentu af landsframleiðslu hvers árs. Skattheimta af útlendingum sem nota peningana er léttvæg nema þegar um stærstu myntir heims er að ræða.

Einn lærdómur þeirrar fjármálakreppu sem nú dynur yfir heimsbyggðina er að seðlabankar hafa einir og sér ekki lengur getu til að sinna hlutverki lánadrottins til þrautarvara. Reynsla Bandaríkjanna, Evrópu og Asíu nú er að í núverandi fjármálakreppu öðlast fjármálakerfið ekki trú og traust fjárfesta nema á því hvíli ríkisábyrgð. Þannig hefur stór hluti fjármálakerfis heimsins nú ríkisvæðst.

Til að ná stöðugleika í gjaldmiðilsmálum hafa þjóðir sameinast um gjaldmiðla, t.d. innan Evrópu. Þegar land innleiðir gjaldmiðils annars seðlabanka er verið að tengja það inn á efnahagssvæði gjaldmiðilsins. Því stærra sem gjaldmiðilssvæðið því hagfelldarar er að

stunda viðskipti í gjaldmiðlinum. Þannig fást stöðug viðskipti milli landa á gjaldmiðilssvæðinu. Verðbólga og viðskiptahalli skipta stjórnvöld þá ekki lengur máli því þau stýra ekki lengur peningamagni í umferð og bera enga ábyrgð á verðlagi. Til skýringar þá dettur engum til hugar að velja því fyrir sér hvort Selfoss sé með jákvæðan eða neikvæðan viðskiptahalla innan gjaldmiðilssvæðisins Íslands.

Nóbelsverðlaunahafinn Robert Mundell hefur velt þeirri spurningu upp hvort hagkvæmasta framtíðar skipan gjaldmiðla felist í því að í heiminum verði einungis til 3 gjaldmiðlar. Asíumiðill, Ameríkumiðill og Evrumiðill.

Við óhefta fjármagnsflutninga á milli landa er afar erfitt fyrir sjálfstæðan seðlabanka að fylgja fastgengisstefnu. Það var reynt á Íslandi til 2001 þegar fastgengi var afnumið. Einhliða fast gengi felur í sér að seðlabanki er tilbúinn að kaupa og selja gjaldeyri á föstu, fyrirframákveðnu verði. Þegar ójafnvægi ríkir í efnahagsmálum eiga seðlabankar erfitt með að verja fast verð gengissins á sama tíma og fjármagnsflæði er frjálst. Seðlabanki Íslands mun af þessari ástæðu ekki geta, einn sín liðs, varið fast gengi krónunnar án gjaldeyrishafta.

Myntráð

Ein leið sem ríki geta farið ein á báti til þess að festa gengi gjaldmiðils síns er sú að festa gengi gagnvart einum gjaldmiðli, t.d. evru eða dollar, þ.e.a.s. með því að safna gjaldeyrisforða í viðkomandi mynt og festa svo gengi innlends gjaldmiðils þegar gjaldeyrisforðinn er nægur til þess að geta keypt upp innlent peningamagn. Þetta er þá sambærilegt því að setja myntina á gullfót nema hvað notast er við erlenda mynt í stað gulls.

Myntráð krefst:

- Gjaldyrisforða
- Trúverðugleika yfirvalda peningamála
- Trausts bankakerfis
- Sveigjanlegs vinnumarkaðar

Ekki er útlit fyrir að Íslensk stjórnvöld uppfylli fyrstu þrjú skilyrðin um myntráð í fyrirjábanlegri framtíð. Hins vegar er vinnumarkaður sveigjanlegur hér á landi sem gerir upptöku fastgengiskerfis auðveldari.

Myntráð riðar til falls ef grunsemdir vakna um að yfirvöld peningamála hyggist setja gengið á flot til þess að bæta samkeppnishæfni innlendra atvinnuvega. Þá myndast væntingar um að gengi krónunnar muni lækka og fólk tekur að skipta krónum fyrir gjaldeyri.

Hong Kong hefur haft myntráð í fjölda ára og gengið vel. Eistland og Litháen höfðu myntráð áður en þau gengu í Evrópusambandið og fóru inn í ERM II. Mikilvægt að til staðar sé trúverðugleiki bankakerfis og eftirlitsstofnana þess áður en lagt er í myntráð.

Dæmi: Bermúda, Brúnei, Búlgaría, Falklandseyjar, Hong Kong.

Kostir og gallar

Fast gengi krefst umtalsverðs sveigjanleika á vinnumarkaði og á vörumarkaði. Þegar eftirspurn dregst saman þá verða laun að lækka eða vinnuafl að flytja til annarra landa ef ekki á að koma til atvinnuleysis. Sveigjanleiki raungengis verður einungis vegna sveigjanleika innlends verðlags og launa innan lands sem getur tekið langan tíma.

Sérstakir veikleikar myntráðs umfram önnur kerfi fasts gengis

Ef kreppa verður í efnahagslífinu; framleiðsla minnkar og atvinnuleysi eykst, þá gætu stjórnvöld freistast til þess að setja gengið á flot til þess að raungengi nái að lækka fljótar, að samkeppnisstaða atvinnuveganna batni fyrr. Grunur um slíka eftirgjöf veldur því að einstaklingar og fyrirtæki fara að skipta innlendri mynt fyrir erlenda og peningamagn skreppur saman. Minna framboð peninga og hærri vextir verða þá til þess að auka samdrátt innan lands og kreppan versnar sem enn eykur á þrýsting á stjórnvöld að setja gengið á flot Þetta gerðist í Argentínu um aldamótin síðustu.

Einhlíða upptaka evru

Einhlíða upptaka annars gjaldmiðils þarf ekki að taka mikið lengur en 2-4 vikur.

Kostnaður við að skipta krónunni út er áætlaður um 80 milljarðar af núverandi gjaldeyrisforða Seðlabankans¹. Aðgerðin felst í því að skipta út grunninnistæðum peningakerfisins; seðlum, mynt og innistæðum bankastofnana. Nettó gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands 409 milljarðar skv. stöðu bankans í október. Við einhlíða upptöku yrðu því um 320 af forða Seðlabankans laus til annarra nota.

¹ Vegna áfalls fjármálakerfisins er raunstærðir á reiki. Hér er notast við áreiðanlegustu tölur sem til eru þegar þetta er skrifað.

Dæmi um framkvæmd:

- Fyrst þarf að sjá til þess að nóg framboð væri af seðlum og mynt í hinum nýja gjaldmiðli.
- Að lokum er haft samband við IMF og því tilkynnt um skiptin.
- Síðan er ákveðinn dagur og stund. Eftir þann tíma verður allt bankakerfið skipt yfir í hina nýju mynt á föstu gengi.
- Fast gengi er ákveðið út frá því að það væri hagstætt framleiðslu og útflutingsgreinum.
- Síðan er ákveðið að skuldaviðurkenningar til skamms tíma (t.d.ávísanir) verðar gildar í 3 mánuði frá skiptunum í hinni eldri mynt en seðlar og aurar í allt að 6 mánuði.
- Lögskipað að öll verð í landinu séu birt í nýju og gömlu myntinni í 6 mánuði eftir að skiptin hófust.
- Bankar fá 3ja mánaða frest til að laga vaxtatöflur sínar að hinni nýju grunnmynt og vaxtastigi hennar.

Einhliða upptaka og bankakerfið

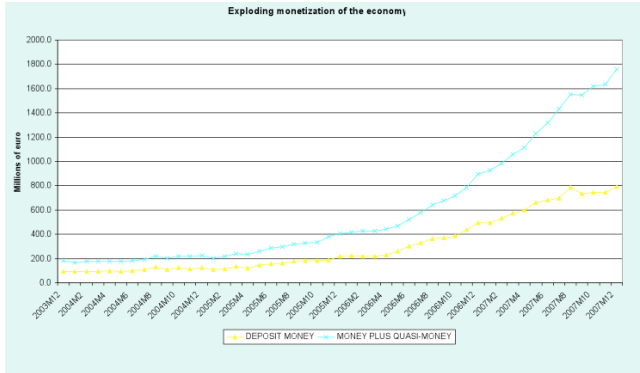
Í þeim löndum þar sem gjaldmiðill hefur verið tekinn upp einhliða hafa bankar verið einn þeirra atvinnuvega sem hvað mestan ábata hafa haft við skiptin². Gjaldeyrissveiflur eru sérstaklega kostnaðarsamar fyrir fjármálakerfi sem eru með blandaða gjaldmiðilssamsetningu. Gengissveiflur hjá fyrirtækjum og heimilum sem eru með tekjur sínar í einni mynt og skuldir í annarri valda óvissu um fjármálalega stöðu. Við gjaldmiðilsskipti hverfur sú óvissa og bankar, heimili og fyrirtæki geta því starfað eðlilega.

Seðlabankar hafa skilgreint hlutverk sem lánveitandi til þrautarvara. Í núverandi fjármálakreppu hefur komið í ljós að seðlabankar einir og sér duga ekki til að uppfylla það hlutverk í kreppum. Í Belgíu, Bretlandi og Bandaríkjunum hefur ríkið komið beint að björgun banka, án milligöngu eða aðstoðar seðlabanka. Í ríkjum sem hafa tekið einhliða upp annan gjaldmiðil og njóta ekki stuðnings seðlabanka viðkomandi myntar hafa bankar séð um eigið samtryggingarkerfi. Í Ekvador sameinast bankar um rekstur eigin lánveitanda til þrautarvara, ekki ósambærilegt við samtryggingu Svissneskra banka.

Bankaáhlaup geta orðið þegar banki á ekki eignir fyrir skuldum eða nægt lausafé til útgreiðslu innistæðna. Þegar lönd lenda í gjaldeyriskreppu smitar hún yfir í bankakreppu og bankaáhlaup. Trúverðugleiki gjaldmiðilsins smitar þá yfir í trúverðugleika bankastofnanna. Þegar gjaldmiðilsskipti eiga sér stað í kjölfar gjaldmiðilskreppu, líkt og í tilfelli Ekvador, er sú ráðstöfun m.a. gerð til að endurreisa trúverðugleika bankakerfisins. Þegar gjaldmiðlinum er skipt út og þá breytist vandi bankanna frá því að vera gjaldmiðilsvandi yfir í að vera spursmál um lausafjár- og eignastöðu. Þar sem bankar eru í eigu ríkissins og njóta ríkisábyrgðar valda gjaldmiðilsskipti ekki áhyggjum um eignastöðu. Reynsla Ekvador og Svartfjallalands var sú að þegar ónýtum gjaldmiðli var

² Kom fram í fyrirlestri Alonso Perez- Kakabadse sem framkvæmdi gjaldmiðilsskipti fyrir Ekvador. Fyrirlesturinn var haldinn í Hátíðarsal Háskóla Íslands, 8/12/2008.

skipt út batnaði lausafjárstaða bankanna. Ástæðan var sú að flótti fólks úr gjaldmiðlinum yfir í erlendan gjaldeyri var orsök áhlaup á bankana en með nýjum gjaldmiðli var traust fjármagnseiganda endurreist.



Mynd 1. Aukning innistæðna í Svartfjallalandi við skipti



Mynd 2. Aukning innistæðna í Ekvador

Einhliða upptaka og skiptigengi

Hafa ber í huga sambærilega þætti og við myntráð. Mikilvægt er að skipti fari fram á hagfelldu gengi til að auka samkeppnishæfni útflutningsgreina. Skiptigengi má þó ekki vera of lágt, því þá hefur aðgerðin verðbólguhvetjandi afleiðingar. Ennfremur má skiptigengi ekki valda skuldastöðu heimila og fyrirtækja vandkvæðum. Vegna óaftukræfrar festingar hagkerfisins við gjaldmiðlasvæði þurfa að fylgja nauðsynlegar laga- og reglugerðabreytingar. Breytingar sem t.a.m. tryggja hallalaus fjárlög til lengri tíma, litla erlenda skuldsetningu og sveigjanleika á vinnumarkaði.

Pólitísk áhætta

Deildar meiningar eru um pólitíska áhættu af einhliða upptöku gjaldmiðils. Þau ríki sem hafa tekið upp dollar hafa ekki lent í pólitískum afleiðingum vegna þessa. Þess má geta að Ekvador hefur lýst opinberlega yfir andstöðu sinni við Bandaríkin en styðst við bandaríkjadal. Sömu sögu má segja með Svartfjallaland og upptöku evru engir eftirmálar urðu vegna gjörningsins.

Samningurinn um EES inniheldur ekki ákvæði um gjaldmiðlamál, önnur en þau að stjórvöldum ber að tilkynna breytingar á fyrirkomulagi peningamála.

Dæmi um lönd sem hafa tekið einhliða upp aðra mynt: Panama (dollar), El Salvador (dollar), Ekvador (dollar), Montenegro (þýskt mark og evra).

Kostur

Einhlíða upptaka gæti tekið mjög skamman tíma, ef til vill aðeins 2-4 vikur. Myndi leysa gjaldeyriskreppu, lækka vexti og verðbólgu og ef til vill opna fyrir það að erlendir bankar vildu setja upp útibú hér á landi.

Óaftur kræf aðgerð, þegar gjaldmiðli hefur verið skipt út þá verður ekki aftur snúið í annað gjaldmiðilsfyrirkomulag.

Ókostir

Áhætta felst í að ákvarða skiptigengi. Ef evra er tekin upp á “of háu” gengi þá yrði afleiðingin hátt atvinnuleysi sem gæti varað í mörg ár.

Óaftur kræf aðgerð, þegar gjaldmiðli hefur verið skipt út þá verður ekki aftur snúið í annað gjaldmiðilsfyrirkomulag.