

16

Evrusamstarfið og fjármálalegur stöðugleiki

16.1 Inngangur

Aðild að Efnahags- og myntbandalagi Evrópu (EMU) felur í sér grundvallarbreytingu á umgjörð fjármálakerfisins í hverju ríki. Breytingin varðar hina þjóðhagslegu umgjörð fjármálastöðugleika, t.d. gjaldmiðlaáhættu í viðskiptum, aðlögun þjóðarbúskaparins að jafnvægi í kjölfar efnahagsskella og framkvæmd efnahagsstefnu, fjármálalega samþættingu innan svæðisins og fyrirkomulag eftirlits og viðbúnaðar á sviði fjármálastöðugleika. Til viðbótar við þátttöku í myntbandalaginu fylgir viðtækt samstarf um reglur og eftirlit á innri markaði Evrópu, ekki síst á sviði fjármálaþjónustu. Ætla má að það hafi haft og muni hafa veruleg áhrif á þróun fjármálakerfa aðildarríkjanna, þ.á m. stöðugleika þeirra.

Alþjóðlega fjármálakreppan sem reið yfir árið 2007 og náði hámarki haustið 2008 og ríkisskuldakreppan á evrusvæðinu sem fylgdi í kjölfarið varpar ljósi á samspil hinna þjóðhagslegu og fjármálalegu þátta sem hafa áhrif á fjármálastöðugleika. Framvinda kreppunnar hefur leitt í ljós ýmsa bresti í reglu- og stofnanaumgjörð sem á að stuðla að fjármálastöðugleika á evrusvæðinu eins og víðast hvar annars staðar. Umbótum á umgjörð fjármálaeftirlits Evrópusambandsins (ESB) og evrusvæðisins er hvergi nærri lokið. Meðal mikilvægra úrlausnarefna er t.d. dreifing á fjárhagslegum skuldbindingum, beinum og óbeinum, á milli aðildarríkja og sá freistnivandi (e. moral hazard) sem því getur fylgt.

Ísland tók þátt í innri markaði Evrópu á grundvelli samningsins um Evrópska efnahagssvæðið (EES-samningsins) en með eigin peningastefnu og sveigjanlegt gengi. Það átti þátt í að framkalla alvarlega kerfisáhættu hér á landi sem fólst í alþjóðlegri bankastarfsemi á sama tíma og eftirlit, innlánstryggingar, þrautavaralánveitingar og viðbrögð við kreppunni voru þjóðbundin. Þegar áhrif aðildar að evrusvæðinu á fjármálastöðugleika hér á landi eru metin er mikilvægt að aðgreina áhrif sem eru sannarlega tengd slíkri þátttöku og þau sem eru það ekki.

Í þessum kafla er fjallað um samspil myntbandalaga almennt og EMU sérstaklega og fjármálastöðugleika. Í næsta hluta kaflans er fjallað almennt um samspil fjármálastöðugleika og gengisfyrirkomulags. Í kafla 16.3 er stöðugleiki fjármálakerfisins á evrusvæðinu skoðaður sérstaklega. Í kafla 16.4 er reynsla evruríkjanna borin saman við reynslu annarra ríkja, einkum Evrópuríkja utan myntbandalagsins sem eru hluti innri markaðar Evrópu, annað hvort með aðild að ESB eða Fríverslunarsamtökum Evrópu (EFTA) á grundvelli EES-samningsins, og í kafla 16.5 er fjallað um reynslu Íslendinga. Í lokaorðum eru helstu niðurstöður dregnar saman.

Það efni sem fjallað er um í kaflanum er nátengt efni nokkurra annarra kafla í ritinu. Í kafla 11 er t.d. samanburður sem varpar ljósi á hugsanleg áhrif myntbandalags á eignabólur og í kafla 17 er samanburður á þjóðhagslegum áhrifum alþjóðlegu fjármálakreppunnar á ríki innan og utan EMU, með sérstakri áherslu á samanburð þróunarinnar á Íslandi og á Írlandi. Að lokum er í kafla 25 að finna lýsingu á fjármálastarfsemi og -eftirliti með fjármálakerfinu á innri markaði ESB.

16.2 Myntbandalög og fjármálastöðugleiki

Aðild að myntbandalagi felur í sér grundvallarbreytingu á umgjörð fjármálakerfisins í hverju landi og gæti því haft umtalsverð áhrif á stöðugleika þess (fjármálastöðugleiki er skilgreindur í rammagrein 16.1). Hér er ekki aðeins átt við hina stofnanalegu umgjörð fjármálakerfisins og regluverk þess heldur einnig almenn starfsskilyrði fjármálafyrirtækja, þ.á m. aukna starfsemi þeirra og viðskiptavina þeirra yfir landamæri, þá grundvallarbreytingu sem felst í því að gjaldmiðlaáhætta hverfur í viðskiptum innan svæðisins og að gengisbreytingar eru ekki lengur tæki til aðlögunar þegar ytri eða innri skellir raska jafnvægi í þjóðarþúskapnum. Eins og rakið er í kafla 2 er fjármálaleg samþætting og starfsemi yfir landamæri beinlínis eitt af markmiðum hins innri markaðar evrusvæðisins, sem miðar að því að auka samkeppni á svæðinu og alþjóðlega samkeppnishæfni evrópskra fyrirtækja, jafnt á sviði fjármálaþjónustu sem annarra viðskipta, og styrkja með því forsendur hagvaxtar og velferðar íbúanna.

Rammagrein 16.1 Hvað er fjármálastöðugleiki?

Þegar starfsemi fjármálakerfis er í þokkalegu jafnvægi er talað um að fjármálastöðugleiki ríki. Algennt er að fjármálakerfið sé talið stöðugt ef fjármálafyrirtæki, fjármálamarkaðir og innviðir þeirra, þ.m.t. greiðslu- og uppgjörskerfi, styðja flæði fjármagns milli sparifjáreigenda og fjárfesta þannig að fjármagn flæði þangað sem það nýtist best. Þannig er fjármálastöðugleiki mikilvæg forsenda hagvaxtar, en óstöðugleiki í fjármálakerfinu truflar miðlun fjármagns sem getur haft alvarlegar afleiðingar fyrir raunhagkerfið (sjá t.d. Levine, 2005, og Seðlabanki Íslands, 2011, um mikilvægi skilvirks fjármálakerfis fyrir langtímahagvöxt). Truflun í einum fjármálageira er jafnframt líkleg til að skerða jafnvægi fjármálakerfisins í heild. Þar sem greiðslu- og uppgjörskerfið er mikilvægt fyrir viðskipti getur truflun í því einnig valdið óstöðugleika.

Það er vel þekkt að fjármálakerfi og raunhagkerfi geta magnað upp sveiflur hvort hjá öðru, þ.e.a.s. að samspil þeirra feli í sér sveiflumagnandi (e.

procyclical) eiginleika (sjá kafla 11). Borio, Furfine og Lowe (2001) lýsa því t.d. hvernig hækkun eignaverðs styrkir eigið fé og veð, en það stuðlar að útlánþenslu og fjárfestingu sem eykur hagvöxt enn frekar. Viðvarandi útlánavöxtur og frekari hækkun eignaverðs geta leitt til víxlverkunar frekari aukningar útlána og hækkunar eignaverðs í uppsveiflu. Í niðursveiflu getur þetta snúist við með lækkun skuldsetningar (e. deleveraging) og snarpri lækkun eignaverðs sem hefur vaxandi neikvæð áhrif, fyrst í fjármálakerfinu og síðan í raunhagkerfinu. Bernanke, Gertler og Gilchrist (1999) tala um fjármálahröðun (e. financial acceleration) í þessu sambandi.

Skilgreiningar á fjármálastöðugleika hafa verið nokkuð á reiki, en eftirfarandi er skilgreing Seðlabanka Evrópu (ECB):

„Fjármálastöðugleiki er það ástand þegar fjármálakerfið – þ.e. fjármálafyrirtæki, fjármálamarkaðir og innviðir – getur staðið af sér áföll og leiðréttingu fjármálalegs ójafnvægis. Slik geta dregur úr líkum á truflun í miðlunarferli fjármálaþjónustu sem er nægilega alvarleg til að raska verulega ráðstöfun sparnaðar til mögulega arðbærra fjárfestingarverkefna.“

Í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar hefur verið lögð vaxandi áhersla á hugtakið kerfisáætta (e. systemic risk), sem er nátengt fjármálastöðugleikahugtakinu. Skilgreining G-10-ríkjahópsins á þessu hugtaki er eftirfarandi:

„Kerfisáætta er sú áætta að einhver atburður auki óvissu sem skaði efnahagsreikninga og grafi undan trausti hjá stórum hluta fjármálakerfisins sem sé nægilega alvarlegt til að hafa mikil neikvæð áhrif á raunhagkerfið.“

Meginvandi fjármálafyrirtækja í fjármálakreppu er að tryggja örugga fjármögnun skuldbindinga og varðveita gæði eigna sinna. Þegar fjármögnun á markaði hefur þornað upp og eignaverð hrúkið hafa stjórnvöld reynt að viðhalda fjármálastöðugleika með því að koma til móts við lausa- og eiginfjárbörf fjármálafyrirtækja þar sem það á við og með því tryggja áframhaldandi miðlun fjármagns í fjármálakerfinu.

Til þess að greina áhrif myntbandalagsins og samrunaþróunar í fjármálaþjónustu á fjármálastöðugleika er ágætt að stilla upp þeim þáttum sem geta dregið úr áhættu fjármálakerfisins annars vegar og aukið hana hins vegar. Niðurstöðuna, ef einhver er, þarf síðan að meta í ljósi ávinnings af hagkvæmni peningalegrar og fjármálalegrar samþættingar aðildar að myntbandalagi. Áhrifin á fjármálastöðugleika ráðast að nokkru leyti af áhrifum á þjóðhagslegan stöðugleika – og öfugt. Í kafla 13 og víðar í þessu riti er skoðað hvort aðild að myntbandalagi sé líkleg til þess að leiða til aukins þjóðhagslegs stöðugleika eða geti verið uppspretta þjóðhagslegs óstöðugleika. Meðal þeirra þátta sem haft gætu jákvæð áhrif á fjármálastöðugleika við aðild að myntbandalagi eru eftirfarandi:

- Gjaldmiðlaáætta hverfur í viðskiptum fyrirtækja og einstaklinga innan bandalagsins, sem dregur úr áhættu í efnahagsreikningum fjármálafyrirtækja.
- Bankar innan hvers aðildarríkis fá aðgang að lausafjárfyrirgreiðslu í þeim gjaldmiðli sem alþjóðlega starfandi fyrirtæki eiga sín viðskipti í að miklu leyti. Þetta kann að vera sérstaklega mikilvægt í ríkjum þar sem útflutningsfyrirtæki eða

fyrirtæki með stóran hluta starfsemi sinnar erlendis eru mikilvægur þáttur efnahagslífsins.

- Áhætta vegna gjalddagamisræmis skulda og eigna banka í erlendum gjaldmiðli vegna fyrirgreiðslu þeirra við fyrirtæki sem stunda utanríkisviðskipti eða eru með umfangsmikla erlenda starfsemi minnkar.
- Bankar sem áður störfuðu eingöngu innan einstakra ríkja geta náð fram aukinni áhættudreifingu án þess að auka gjaldmiðlaáhættu.
- Ef markaðssvæði fyrirtækja stækkar og þau ná fram meiri áhættudreifingu, stuðlar það einnig að áhættudreifingu fjármálafyrirtækja sem veita þeim lánaþyrngreiðslu.
- Gjalddeyrismarkaður hins sameiginlega gjaldmiðils verður dýpri en markaður fyrir gjaldmiðla einstakra ríkja (sjá kafla 12). Skilvirkari og dýpri markaður dregur að öðru óbreyttu úr óhóflegum gengissveiflum sem enn er til staðar gagnvart utanaðkomandi gjaldmiðlum og auðveldara verður að verja þá gjaldmiðlaáhættu.
- Ef aðild að myntbandalagi dregur almennt úr sveiflum í þjóðarþúskapnum ætti hún einnig að stuðla að stöðugri gæðum eigna fjármálafyrirtækja.

Peningalegri og fjármálalegri samþættingu getur einnig fylgt áhætta, a.m.k. ef hin stofnanalega umgjörð tekur ekki mið af aukinni samþættingu:

- Eftirlit með fjármálafyrirtækjum getur orðið erfiðara ef það er í höndum eftirlitsstofnana einstakra aðildarríkja án nægilegrar samræmingar á svæðinu í heild.
- Aðild að myntbandalagi kann að leiða til aukinnar starfsemi fjármálafyrirtækja þvert á lögsögu stjórnvalda, eftirlitsstofnana og innlánstryggingarsjóða, t.d. með auknum erlendum útlánum, söfnun erlendra innlána eða annarri erlendri fjármögnun. Ef alþjóðleg starfsemi er talin áhættusamari en innlend (t.d. vegna ófullnægjandi viðbúnaðar til að bregðast við vanda tengdum erlendum skuldbindingum) aukast líkur á áhlaupi á alþjóðlega bankastarfsemi, t.d. tengt heimaríkisslagsíðu (e. home bias) fjárfesta, sem getur orsakað umfangsmikið tjón.
- Þar sem möguleiki ríkja til þess að rýra skuldir með aukinni verðbólgu er síður fyrir hendi með þátttöku þeirra í myntbandalagi, er mikilvægt að ríkur agi í opinberum fjármálum sé til staðar. Að öðrum kosti kunna líkur að aukast á því að einstök aðildarríki myntsvæðisins lendi í skuldavanda, sem getur grafið undan stöðugleika fjármálakerfisins.
- Sé sameiginlegur skuldabréfamarkaður (sjá rammagrein 16.2 hér á eftir) ekki fyrir hendi innan myntsvæðisins hefur hinn sameiginlegi seðlabanki takmarkað svigrúm til þess að beita inngripum á skuldabréfamarkaði í því skyni að greiða fyrir miðlun peningastefnunnar á óróleikatímum. Þetta kann að auka

hættu á greiðslufalli ríkissjóða á svæðinu með tilheyrandi afleiðingum fyrir fjármálastöðugleika.

- Sameiginleg peningastefna myntsvæðisins gæti leitt til þess að vextir verði of lágir á sumum svæðum myntbandalagsins, en það gæti ýtt undir eignaverðsbólur og þannig grafið undan stöðugleika fjármálakerfisins. Þetta vandamál kann einkum að gera vart við sig fyrstu árin eftir aðild að myntbandalagi, eftir að vextir í nýjum aðildarríkjum hafa aðlagast lægri vöxtum á svæðinu í heild (sjá umfjöllun í köflum 2 og 21).
- Skortur á samstöðu um dreifingu byrða á milli skattsvæða í þeim tilgangi að mæta fjármögnunarvanda einstakra ríkissjóða og banka í skuldakreppunni getur grafið undan trausti markaðsaðila á björgunaraðgerðir og myntsamstarfinu í heild.

Margir ofangreindra áhættuþátta hafa afhjúpast í alþjóðlegu fjármálakreppunni sem hófst í ágúst 2007 og ýtt undir skuldakreppu á evrusvæðinu sem svæðið er enn að glíma við. Víst er að umbætur á stofnanaumgjörð bandalagsins munu vera byggðar á lærdómum af þessari reynslu. Ýmsir hinna jákvæðu þátta komu einnig glögglega í ljós. Um hvort tveggja er fjallað í næsta hluta kaflans.

16.3 Fjármálastöðugleiki á evrusvæðinu

Þótt evrusvæðið sé enn ungt að árum ætti þrettán ára reynsla ríkjanna sem mynda evrusvæðið frá upptöku evrunnar, þ.á m. reynslan af því hvernig fjármálakerfið í ríkjum svæðisins hefur aðlagast ytri áföllum sem dunið hafa yfir, að veita innsýn í þær aðstæður sem gætu beðið Íslands sem aðildarríkis evrusvæðisins, gangi landið í ESB.¹ Skipta má athugun á þessari reynslu í þrjá þætti. Í fyrsta lagi má spyrja hvort aðild sé líkleg til þess að verja aðildarríkin fyrir áföllum í fjármálakerfinu af völdum innlendra eða alþjóðlegra hræringa eða hvort hún sé líkleg til að auka líkur á slíkum áföllum. Í öðru lagi má spyrja hvort aðild að bandalaginu muni mýkja áhrif áfalla á þjóðarþúskapinn eða magna vandann enn frekar. Í þriðja lagi má spyrja hvaða áhrif aðild að bandalaginu hafi á það hvernig kostnaði af fjármálaáföllum er dreift á þegna bandalagsins. Líklega er fullsnemmt að svara þessum spurningum af viðunandi öryggi. Í þessum undirkafla er eigi að síður reynt að rýna í lærdóma reynslunnar undanfarin ár.

Þegar ríki af ólíkri gerð, t.d. í þeim skilningi að þau uppfylla skilyrðin um hagkvæm myntsvæði misvel (sjá kafla 5), mynda saman myntbandalag getur það valdið ójafnvægi á ákveðnum svæðum eða ríkjum sem haft getur áhrif á stöðugleika fjármálakerfisins í heild.² Rétt er þó að hafa í huga þegar reynslan af evrusvæðinu er metin, að slíkur vandi

¹ Upptaka evrunnar hinn 1. janúar 1999, sem var þriðji og síðasti áfangi EMU, fól í sér eðlismun í myntsamstarfi aðildarríkjanna (sjá umfjöllun í kafla 2). Þar sem markmiðið með þessum kafla er að skoða kosti og galla þess fyrir Ísland að vera innan eða utan núverandi evrusamstarfs er minni áhersla lögð á að greina áhrif samstarfsins á fjármálastöðugleika aðildarríkjanna fyrir þann tíma.

² Á sama hátt gæti við inngöngu í evrusvæðið verið ólíkt ástand í fjármálakerfi hins nýja aðildarríkis og ríkja sem fyrir eru á svæðinu sem taka þarf tillit til.

kann að vera mestur í upphafi vegna þess að ríkin sem mynda bandalagið í upphafi kunna að vera á ólíkum stað í hagsveiflunni þegar þau ganga inn í það, m.a. vegna þess að þau hafa búið við sjálfstæða peningastefnu (sjá kafla 2). Að lokum þarf að hafa í huga að þótt hin sameiginlega peningastefna hæfi sumum aðildarríkjum síður í byrjun kann að draga úr slíku misræmi með tímanum (sjá umfjöllun í kafla 5).

16.3.1 Spenna og aðlögun í þjóðarbúskapnum eftir stofnun evrusvæðisins

Aðild að myntbandalagi felur í sér grundvallarbreytingu á starfsumhverfi fyrirtækja, heimila og fjármálafyrirtækja sem getur haft umtalsverð áhrif á stöðugleika fjármálakerfisins. Gjaldmiðlaáhætta hverfur í viðskiptum yfir landamæri aðildarríkjanna og starfsemi fjármálafyrirtækja yfir landamæri verður auðveldari. Jafnframt felur gjaldmiðlasamruni í sér róttæka breytingu á umgjörð hagstjórnar, þar sem gengi gjaldmiðla aðildarríkja þjónar ekki lengur sem skjótvirkt aðlögunartæki í kjölfar efnahagsskella, heldur þarf aðlögun að eiga sér stað í raunhagkerfinu yfir lengri tíma með hlutfallslegum verðbreytingum og aukinni framleiðni (sjá kafla 5, 7 og 18). Almennu voru vonir bundnar við að myntbandalagið myndi auka stöðugleika aðildarríkjanna og annarra Evrópuríkja með því að minnka verðbólgu, lækka vexti og auka hagvöxt og samleitni allra þessara þátta innan evrusvæðisins. Þá var talið að tilkoma evrunnar myndi bæta áhættudreifingu og stuðla að neyslujöfnun (sjá kafla 2).

Til evrusamstarfsins var stofnað af ríkjum með nokkuð ólíkan sögulegan bakgrunn að því er áhrærir verðbólgu, hagvöxt, stjórn ríkisfjármála og vaxtastig. Þau höfðu þó gengist undir aðlögunarferli sem leiddi til umtalsverðrar samþættingar í aðdragandanum. Í Evrópu, eins og víðast hvar í heiminum, dró úr verðbólgu árin 1985-2005. Samhliða því tóku vextir almennt að lækka. Aðstæður í einstökum ríkjum hvað þetta varðar voru þó misjafnar og því var ljóst frá upphafi að vextir sem ákvarðaðir yrðu af hinum sameiginlega seðlabanka yrðu ekki endilega við hæfi allra aðildarríkja, sérstaklega í byrjun. Við aðild að EMU tóku vextir að lækka í átt að vöxtum í þeim ríkjum evrusvæðisins sem eru með minnsta verðbólgu, einkum Þýskalands. Þannig lækkuðu vextir t.d. umtalsvert í aðdraganda stofnunar EMU á Írlandi, Ítalíu og Spáni (og í Grikklandi í aðdraganda aðildar árið 2001) enda höfðu ríkin búið við meiri verðbólgu en svokölluð kjarnaríki og hagvöxtur á Írlandi hafði lengi verið til muna meiri en í öðrum ríkjum bandalagsins.³ Vaxtalækkunin kynti undir eftirspurn í ríkjum sem þegar einkenndust af lítilli sparnaðarhneigð og kann því að hafa kynt undir hækkun eignaverðs og stuðlað að aukinni skuldsetningu. Þrátt fyrir að dregið hafi úr verðbólgu á milli þessara ríkja og kjarnaríkjanna hélt verðlag og launakostnaður á framleidda einingu áfram að hækka hraðar en í kjarnaríkjunum. Eins og rakið er í kafla 2, fór samkeppnisstaða útflutnings- og samkeppnisgreina því hægt og bítandi versnandi. Jafnframt tókst sumum ríkjanna ekki að ná

³ Verðbólga var einnig meiri á Írlandi en í öðrum ríkjum eftir inngöngu í EMU. Írland var til að mynda með mestu verðbólgu á svæðinu árin 1999-2004. Sjá t.d. Lane (2006).

nægilega góðum tókum á ríkisfjármálum og skuldum hins opinbera, þótt staða þeirra hafi verið nokkuð ólík (sjá einnig kafla 15).⁴

Hafi aðild að myntbandalaginu kynt undir hækkun eignaverðs (þótt niðurstöður kafla 11 séu ekki afdráttarlausar hvað þetta varðar), aukið viðskiptahalla⁵ og stuðlað að aukinni skuldsetningu einkageirans eða hins opinbera (sem leiddi bæði til þess að gæðum útlána hrakaði og geta til að bregðast við áföllum minnkaði) og leitt til versnandi samkeppnisstöðu, má halda því fram að aðildin að myntbandalagi hafi á vissan hátt gert fjármálakerfi sumra evruríkja berskjaldað fyrir alþjóðlegum áföllum. Að því leyti gæti myntbandalagið hafa stuðlað að þeirri fjármála- og ríkisskuldakreppu sem nú er við að etja. Við þá ályktun verður þó að gera tvenns konar fyrirvara.

Í fyrsta lagi ber að líta til þess að mörg önnur ríki um allan heim gengu í gegnum áþekka þróun á sama tíma, þ.á m. mörg ríki með sjálfstæða peningastefnu eins og Ísland (sjá kafla 3 og 11). Eins og fjallað er um í kafla 17 var eignabólan á Íslandi raunar mjög áþekk hinni írsku þrátt fyrir ólíkan ramma peninga- og gengisstefnu. Eignabóla gekk einnig yfir á Bretlandseyjum, Ástralíu, Svíþjóð og fleiri ríkjum á sama tíma, að ógleymdum Bandaríkjunum. Það bendir til þess að evruaðildin hafi e.t.v. ekki verið sá þáttur sem mestu réð um það, heldur hafi eignaverðsbólan fyrst og fremst verið drifin áfram af samspili hnattrænna afla og þjóðbundinna aðstæðna, þ.á m. alþjóðlegu viðskiptajafnaðarójafnvægi sem lýsti sér í háu sparnaðarstigi og miklum viðskiptaafgangi í ýmsum nýmarkaðsríkjum, einkum Kína, og lágu sparnaðarstigi og viðskiptahalla í Bandaríkjunum og fleiri þróuðum ríkjum.

Í öðru lagi er, sem fyrr segir, rétt að gera greinarmun á vanda sem skapast getur eftir inngöngu í myntbandalag vegna þess að vextir viðkomandi ríkis aðlagast vöxtum á svæðinu og þeim aðstæðum sem ríkja til langframa. Aðlögunarferlið eftir að ríki gengur í myntbandalag er einkvæmur atburður. Því vegur þetta sjónarmið e.t.v. ekki þungt þegar rök með og móti aðild eru vegin, heldur fremur þegar mat er lagt á hvort tiltekin tímasetning inngöngu sé heppileg eða ekki. Fyrir ríki sem lengi hefur búið við umtalsvert hærra vaxtastig en ríkir innan myntbandalagsins gæti verið heppilegra að ganga í bandalagið þegar slaki er í þjóðarbúskapnum, líkt og Finnland, fremur en í uppsveiflu, eins og Írland. Þá gæti þurft að grípa til sérstakra mótvægisáðgerða, t.d. með beitingu þjóðhagsvarúðartækja og aðhalds í opinberum fjármálum, til þess að draga úr líkum á því að eignabólur myndist.

Langvarandi ójafnvægi í hagþróun, sem birtist í litlum sparnaði, lágu vaxtastigi, mikilli skuldasöfnun, offjárfestingu, viðskiptahalla, eignaverðsbólu og hækkun raungengis, gerir efnahagslíf viðkomandi ríkis viðkvæmt fyrir hræringum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Slík þróun er viðsjárverðari ef mikil kerfisáhætta hefur náð að myndast í

⁴ Í Grikklandi eru ófullburða stofnanir taldar hafa gert stjórnvöldum erfitt fyrir með að innleiða umbætur í ríkisrekstri sem eru mikilvægar fyrir bættan árangur í lækkun skulda. Í evrukreppunni hefur alþjóðlegur þrýstingur aukist á Grikki að lagfæra slík atriði. Sjá t.d. <http://www.publicserviceeurope.com/article/1573/greece-has-ignored-fight-against-corruption>.

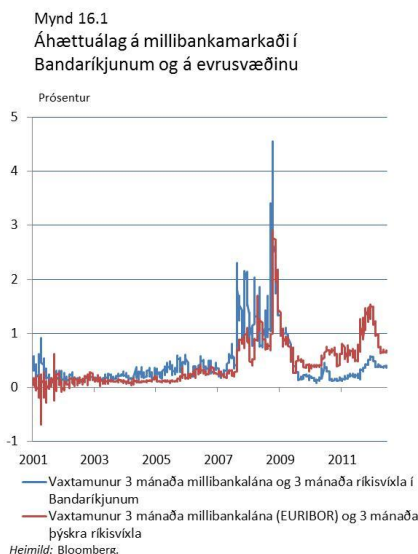
⁵ Rannsóknir benda til þess að við inngöngu í myntbandalag minnki sparnaður í ríkjum sem fyrir eru nettólánatakendur. Viðskiptahalli gæti því einnig aukist við inngöngu í myntbandalag (Ingram, 1973, Blanchard og Giavazzi, 2002).

fjármálakerfinu. Til viðbótar getur versnandi samkeppnisstaða sem af slíkri framvindu leiðir leitt til þess að aðlögun þjóðarbúskaparins verður langdregin og erfið vegna þess að hún takmarkar getu landsins til þess að auka útflutning þegar innlend eftirspurn dregst saman. Fjallað er um þennan aðlögunarvanda innan myntbandalagsins í kafla 2 en síðar í þessum kafla er fjallað um hverskonar áraun hann getur sett á fjármálakerfið.

16.3.2 Áföll og aðlögun innan evrusvæðisins

Þegar efnahagsáföll verða sem hafa víðtæk áhrif á viðhorf á mörkuðum hafa markaðsaðilar tilhneigingu til að forðast eignir og gjaldmiðla sem ekki eru auðseljanlegir eða skera sig á einhvern hátt úr sem áhættusamir. Þannig kunna gjaldmiðlar lítilla ríkja að falla í verði einfaldlega vegna þess að fjárfestar vita að gjaldeyrismarkaðurinn er grunnur og þolir illa hreyfingar stórra aðila (sjá kafla 12). Slíkar sveiflur geta grafið undan fjármálastöðugleika í viðkomandi ríki. Í ríkjum innan myntbandalags gæti einnig orðið flótti úr áhættusömum eignum, þótt þess gæti ekki í gengissveiflum innan myntsvæðisins. T.d. gætu fjármálafyrirtæki sem eru berskjölduð fyrir tilteknum áhættuþáttum orðið fyrir lausafjárskorti. Ýmsar breytingar og áföll hafa dunið á evrukerfinu frá upphafi. Asíukreppan árin 1996-97 og Rússlandskreppan árið 1998 reyndu t.d. á fjármálakerfi ESB-ríkjanna, þ.á m. þeirra sem voru í ERM-gengissamstarfinu. Hryðjuverkaárásirnar 11. september 2001 höfðu einnig víðtæk áhrif á fjármála- og gjaldeyrismarkaði. Áföll eins og olíuverðsskellir og hryðjuverk hafa auk þess sett mark sitt á þróun innan evrusvæðisins eins og annars staðar.

Engin ofangreindra áfalla höfðu þó alvarleg áhrif á fjármálastöðugleika á evrusvæðinu. Aðild að myntbandalaginu virðist því fremur hafa orðið til þess að verja aðildarríkin fyrir áföllum sem dundu yfir vegna þess að djúpur sameiginlegur gjaldeyrismarkaður dregur úr hættu á að greiðslujafnaðarhreyfingar sem drifnar eru af ótta eða spákaupmennsku valdi þjóðhagslegum óstöðugleika, þ.á m. gengissveiflum. Hið sama verður ekki sagt um áhrif hinnar alþjóðlegu fjármálakreppu sem skeið hefur evrusvæðið að undanfögnu, jafnvel harkalegar en aðra heimshluta (sjá kafla 17). Fyrst í stað hafði kreppan reyndar tiltölulega mild áhrif á svæðið miðað við Bandaríkin og Bretland, þar sem hún olli verulegu álagi á fjármálakerfið (sjá mynd 16.1). Evran varð jafnvel hinn „öruggi“ gjaldmiðill í upphafi. Þýskt efnahagslíf var í uppsveiflu og lítil athygli beindist að jaðarríkjum svæðisins, að Írlandi undanskildu. Helsti vandinn tengdist skorti á lausfé í Bandaríkjadöllum hjá evrópskum fjármálafyrirtækjum, en sá vandi var leystur með skiptasamningum seðlabanka. Þegar á leið gróf kreppan hins vegar um sig á evrusvæðinu og afhjúpaði einnig veikleika í stofnanagerð svæðisins, einkum varðandi samspil ríkisfjármála, lakrar samkeppnisstöðu og fjármálastöðugleika í mörgum evruríkjum, sérstaklega í suðurhluta álfunnar.



16.3.3 Samspil ríkisskulda- og fjármálakreppu á evrusvæðinu

Undanfarin ár hafa nokkur ríki á evrusvæðinu glímt við mikla erfiðleika, bæði í ríkisfjármálum og í fjármálakerfinu. Ríkisfjármálavandinn og vandinn í fjármálakerfi evrusvæðisins eru samtvinnuðir og snerta því bæði þær ríkisfjármálareglur sem evruríkin hafa gengist undir, regluverkið sem fjármálakerfið á evrusvæðinu og raunar öllu EES-svæðinu starfar eftir og viðbúnaðarkerfi sem er til staðar. Jafnframt snertir vandinn mörk peningastefnu og ríkisfjármála, sem á krepputímum geta stundum reynst óljós.⁶ Enn er ekki ljóst hvernig kreppunni á evrusvæðinu lyktar. Þegar er þó hægt að draga ýmsar ályktanir, sem gagnlegt er að hafa í huga þegar Íslendingar íhuga hugsanlega aðild að ESB og þar með að evrusvæðinu.

Rætur ríkisskulda- og fjármálakreppunnar á evrusvæðinu liggja allt í senn í hinni alþjóðlegu fjármálakreppu, í skipulagsgöllum evrusvæðisins og veikleikum í uppbyggingu og hagstjórn einstakra ríkja. Már Guðmundsson (2009) bendir á að alþjóðlegu fjármálakreppuna megi rekja bæði til efnahagslegrar hnattrænnar þróunar og áhættu sem byggðist upp í fjármálakerfinu, einkum í Bandaríkjunum og Evrópu á löngu árabili í aðdraganda hennar. Þannig var kreppan afleiðing af miklu viðskiptajafnaðarójafnvægi á heimsvísu og áherslum í hagstjórn sem leiddu til lágra raunvaxta á heimsvísu samfara litlum sparnaði á sumum svæðum, sérstaklega meðal þróaðra ríkja, á sama tíma og ofgnótt sparnaðar einkenndi önnur svæði og lausafjárgnótt á heimsvísu. Afleiðingin var mikill útlánavöxtur sem byggði á vanmati á áhættutöku og eignaverðsbólum víða um heim. Hvað fjármálakerfið varðar byggðist upp vaxandi áhætta m.a. vegna fjármálanýjunga sem gerðu áhættuna ógegnsæa, ófullnægjandi áhættustjórnunar fjármálafyrirtækja og skorts á regluverki og fjármálaeftirliti sem miðast við að draga úr kerfisáhættu.⁷

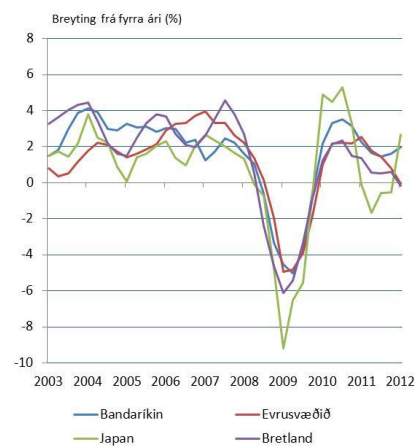
Aðlögun heimsbúskaðans að nýju jafnvægi í framhaldi af fjármálakreppuni hefur tekið á sig ýmsar myndir, en í grunninn hefur mikið eignatap átt sér stað. Kreppan hefur verið mismunandi eftir ríkjum, mótast af aðstæðum í aðdraganda hennar, og meginleiksvið atburðanna hefur færst frá einu svæði á annað eftir því sem tíminn hefur liðið. Kreppan hófst í Bandaríkjunum og Bretlandi, en færði sig síðan yfir til meginlands Evrópu, ekki síst evrusvæðisins. Önnur svæði heimsins hafa orðið fyrir minni áhrifum (sjá mynd 16.2), enn sem komið er, en það gæti breyst ef vandinn í Evrópu ágerist.

Alþjóðlega fjármálakreppan hefur komið mjög mismunandi niður á einstökum ríkjum evrusvæðisins (sjá t.d. Þorvarð Tjörva Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson, 2011). Að því leyti má líta á hana sem kreppu

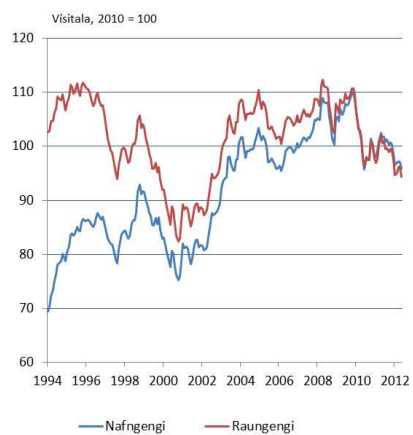
⁶ Issing (2012) fjallar um æskilegt hlutverk seðlabanka og segir að því minna sem stjórnámálamenn hafa tekið á vanda opinberra fjármála því meira hafa þeir beint væntingum sínum og kröfum að Seðlabanka Evrópu (ECB), sem er ekki skapaður til að fást við slík vandamál. ECB er seðlabanki en ekki stofnun til að bjarga ríkissjóðum á barmi gjaldþrots. Seðlabanki er lánveitandi bankakerfis til þrautavara en ekki bjargvættur ríkissjóða. Væntingar um slíkt geta skaðað orðspor seðlabankans og grafið undan peningastefnunni til lengri tíma.

⁷ Að hluta til var vandinn tengdur þeirri útbreiddu skoðun að fjármálanýjungar og aukin umsvif í fjármálakerfinu væru til marks um bættan verðlagningu og dreifingu á áhættu í fjármálaviðskiptum. Kreppan leiddi hins vegar í ljós að verðlagning áhættu og umfang hennar höfðu kerfisbundið verið stórlega vanmetin.

Mynd 16.2
Hagvöxtur meðal helstu iðnríkja



Mynd 16.3
Viðskiptavegin gengisvísitala evrunnar

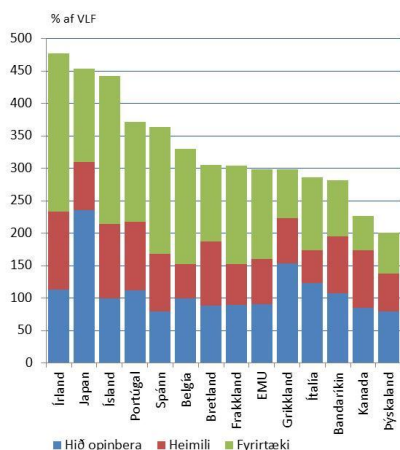


einstakra ríkja fremur en kreppu svæðisins í heild. Hún hefur t.d. hvorki raskað verðlagsstöðugleika á svæðinu né haft óvenjuleg áhrif á gengi evrunnar sem hefur lækkað en þó án þess að það skeri sig úr í sögulegri þróun (sjá mynd 16.3). Það er því engin gjaldeyriskreppa á evrusvæðinu, eins og það hugtak er jafnan skilgreint (sjá nánar í kafla 17). Fremur er um að ræða ríkisskulda- og bankakreppu, slaka samkeppnisstöðu og greiðslujafnaðarvanda í mismunandi hlutföllum í mismunandi ríkjum svæðisins. Þessi vandamál má síðan að hluta rekja til veikleika í regluverki og stofnanabyggingu evrusvæðisins.

Áður en vikið er að þessum veikleikum og ágreiningi um endurbætur er hins vegar rétt að gefa gaum að nokkuð mismunandi rótum fjármálaóstöðugleika í einstökum ríkjum. Þau ríki sem á þessu stigi hafa glímt við mestan vanda eru Grikkland, Írland, Ítalía, Portúgal og Spánn. Ágerist kreppan í þessum ríkjum gæti hún breiðst út til fleiri ríkja. Með nokkurri einföldun má greina ríkin fimm í tvennt eftir eðli og uppruna vands: Á Írlandi og Spáni leiddi skuldsettur einkageiri og eignaverðsbóla til vandamála í fjármálakerfinu, sem hefur lagt miklar byrðar á ríkissjóði þeirra, sem hafa þurft að koma fjármálafyrirtækjum til aðstoðar. Í Grikklandi, Portúgal og á Ítalíu var það hins vegar viðvarandi hallarekstur hins opinbera sem gróf undan stöðugleika fjármálakerfisins. Einkageirinn í þessum síðartöldu ríkjum var hins vegar ekki áberandi skuldsettur og reyndar minna skuldsettur en í flestum þróuðum ríkjum, í tilfelli Grikklands og Ítalíu (sjá mynd 16.4). Rétt er að taka fram að Ítalía hefur sérstöðu að því leyti að ríkisfjármálin hafa verið í þokkalegu horfi undanfarin ár og t.d. umtalsverður frumafgangur á ríkissjóði, ólíkt Grikklandi. Skuldarnar eru hins vegar afar miklar, en þær eru að nokkru leyti arfur frá fyrri tíma aðhaldsleysis. Efnahagsþróun í Þýskalandi og nokkrum öðrum evruríkjum í norðurhluta álfunnar hefur verið á annan veg. Þýskaland einkenndist af útflutningsdrifnum hagvexti, en sneiddi að mestu leyti hjá óhóflegri skuldasöfnun einkageirans og fasteignabólum.

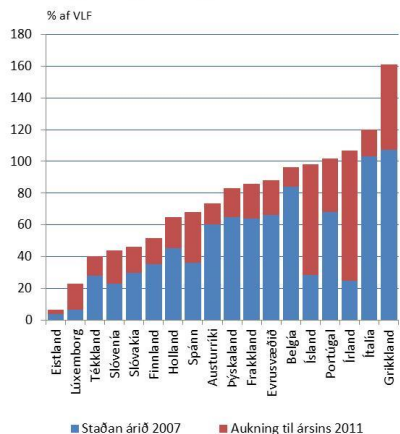
Vandinn í fjármálakerfi Evrópuríkja, með tilheyrandi afleiðingum fyrir ríkisfjármálin, er vissulega ekki bundinn við ofangreind ríki. Stjórnvöld á flestum svæðum evrusvæðisins hafa þurft að bregðast við fjármögnunarfanda skuldsettra banka með því að kaupa margvíslegar skuldbindingar þeirra eða leggja þeim til eigið fé. Jafnframt hafa fjárútlát til að mæta auknu atvinnuleysi lagt þungar byrðar víða og skuldir ríkjanna því aukist umtalsvert. Hins vegar er það fyrst og fremst í Grikklandi, á Írlandi, Ítalíu, Portúgal og Spáni sem ríkisskuldavandinn hefur orðið það mikill að aðilar á markaði hafa tekið að efast um getu stjórnvalda til þess að ná tökum á ríkisfjármálunum m.a. sakir þess að pólitískur stuðningur gæti brostið. Fjármagnskostnaður þessara ríkja hefur því hækkað mikið og gert stöðuna erfiðari viðfangs en ella. Þegar efnahagsframvindan tók að þyngjast og vandi ofangreindra aðildarríkja vatt upp á sig, jókst kerfisáhætta á evrusvæðinu í heild, ekki síst þar sem efnahagur skuldsettra evruríkja er nátengdur efnahag banka á svæðinu öllu, sem eiga skuldabréf þeirra.⁸ Jafnframt gætir vaxandi áhættu í evrukerfinu

Mynd 16.4
Skuldir hins opinbera, heimila og fyrirtækja í ýmsum iðnríkjum 2011



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2012), tafla 1.1 og Seðlabanki Íslands.

Mynd 16.5
Skuldir hins opinbera (Maastricht-skilgreining) 2007 og 2011



Heimild: OECD.

⁸ Í tilfelli Grikklands, Portúgal og Íslands hafa bankar að verulegu leyti skipt á ríkisskuldabréfum þessara ríkja og skuldabréfum Evrópska fjármálastöðugleikasjóðsins (e. European Financial Stability Facility, EFSF) sem baktrygð eru af sterkari ríkjum bandalagsins (sjá umfjöllun í kafla 16.3.6 og rammagrein 16.3).

vegna þess að ECB hefur tekið skuldabréf skuldsettra evruríkja sem veð þegar bankinn veitir bönkum á evrusvæðinu lausafjárfyrirgreiðslu.

Þótt opinberar skuldir evruríkjanna, mældar sem vengið meðaltal, hafi aukist úr 66% af landsframleiðslu árið 2007 í 88% af landsframleiðslu árið 2011 (sjá mynd 16.5), sem er u.þ.b. þriðjungs aukning, er skuldastaðan á evrusvæðinu í heild betri en í Bandaríkjunum og Japan og svipuð og í Bretlandi, svo að nokkur helstu efnahagsstórveldin og viðskiptalönd svæðisins séu nefnd, og hallinn á rekstri hins opinbera minni en í þessum ríkjum (sjá mynd 16.6 og umfjöllun í kafla 15). Því vaknar sú spurning hvers vegna vandinn á evrusvæðinu sé svo mjög í umræðunni nú fremur en vandi margra ríkja sem skulda meira og glíma við meiri halla á rekstri hins opinbera. Svartið liggur að líkindum einkum í því að efasemdir eru um það á meðal markaðsaðila að evrusvæðið sé í stakk búið til þess að taka á skuldavanda einstakra aðildarríkja, en það gæti haft keðjuverkandi áhrif á önnur ríki bandalagsins.

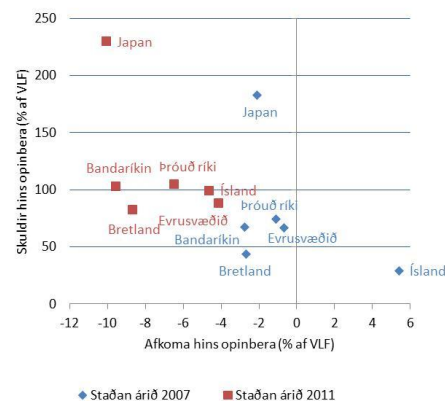
Skuldaþróun evruríkjanna hefur verið æði misjöfn, eins og mynd 16.5 sýnir, sem gæti gefið tilefni til að álykta sem svo að skuldakreppan sé tengd nokkrum ríkjum fremur en svæðinu í heild.⁹ Í nokkrum ríkjum eru skuldirnar yfir þekktum hættumörkum, en ekki á svæðinu í heild.¹⁰ Grikkland sker sig úr með miklar opinberar skuldir, en á móti kemur að skuldsetning einkageirans er tiltölulega hófleg eins og áður hefur verið rakið. Skuldir ríkissjóða Spánar og Írlands voru aftur á móti fremur hóflegar fyrir bankakreppuna en hafa aukist mikið vegna kostnaðar við að endurfjármagna fjármálakerfi sem hefur sligað fjárhaginn.

Síðla árs 2009 fór að bera á auknum áhyggjum markaðsaðila af fjárhag skuldsettustu ríkjanna og getu viðkomandi ríkisstjórna að ná þeim árangri við stjórn opinberra fjármála. Síðan hafa ríkissjóðir viðkomandi ríkja átt æ erfiðara með að endurfjármagna skuldir, sem birtist í hækkandi ávöxtunarkröfu og skuldatryggingarálagi þeirra, eins og myndir 16.7 og 16.8 bera með sér. Víxlverkun hækkandi vaxta og fallandi lánsþæfismats hefur magnað skuldavandann í einu ríki á eftir öðru, þrátt fyrir að Írland, Grikkland og Portúgal hafi fengið aðstoð frá öðrum evru-eða ESB-ríkjum og Alþjóðagjaldeyrissjóðnum.

⁹ De Grauwe (2011a) leiðir t.d. að því rök að meginvandinn sé ekki slök ríkisfjármálastjórn hjá þorra evruríkja heldur aðeins fáum þeirra. Þannig fóru opinberar skuldir Grikklands úr 107% af landsframleiðslu árið 2007 í 160% af landsframleiðslu árið 2011. Opinberar skuldir á Ítalíu jukust á sama tímabili úr 103% í 120% af landsframleiðslu. Opinberar skuldir Portúgal nam 101% af landsframleiðslu 2011 og höfðu tvöfaldast frá árinu 2007. Opinberar skuldir Írlands hafa aukist hlutfallslega mest á sama tímabili, úr 25% í 107% af landsframleiðslu. Til samanburðar námu opinberar skuldir Þýskalands og Frakklands árið 2011 83% og 86% af landsframleiðslu. Rétt er að hafa í huga að eignir og skuldir lífeyrissjóða eru ekki taldar með í Maastricht-skilgreiningu á skuldum hins opinbera.

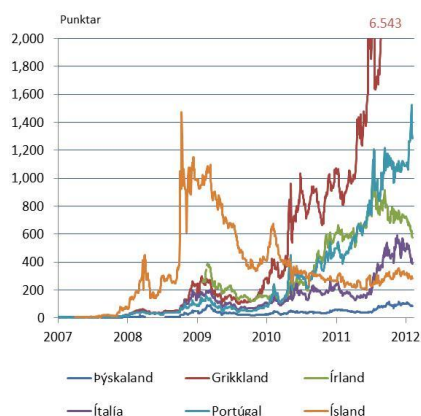
¹⁰ Rannsóknir Reinhart og Rogoff (2010) benda til þess að opinberar skuldir séu mun líklegri til að vera viðráðanlegar séu þær minni en sem nemur 90% af landsframleiðslu en ef þær eru yfir því marki. Mælingar þeirra benda til þess að hagvöxtur lækki að meðaltali um 1 prósent þegar opinberar skuldir nema 90% af landsframleiðslu. Skuldir allra ofangreindra evruríkja eru yfir þessum mörkum. Sjá einnig Auerbach (2011).

Mynd 16.6
Opinber fjármál evrusvæðisins í samanburði við önnur þróuð ríki 2007 og 2011



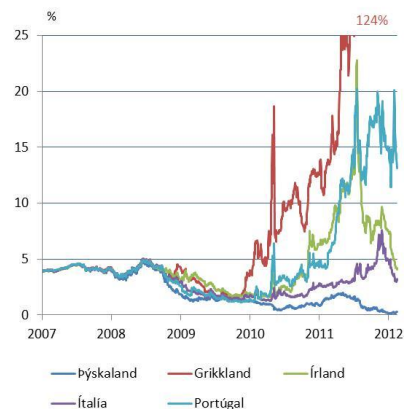
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd 16.7
Skuldatryggingarálag á 5 ára ríkisskuldabréf



Heimild: Bloomberg.

Mynd 16.8
Vextir á 2 ára ríkisskuldabréfum



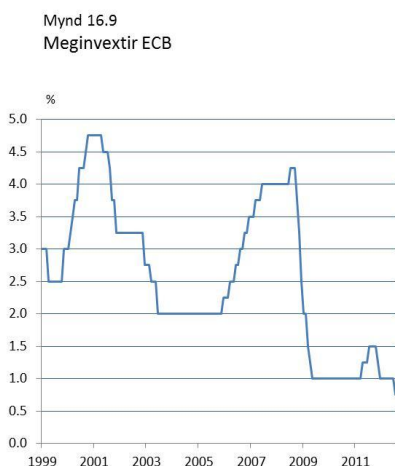
Heimild: Macrobond.

16.3.4 Ríkisskulda- og fjármálakreppan á evrusvæðinu og lausafjárfyrirgreiðsla ECB

Vegna þess að skuldabréf hins opinbera eru mikilvægur hluti af eignum evrópskra banka og ECB, sem m.a. tekur þau að veði þegar bankinn veitir fjármálafyrirtækjum lán, er skuldakreppan á jaðarsvæðum sambandsins jafnframt orðin að vanda fjármálakerfisins á evrusvæðinu í heild, sem var töluverður fyrir, m.a. sakir þess að minna virðist hafa verið tekið til í evrópsku bankakerfi en t.d. því bandaríska eftir fyrstu hrynu fjármálakreppunnar sem tengdist meir alþjóðlegri fjármögnun banka og húsnæðisskuldum en ríkisskuldum. Nauðsynlegt hefur verið að endurfjármagna fjárhagslega veika banka sem hafa orðið fyrir áföllum vegna ríkisskuldakreppunnar, m.a. vegna niðurfellingar hluta opinberra skulda Grikklands. Skuldakreppan í hinum ýmsu ríkjum evrusvæðisins hefur því grafið undan trausti á efnahag banka víða á svæðinu. Ýmsir bankar hafa þegar orðið fyrir verulegu áfalli vegna þess að eignir þeirra hafa rýrnað vegna skuldakreppunnar, t.d. ríkisskuldabréf skuldugra ríkja eða fasteignir og önnur lán einkageirans. Þetta hefur skapað óvissu um stöðu banka sem grafið hefur undan trausti á fjárhag þeirra og fjárhag hins opinbera á bak við þá. Þegar traust á fjármálafyrirtæki dvínar kunna þau að verða treg til þess að veita hvert öðru skammtímalán á peningamarkaði. Fjármálafyrirtæki sem hafa laust fé aflögu kjósa þá fremur að auka við innstæður í viðkomandi seðlabönkum. Þetta þvingar fjármálastofnanir sem þurfa á lausu fé að halda til þess að leita eftir skammtímalánum hjá viðkomandi seðlabanka gegn veðum sem talin eru nægjanlega trygg, með mismiklu frádragi eftir tegund veða.¹¹ Algengt er að ríkisskuldabréf séu lögð að veði, enda hafa þau jafnan verið talin á meðal öruggustu eigna, vegna þess að ríkissjóður hvers lands býr yfir valdi til skattheimtu.

Þegar efnahagshorfur versnuðu og lausafjárfreppan tók að grafa um sig árið 2007 og árin eftir, leituðu bankar á evrusvæðinu í auknum mæli eftir fyrirgreiðslu ECB, sem veitti þeim lán gegn veðum, að miklu leyti í ríkisskuldabréfum viðkomandi ríkja, eins og reglur bankans um lán gegn veðum kveða á um. Vaxandi áhyggjur markaðsaðila af getu skuldsettustu ríkjana til þess að greiða niður skuldir sínar leiddu á sama tíma til hækkandi álags á vexti skuldabréfa ríkissjóða skuldsettra ríkja og ríkja þar sem fjármálakerfið var tiltölulega veikt eða næmt fyrir lækkun eignaverðs (sjá myndir 16.7-16.8 hér að ofan). Um leið gróf efnahagssamdrátturinn undan tekjuöflun ríkjana og leiddi til aukinna opinberra útgjalda. Víxlverkun vaxandi hallarekstrar, erfiðrar skuldastöðu og ótrausts fjármálakerfis hefur leitt til þess að skuldabréf sumra aðildarríkja teljast ekki lengur jafn traust veð og áður var talið. Birtist það m.a. í lækkun lánshæfismats, sem gerir ECB erfitt um vik að taka við þeim sem tryggingu fyrir lánum, en reglur bankans hafa þó verið rýmkaðar nokkuð til að bregðast við vandanum (sjá kafla 24).

Peningastefna ECB gegnir mikilvægu hlutverki í glímunni við vandann á evrusvæðinu. Líkt og mynd 16.9 sýnir, hefur taumhald



Heimild: Seðlabanki Evrópu.

¹¹ Bregðist seðlabankar ekki við slíkri þróun með því að veita lausafé út í bankakerfið getur það leitt til samdráttar peningamagns, auk þess sem fjármálafyrirtæki gætu fallið að ástæðulausu.

peningastefnunnar verið laust í því skyni að örva útlánavöxt og styðja við efnahagsstarfsemina á svæðinu, auk þess sem bankinn hefur gripið til margvíslegra aðgerða í því skyni að veita lausafé inn í bankakerfi svæðisins. Má þar einkum nefna ótakmarkaða lausafjárfyrirgreiðslu (þ.e.a.s. fjármálafyrirtæki geta fengið eins mikið laust fé og þau óska), veitingu lána til lengri tíma en venja er eða allt að þriggja ára, slökun á reglum um veð sem fjármálafyrirtæki þurfa að leggja fram þegar þau taka lán hjá ECB og kaup á ríkisskuldabréfum í því skyni að greiða fyrir miðlun peningastefnunnar (sjá nánar í kafla 24).

Aðgerðir ECB hafa dregið úr verðfalli eigna og stuðlað þannig að því að gæði eigna fjármálakerfisins haldist betri en ella, um leið og fjármálafyrirtæki geta fjármagnað sig ódýrt í bankanum. Hlutverk ECB takmarkast hins vegar við að stuðla að stöðugleika verðlags og fjármálakerfisins að því marki sem það samrýmist fyrrnefnda markmiðinu. Það er ekki hlutverk bankans að vera lánveitandi ríkissjóða á svæðinu, hvorki almennt né heldur til þrautavara. Það kemur þó ekki í veg fyrir að bankinn geti stundað kaup á ríkisskuldabréfum á eftirmarkaði, ef það þjónar því markmiði að greiða fyrir miðlun peningastefnu bankans.

Kaup á ríkisskuldabréfum á eftirmarkaði hafa verið stunduð í ríkum mæli af seðlabönkum Bandaríkjanna, Bretlands og ekki síst Japans, en í mun minni mæli af ECB. Þessar aðgerðir hafa verið kallaðar magnbundin slökun peningastefnu (e. quantitative easing). Í Bandaríkjunum, Bretlandi og Japan nema skuldabréfakaup af þessu tagi u.þ.b. fimmtungi af landsframleiðslu, en kaup ECB nema tæplega 10% af landsframleiðslu.¹² Munurinn á stefnu þessara seðlabanka kann að skýrast að nokkru leyti af ólíkri stefnu þeirra, en líklega ráða ólíkar aðstæður þó meiru. Ríkisskuldabréfakaup seðlabanka Bandaríkjanna og Bretlands miða gagngert að því að halda niðri langtímavöxtum á markaði eða auka peningamagn í umferð (eða koma í veg fyrir samdrátt þess) í því skyni að örva efnahagslífið. Kaup ECB hafa einnig verið stýfð, ólíkt kaupum hinna bankanna. Hliðaráhrif þeirra aðgerða er að fjármögnun ríkissjóða viðkomandi ríkja verður ódýrari, því að þótt aðgerðirnar sé bundnar við eftirmarkað stuðla þær einnig að lægri vöxtum í skuldabréfaútböðum ríkissjóðanna.

ECB stendur frammi fyrir þeim vanda að enginn sameiginlegur markaður fyrir evruskuldabréf er til staðar á svæðinu. Til þess að hafa áhrif á langtímavexti á evrusvæðinu, telji bankinn þá óeðlilega háa, þarf hann því að kaupa ríkisskuldabréf einstakra aðildarríkja á eftirmarkaði og þá fyrst og fremst ríkja þar sem langtímavextir hafa hækkað vegna þess að fjármálakreppan hefur grafið undan trausti á greiðslugetu viðkomandi ríkissjóðs. Í þessu felst bæði freistnivandi, vegna þess að líta má svo á að aðgerðin verðlauni óábyrga fjármálastjórn, og umboðsvandi, vegna þess að aðgerðin leiðir til þess að ECB tekur áhættu á eigin efnahagsreikning,

¹² Skuldabréfakaup ECB hófust í maí 2010 (sjá http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l_12420100520en00080009.pdf). Þau hafa legið niðri frá því í janúar 2012, en þá hafði ECB keypt markaðsskuldabréf fyrir samanlagt 220 ma. evra. Efnahagsreikningur ECB hefur reyndar stækkað meira en efnahagsreikningur hinna þriggja frá því að fjármálakreppan skall á (sjá kafla 2) en það hefur gerst í gegnum aukin veðlán til evrópskra fjármálafyrirtækja fremur en í gegnum kaup á ríkisskuldabréfum á eftirmarkaði.

sem er á ábyrgð allra aðildarríkja, vegna kaupa á ríkisskuldabréfum nokkurra þeirra.

Ef skuldir hins opinbera verða mjög miklar og staða bankakerfisins er veik geta umfangsmiklar aðgerðir seðlabanka í því skyni að tryggja greiðsluhæfi ríkissjóða aðildarríkjanna lent í andstöðu við meginmarkmið peningastefnunnar um stöðugleika verðlags. Eins og fjallað er um í kafla 15 er í því sambandi talað um drottun ríkisfjármála (e. fiscal dominance). Það getur t.d. gerst með þeim hætti að hrun skuldsetts fjármálakerfis valdi seðlabankanum tjóni vegna taps á skuldabréfum sem seðlabankinn hefur keypt eða lögð hafa verið að veði í fyrirgreiðslu bankans við fjármálafyrirtæki. Þegar alvarleg lausafjárgreppa teflir stöðugleika alls fjármálakerfisins í tvísýnu hafa seðlabankar jafnvel talið nauðsynlegt að veita fjármálafyrirtæki fyrirgreiðslu gegn veðum sem ekki eru jafn trygg og best verður á kosið, í því skyni að fyrirbyggja að vandinn dreifist um mynsvæðið, en það getur gert skuldastöðu hins opinbera ósjálfbæra. Slík staða felur í sér hættu á að of langt verði gengið og á endanum missi bankinn tök á verðbólgu á mynsvæðinu.

Eins og áður segir er hlutverk ECB að veita fjármálafyrirtækjum lausafjárfyrirgreiðslu, en ekki að vera lánveitandi ríkissjóða til þrautavara. Skilin á milli geta þó stundum verið óskýr. ECB hefur lagt áherslu á að aðgerðir bankans miði að því að greiða úr hnökrum í miðlunarferli peningastefnunnar. Englandsbanki hefur lagt ríkari áherslu á að aðgerðirnar miði að því að auka peningamagn í umferð. Slíkar aðgerðir eru ekki lánveitingar til þrautavara, þótt þær kunni að hafa það yfirbragð þegar skuldakreppa sverfur að endurfjármögnun skuldsettra ríkja. Þær hafa hins vegar ævinlega þau hliðaráhrif að þær geta dregið úr hvata til þess að ná sjálfbærni í ríkisfjármálum.

Ýmsir hafa fært rök að því að ofangreindur umboðsvandi leiði til þess að ECB er ekki heppilegur lánveitandi ríkissjóða til þrautavara. Þess vegna er ekki óeðlilegt að bankinn sé hikandi við að beita kaupum á ríkisskuldabréfum í jafn ríkum mæli og seðlabankar Bretlands og Bandaríkjanna. Því kann að vera hættu á því að ECB grípi til aðgerða of seint, þegar kostnaðurinn af því að gera ekki neitt er nálægur og skýr, t.d. þegar skuldakreppa er að umbreytast í bankakreppu (sjá t.d. De Grauwe, 2011a). Skuldakreppa ríkja getur auðveldlega breyst í fjármálakreppu þegar ríkisskuldabréf í þeirra eigu falla í verði. Slíkt ástand getur leitt til þess að bankarnir lokist úti af millibankamarkaði. ECB hefur ekki skýrt umboð til þess að grípa til varna fyrr en eftir að bankakreppa hefur breiðst út. Síðbúin viðbrögð geta hins vegar leitt til þess að bankinn þurfi að veita meiru fé inn í bankakerfið en þyrfti til þess að stuðla að stöðugleika á ríkisskuldabréfamarkaðinum. Í því sambandi er vert að hafa í huga að skuldir bankakerfis evrusvæðisins eru þrefalt meiri en skuldir ríkissjóða á svæðinu.

ECB hefur því siglt á milli skers og báru varðandi inngrip á ríkisskuldabréfamörkuðum aðildarríkjanna. Þótt kaup bankans á ríkisskuldabréfum evruríkja hafi verið minni að umfangi en kaup seðlabanka Bandaríkjanna, Bretlands og Japan hafa þau líklega komið í veg fyrir að skuldakreppan græfi enn frekar um sig og vextir yrðu svo háir að skuldavandinn verði ófyrstíðanlegur að svo stöddu. Að því leyti hafa aðgerðir ECB veitt stjórnvöldum mikilvægt svigrúm til þess að takast á við

vandann. Aðgerðir ECB hafa hins vegar ekki dugað til að koma ríkissfjármálum þessara ríkja á lygnan sjó. Aðgerðir seðlabanka Bandaríkjanna og Bretlands hafa hins vegar gert það, a.m.k. um sinn. Umdeilanlegt er hve langt ECB getur gengið í þeim efnum án þess að farið sé á svig við það lagalega umboð sem bankinn hefur.

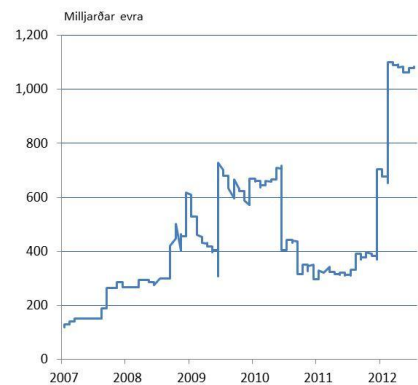
Þótt ECB hafi óljóst umboð til mikilla inngripa á skuldabréfamörkuðum einstakra aðildarríkja hefur ECB veitt fjármálaþyrskotum langtímalán, sem hafa að nokkru leyti sambærileg áhrif, m.a. vegna þess að fyrirgreiðslan eykur eftirspurn eftir ríkisskuldabréfum sem lögð eru að veði gegn langtímalánunum. ECB tilkynnti 8. desember 2011 að bönkum á evrusvæðinu myndi tvívegis standa til boða ótakmörkuð þriggja ára veðlán til þess að auka eftirspurn eftir eignum með hærri ávöxtunarkröfu (sjá Seðlabanki Evrópu, 2011b, McCormick og Keene, 2011, og kafla 24). Þriggja ára veðlánin stóðu til boða annars vegar 21. desember 2011 og 29. febrúar 2012 og var eftirspurn mikil eins og mynd 16.10 sýnir. Um leið voru reglur um veð rýmkaðar og viðmiðunarvextir lækkaðir til að stöðva neikvæða víxlverkun á milli verðfalls ríkisskuldabréfa og versnandi stöðu bankanna. Bankarnir geta losað sig við eignir sem eru háðar óvissu og fengið fjármögnun hjá ECB. Vonast er til þess að aðgerðirnar leiði til þess að bankar auki útlán og að millibankamarkaður lifni við á ný.

Þegar víxlverkun á milli ríkisskuldakreppu og fjármálakreppu magnast og fjármagnsflótti frá ákveðnum svæðum eða ríkjum leiðir til þess að alvarlegur lausafjárskortur verður í bankakerfinu þar á sama tíma og ofgnótt lausafjár myndast í þeim ríkjum sem betur standa leiða aðgerðir ECB, í því skyni að veita lausafé inn í banka í lausafjárþröng, til þess að verulegar óbeinar skuldbindingar myndast á milli svæða í gegnum TARGET-stórgreiðslukerfi evrusvæðisins (sjá mynd 16.11). Þetta gerist með þeim hætti að umframlausafé í fjármálakerfi betur stæðra ríkja er veitt í gegnum ECB og TARGET-kerfið til fjármálaþyrskotum í verr stæðum ríkjum sem búa við skort á lausafé (sjá einnig Merler og Pisani-Ferry, 2012, og Sinn, 2012). Því er ljóst að lausafjárþyrskotum ECB innan evrukerfisins gæti haft í för með sér umtalsverðar tilfærslur á milli ríkja tapi bankinn umtalsverðan hluta krafna sinna. Þær verða þó ekki í samræmi við ójafnvægi innan TARGET-kerfisins heldur er tapinu dreift á alla seðlabanka kerfisins í hlutfalli við hlutdeild þeirra í eigin fé ECB í samræmi við samþykkt regluverk þar að lútandi. Eigi að síður hafa komið fram raddir sem draga í efa umboð ECB hvað þetta varðar og halda þeir hinir sömu því fram að með þessu fyrirkomulagi sé ECB að leggja byrðar á þegna alls sambandsins í þágu fjármálakerfis eins eða fárra þeirra (sjá t.d. Sinn (2012). Aðrir telja umboð ECB skýrt og samrýmast því sem nauðsynlegt er til að reka peningastefnu fyrir svæðið í heild.

16.3.5 Bankasamband og evruskuldabréfamarkaður til lausnar skuldakreppunni á evrusvæðinu

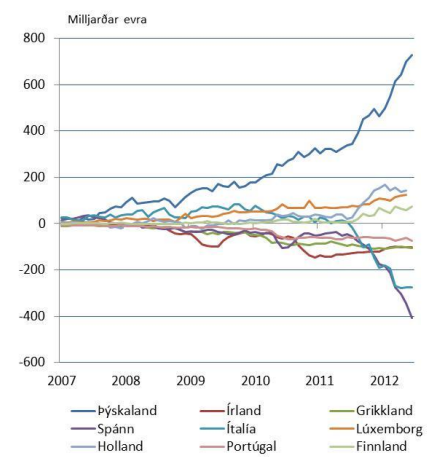
Skipulagsbreytingar sem til umræðu hafa komið í kjölfar fjármálakreppunnar varða bæði fyrirbyggjandi ráðstafanir og viðbúnað við vandamálum sem upp koma. Sem dæmi um líklegar breytingar sem teljast fyrirbyggjandi ráðstafanir má nefna aukna áherslu á

Mynd 16.10
Langtímafjármögnun ECB (LTRO)



Heimild: Seðlabanki Evrópu.

Mynd 16.11
Hreinn jöfnuður innan TARGET2-kerfisins



Heimild: Institute of Empirical Economic Research - Universität Osnabrück.

þjóðhagsvarúð og stöðugleika fjármálakerfisins í heild (sjá kafla 25 og Seðlabanki Íslands, 2010, 2012). Athyglin hefur m.a. beinst að starfsemi fjármálafyrirtækja yfir landamæri og smitáhrifum sem geta raskað stöðugleika hennar. Þetta eru hins vegar umbætur sem fyrst og fremst miða að því að fyrirbyggja sveiflutengda uppsöfnun skulda og myndun eignabólu þegar efnahagsbati kemst á skrið á nýjan leik.

Sá vandi sem er mest aðkallandi um þessar mundir virðist liggja í takmarkaðri getu evrusvæðisins til þess að endurfjármagna bankakerfi og ríki í vanda, af ástæðum sem að framan eru raktar. Ágreiningur er um það á meðal aðildarríkjanna hve róttækar breytingar séu nauðsynlegar til þess að leysa núverandi vanda og skapa viðunandi stöðugleika. Sumir telja fullburða ríkisfjármálasamband (e. fiscal union) forsendu þess að myntbandalagið geti leyst úr skuldavanda einstakra aðildarríkja með viðunandi hætti, þannig að ekki sé gengið á hagsmuni betur staddra ríkja. Aðrir telja takmarkaðri lausnir duga. Aukið samstarf á sviði ríkisfjármála getur tekið á sig margar myndir og þarf ekki endilega að fela í sér víðtækt ríkisfjármálabandalag með samræmdri skatta- og útgjaldastefnu. Andstaða við breytingar sem myndu fela í sér umtalsverðar tilfærslur fjármuna frá ríkjum sem reka aðhaldssama fjármálastefnu til hinna sem gera það síður (e. transfer union) er eðlilega mikil. Því kann að reynast erfitt að framkvæma róttækar breytingar af því tagi á næstu árum. Meiri líkur virðast vera á samkomulagi um nánari samvinnu á nokkrum sviðum sem gæti komið að haldi við lausn núverandi fjármálakreppu. Má þar nefna sameiginlegt bankaeftirlit, innstæðutryggingar og viðbrögð við vanda varðandi banka sem starfa yfir landamærin eða eru að öðru leyti kerfislega mikilvægir (e. banking union) og þróun ríkisskuldabréfa með sameiginlegri ábyrgð aðildarríkjanna (e. euro bonds, debt mutualisation) að uppfylltum ákveðnum skilyrðum, eins og fjallað er um í rammagrein 16.2.

Rammagrein 16.2 Evruskuldabréf og evruskuldabréfamarkaður

Eftir að evran kom til skjalanna hefur útgáfa ríkisskuldabréfa í evrum aukist mikið og nemur samanlögð útgáfa slíkra bréfa nú hærri fjárhæð en ríkisskuldabréfa útgefinna í dollurum. Markaðurinn fyrir ríkisskuldabréf í evrum er eigi að síður brotakenndur, enda hefur útgáfa ríkisskuldabréfa verið í höndum einstakra evruríkja, á grundvelli margs konar útgáfuaðferða og með ábyrgð hvers aðildarríkis, en ekki sameiginlegri ábyrgð þeirra. Þar sem EMU, sem er samruni á sviði peningamála á evrusvæðinu, á sér ekki samsvörun í bandalagi ríkjanna á sviði ríkisfjármála hafa eiginleg evruskuldabréf (e. euro bonds), þ.e. ríkisskuldabréf með sameiginlegri ábyrgð evruríkja, hingað til ekki verið gefin út. Hér er um ólík bréf að ræða frá skuldabréfum í evrum (e. eurobonds) sem eru skuldabréf sem gefin eru út alþjóðlega í evrum, t.d. í Asíu, eða í öðrum gjaldmiðli á heimamarkaði ESB-ríkja (sjá t.d. Kenen, 2011). Nýjum björgunarsjóði, Evrópska stöðugleikakerfinu (ESM, sjá umfjöllun í kafla 16.3.6) verður heimilað að gefa út evruskuldabréf með sameiginlegri ábyrgð í takmörkuðum mæli.

Í kjölfar skuldakreppunnar á evrusvæðinu hefur umræðan einkum snúist um útgáfu evruskuldabréfa í því skyni að aðstoða fjárhagslega illa stödd ríki og koma þannig í veg fyrir áhlaup á skammtímafjármögnun þeirra. Áður höfðu þau rök verið sett fram að útgáfa evruskuldabréfa myndi auka hagkvæmni og framboð fjármagns á skuldabréfamarkaði evrusvæðisins og

evrópska fjármálakerfinu í heild. Tillögur um tilhögun slíks markaðar er t.d. að finna í Delpha og Weizsäcker (2010) sem leggja til að ríkin ábyrgist sameiginlega skuldir upp að 60% af landsframleiðslu (e. blue bonds), en einstök ríki beri ábyrgð á skuldum umfram 60%. Slík tilhögun myndi fela í sér öflugan hvata til þess að draga úr skuldum vegna þess að jaðravxtakostnaður yrði mjög mikill ef skuldir færu yfir 60%, en jafnframt myndi meðalvxtakostnaður lækka og auðvelda ríkjum þannig að vinna bug á skuldavandanum. De Grauwe (2012b) leggur til fyrirkomulag skuldabréfamarkaðar sem sameinar ákveðna þætti tillagna Delpha og Weizsäcker og fyrri tillagna De Grauwe og Moesen (2009), þar sem lagt er til að aðildarríkin greiði þóknunir er ráðist af jöfnuði ríkisfjármála og skuldastöðu þeirra. Að mati De Grauwe myndi sameiginlegur evruskuldabréfamarkaður jafnframt laða að erlenda fjárfesta vegna dýptar sinnar og minnka lausafjórðag verulega. Í því sambandi bendir hann á niðurstöður rannsóknar Gourinchas og Rey (2007) þess efnis að forskot Bandaríkjadals vegna þessa nemi u.þ.b. hálfri prósentu lægri vöxtum. Það myndi draga verulega úr lántökukostnaði evrusvæðisins í heild að mati De Grauwe. Ýmsar aðrar hugmyndir um myndun sameiginlegs markaðar fyrir evruskuldabréf hafa verið í deiglu undanfarin ár. Ágætt yfirlit um þessar hugmyndir er að finna í Claessens, Mody og Valle (2012).

Mótstaða nokkurra ESB-ríkja, m.a. Þýskalands, gegn því að ríkin ábyrgðust skuldir hvert annars nema að regluverk um ríkisfjármál og bankastarfsemi sé fyrst treyst, hefur hins vegar hingað til komið í veg fyrir að þessar hugmyndir verði að raunveruleika, enda gæti sameiginleg ábyrgð leitt til meiri tilfærslu skuldbindinga á milli aðildarríkjanna en verið hefur. Nýlega hefur sú hugmynd verið sett fram af „þýska vitringaráðinu“ að skuldir ríkja yfir Maastricht-skilyrðinu um skulðapak við 60% af landsframleiðslu yrðu skilgreindar sem sameiginlegar til 20 ára (þýska efnahagsráðgjafanefndin, 2012). Á þeim tíma myndu ríkin skuldbinda sig til að fylgja áætlun um niðurgreiðslu umframskuldanna. Jafnframt yrðu skuldsettu ríkin að leggja fram varasjóði sína, eins og gullforða, til ábyrgðar hluta skuldanna. Þessi tillaga hefur einnig sætt gagnrýni.

Sem stendur virðist líklegast að samkomulag gæti tekist um einhvers konar bankasamband. Slíkt samband gæti tekið á sig nokkrar myndir. Meðal þess sem rætt er um er sameiginlegt eftirlit með fjármálafyrirtækjum, sameiginlegur innstæðutryggingarsjóður og sameiginlegur sjóður sem gæti tekið yfir eða aðstoðað fjármálafyrirtæki í vanda. Á ríkjaráðstefnu bandalagsins 28.-29. júní 2012 varð samkomulag um ákveðna þætti slíks samstarfs. Þörfin fyrir dýpra samstarf á þessu sviði, einkum þar sem umtalsverð bankastarfsemi er yfir landamæri, hefur berlega komið í ljós í fjármálakreppunni. Hún hefur leitt í ljós að starfsemi banka yfir landamæri krefst regluverks sem felur í sér að eftirlit og öryggisnet innstæðutrygginga og lánveitinga til þrautavara sé líka yfir landamærin, eins og reynsla Íslands undirstrikar skýrt.

Að koma á fót fullburða bankasambandi, sameiginlegum ríkisskuldabréfamarkaði og ríkisfjármálasambandi af einhverju tagi mun taka tíma. Ólíklegt er að Þýskaland og önnur betur stödd ríki innan evrusvæðisins geti fallist á sameiginlegan skuldabréfamarkað nema í samhengi samkomulags um mun strangara eftirlit með ríkisfjármálum aðildarríkjanna en nú er fyrir hendi. Ella óttast þau að slíkt samkomulag gæti leitt til viðvarandi tilfærslna á fé frá vel reknum ríkjum til þeirra sem verr eru rekin.

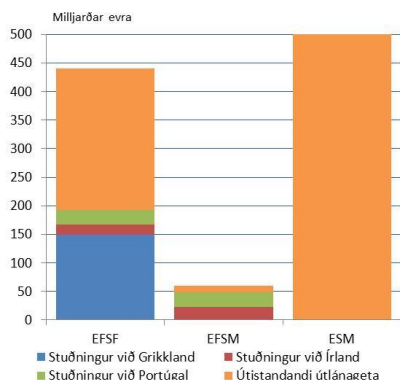
Í september 2011 samþykkti ráðherraráðið tillögur sem fela í sér nánara samstarf ESB-ríkja á sviði ríkisfjármála.¹³ Í október höfðu öll evruríkin samþykkt tillögurnar og á fundi leiðtoga ESB hinn 8.-9. desember 2011 voru áform um ríkisfjármálasamkomulag (e. fiscal compact, sjá t.d. Thesing og Black, 2011) samþykkt (sjá umfjöllun í kafla 15). Öll ESB-ríkin utan evrusamstarfsins, nema Bretland og Tékkland, samþykktu einnig samkomulagið.

16.3.6 Björgunarsjóðir Evrópusambandsins

ESB hefur stofnað sérstaka björgunarsjóði sem ætlað er að aðstoða aðildarríki í lausafjárþröng (sjá nánar í rammagrein 16.3). Stofnun þeirra ætti að auðvelda aðstoð ESB við einstök ríki en afar tafsamt er að veita slíka aðstoð ef leita þarf samþykkis allra aðildarríkja í hvert sinn sem aðstoð er veitt. Evrópski fjármálastöðugleikasjóðurinn (e. European Financial Stability Facility, EFSF) og Evrópski viðbragðssjóðurinn fyrir fjármálastöðugleika (e. European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM) sem stofnaðir voru til bráðabirgða hafa verið sameinaðir í Evrópska stöðugleikakerfið (e. European Stability Mechanism, ESM). ESM er varanleg stofnun, sem er m.a. ætlað að veita ríkjum í greiðsluvanda lán og jafnvel endurfjármagna banka beint án milligöngu ríkissjóða viðkomandi ríkja, eins og samþykkt var á ríkjaráðstefnunni 2. febrúar 2012.¹⁴ ESM-sjóðurinn verður með 500 ma. evra upphaflega útlánagetu (sjá mynd 16.12). Helsti munurinn er að eigið fé verður í ESM og því þurfa ríkin ekki að telja nema eiginfjárframlagið til skuldbindingar í ríkisreikningum sínum (mynd 16.13 sýnir hlutdeild hvers ríkis). Fyrir hina sjóðina taldist öll ábyrgðin með ríkisskuldum viðkomandi ríkis.

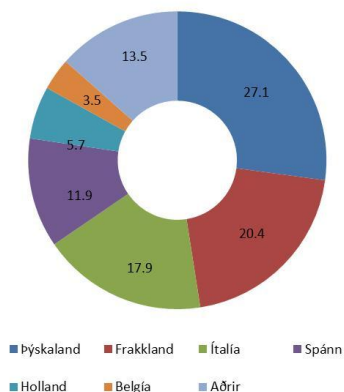
ESM getur auk þess keypt ríkisskuldabréf með afslætti af ECB eða á eftirmarkaði. Þessi sjóður getur því tekið við þar sem umboð ECB dugar ekki lengur til. Hins vegar er umdeilt hvort fjármunir sem sjóðurinn hefur yfir að ráða séu nægir, hversu ríkar heimildir hann eigi að hafa til lántöku og hvort sjóðurinn eigi að sækja um leyfi sem fjármálafyrirtæki, sem myndi opna fyrir þann möguleika að sjóðurinn hefði aðgang að lausafjárfyrirgreiðslu ECB. Vonir eru bundnar við að sjóðurinn dragi úr líkum á smiti á milli evruríkja, en ýmsir telja að enn nánari samþætting ríkisfjármála sé nauðsynleg.

Mynd 16.12
Stuðningsaðgerðir í skuldakreppunni á evrusvæðinu



1. ESM mun ná fullri útlánagetu með eiginfjárgreiðslum fram til ársloka 2014. Útlánageta sem eftir er í EFSF og EFSM á eingöngu að nota þangað til að ESM er að fullu fjármagnað. Það þýðir að útlánageta ESM mun ekki verða meiri en 500 ma. evra.
Heimildir: EFSF og EFSM.

Mynd 16.13
Ábyrgðarhlutdeild ESB-ríkja í Evrópska stöðugleikakerfinu (ESM) (%)



Heimildir: EFSF.

Rammagrein 16.3 Björgunarsjóðir Evrópu

Aðstoð við evruríki sem lent hafa í greiðsluvanda hefur til þessa fyrst og fremst verið í formi lána í tengslum við efnahagsáætlanir Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (e. Stand-by arrangement), þ.e.a.s. svipaðar lánveitingar og þær sem m.a. Ísland og Lettland nutu nýlega. Írland, Grikkland og Portúgal hafa nú þegar fengið slík lán, en mjög óvíst er um framhald lánveitinga til Grikklands. Vandinn við slíkar lánveitingar þar sem að koma þrír aðilar (Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, ESB og ECB) auk fjölda aðildarríkja sem taka þátt í tvíhliða lánveitingum er að þær eru flóknar í framkvæmd og

¹³ Buitier (2011) telur að það samkomulag sé aðeins skref í átt að fullri samþættingu ríkisfjármála aðildarríkja evrusvæðisins.

¹⁴ Sjá <http://www.european-council.europa.eu/media/582311/05-tesm2.en12.pdf>.

tafsamar. Því hefur verið talið nauðsynlegt að koma á fót sameiginlegum stofnunum í því skyni að taka á skuldavanda ESB-ríkja.

Evrópski fjármálastöðugleikasjóðurinn (e. European Financial Stability Facility, EFSF) var stofnaður af aðildarríkjum ESB samkvæmt ákvörðun Efnahags- og fjármálaráðs sambandsins (e. Ecofin Council) frá 9. maí 2010 (sjá <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>). Sjóðurinn hefur umboð til þess að standa vörð um fjármálastöðugleika innan ESB með því að veita aðildarríkjunum fjárhagsaðstoð. Sjóðnum er heimilt að nota eftirfarandi tæki með viðeigandi skilyrðum:

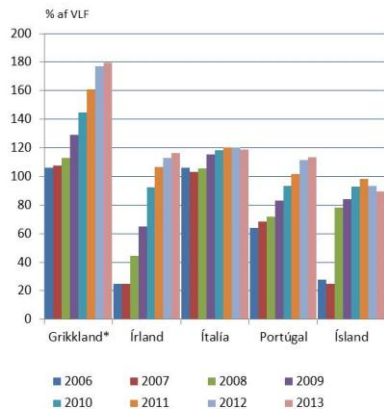
- Veita ríkjum í fjárhagserfiðleikum lán.
- Grípa inn í bæði frum- og eftirmaðað fyrir ríkisskuldabréf, en aðeins á grundvelli greiningar ECB, þar sem sýnt er fram á sérstakar aðstæður á fjármálamörkuðum og hættu á fjármálalegum óstöðugleika.
- Grípa til aðgerða samkvæmt ákvæðum varúðaráætlunar.
- Veita ríkjum lán í því skyni að endurfjármagna fjármálafyrirtæki.

Til þess að ná markmiði sínu getur sjóðurinn gefið út skuldabréf og aðra fjármálagæringa á fjármálamörkuðum. Sjóðurinn er í eigu evruríkja og baktryggður með yfirlýsingu um ábyrgð (e. guarantee commitments) þeirra að fjárhæð 780 ma. evra og hefur útlánagetu sem nemur allt að 440 ma. evra. Sjóðurinn hefur hæstu lánshæfiseinkunn hjá Moody's (Aaa) og Fitch Ratings (AAA), en AA+ hjá Standard & Poor's. Aðsetur sjóðsins er í Lúxemborg. Um mitt ár 2012 hafði sjóðurinn lánað eða veitt lánaðloforð sem námu samtals 188,3 ma. evra, þar af Írlandi 17,7 ma. evra, Portúgal 26 ma. evra og Grikklandi 148,9 ma. evra (sjá mynd 16.12).

Evrópski viðbragðssjóðurinn fyrir fjármálastöðugleika (e. European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM), sem stofnaður var 10. maí 2010, er neyðarsjóður sem fjármagnaður er á fjármálamörkuðum með ábyrgð framkvæmdastjórnar ESB, sem hefur eftirlit með sjóðnum, og veði í fjárlögum sambandsins. Markmið sjóðsins er að varðveita fjármálastöðugleika í Evrópu með því að veita aðildarríkjum í efnahagslegum þrengingum fjárhagsaðstoð. Sjóðurinn, með bakábyrgð allra 27 aðildarríkja ESB, hefur heimild til að afla 60 ma. evra. EFSM hefur lánshæfismatið AAA hjá öllum þremur lánshæfismatsfyrirtækjunum. Um mitt ár 2012 hafði sjóðurinn lánað eða veitt lánaðloforð sem námu samtals 48,5 ma. evra, annars vegar Írlandi að fjárhæð 22,5 ma. evra og hins vegar Portúgal að fjárhæð 26 ma. evra (sjá mynd 16.12).

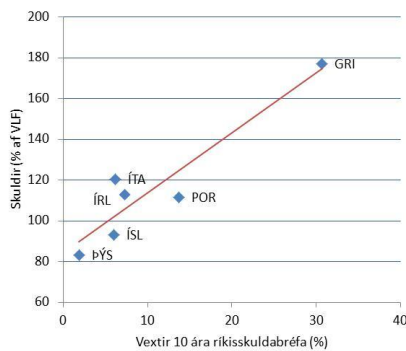
Ætlunin var að 1. júlí sl. tæki varanleg stofnun, Evrópska stöðugleikakerfið (European Stability Mechanism, ESM), við hlutverki og verkefnum EFSF og EFSM, sem hefði upphaflega útlánagetu 500 ma. evra. Áætlað var að ESM yrði hleypt af stokkunum þegar aðildarríkin hefðu samþykkt að lágmarki 90% hlutafjárloforða. Vegna kæru fyrir Stjórnlagadómstóli Þýskalands um það hvort ákvörðun þýska þingsins um að ráðstafa 27% fjárframlagi Þjóðverja til ESM-sjóðsins standist stjórnarskrá Þýskalands, verður ekki ljóst fyrr en 12. september nk., þegar úrskurðar er að vænta, hvort sú ákvörðun stenst lög. Hinn 29. júní sl. ákváðu evruríkin að EFSF og ESM verði starfrækt samhliða til júní 2013. ESM hefur heimild til lántöku á markaði til þess að fjármagna starfsemi sína. Til þess að tryggja að ESM fái bestu lánshæfiseinkunn hefur verið ákveðið að samsetning fjármögnunar sjóðsins verði svipuð og hjá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum. Þannig munu aðildarríkin tryggja að eigin fé sjóðsins nemi ævinlega 15% af lántöku hans. Árið 2014 er gert ráð fyrir að eigið fé sjóðsins nemi 80 ma. evra. Á fundi Leiðtogaáráðs ESB (e. European Council) nýverið var ákveðið að ESM hefði heimild til þess að endurfjármagna banka beint, án milligöngu viðkomandi ríkissjóðs. Er þetta gert í því skyni að rjúfa tengslin á milli lánshæfismats ríkja og fjármálafyrirtækja. Skilyrði fyrir samkomulaginu er að komið verði á fót sameiginlegu eftirliti með fjármálakerfi evrusvæðisins á vegum ECB.

Mynd 16.14
Skuldir hins opinbera (Maastricht-
skilgreining) 2006-2013



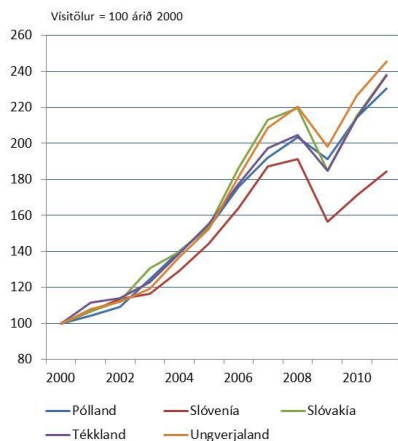
* Samkomulag við kröfuhafa um að lækka í 120% af VLF árið 2020.
Heimild: OECD (spá fyrir árin 2012-2013).

Mynd 16.15
Skuldir og vextir



Heimildir: Macrobond og OECD (spá fyrir skuldir 2012).

Mynd 16.16
Útflutningur vöru og þjónustu í nokkrum
Mið-Evrópuríkjum



Heimild: OECD.

16.3.7 Samkeppnisstaða og lausn skuldakreppunnar á evrusvæðinu

Þrátt fyrir umtalsverðar aðgerðir til þess að afla tekna og skera niður útgjöld eru horfur á að skuldir hins opinbera muni halda áfram að hækka í Grikklandi, Írlandi og Portúgal á næsta ári og tvísýnt er um horfurnar á Ítalíu (mynd 16.14). Vandinn felst m.a. í því að aðhaldsaðgerðirnar geta dregið úr hagvexti, en það vekur upp efasemdir um pólitískan stuðning við þær. Það grefur enn frekar undan trausti á greiðslugetu ríkissjóða ríkjanna og leiðir til þess að ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa hækkar, sem í sjálfu sér getur gert skuldirnar ósjálfbærar. Á mynd 16.15 má sjá að vaxtastig er næmt fyrir skuldastöðu, þótt fleiri þættir hafi þar einnig áhrif.¹⁵

Eins og áður hefur komið fram hefur gengi evrunnar haldist tiltölulega stöðugt þrátt fyrir skuldakreppuna (sjá mynd 16.3 fyrir í kaflanum). Það hefur vissulega lækkað frá því að kreppan hófst en gengi hennar var svipað um mitt ár 2012 og það var í lok árs 2005 og tæplega 5% hærra en það var þegar evrusamstarfið hófst í byrjun árs 1999. Hægt er að færa rök fyrir því að stöðugleiki evrunnar og dýpt gjaldeyrismarkaðarins með evruna hafi varið evrusvæðið fyrir snörpum breytingum vegna fjármagnsflóttu eða spákaupmennsku. Á hinn bóginn má líta svo á að lægra gengi evru væri einmitt það sem evrusvæðið, og sérstaklega ríkin á jaðri svæðisins, þarfnast til þess að örva útflutning og hagvöxt.¹⁶ Aðrir myndu vilja ganga lengra og halda því fram að vandi þeirra sýni einmitt að evruaðildin hafi valdið þessum ríkjum tjóni með því að koma í veg fyrir að þau geti aukið samkeppnishæfni með gengislækkun og vaxið út úr kreppunni með auknum útflutningi.

Reynslan hefur enn ekki kveðið upp sinn endanlega dóm í þessum efnum, en þó má benda á ýmis dæmi þess að umtalverður bati samkeppnisstöðu hafi átt sér stað án þess að breyting á nafngengi gjaldmiðils kæmi þar við sögu. Má þar nefna Þýskaland, sem tókst að bæta laka samkeppnisstöðu sína í kjölfar evruaðildar og gera útflutning að mikilvægum drifkrafti efnahagsþróunarinnar, Írland, sem hefur bætt samkeppnisstöðu sína frá því að kreppan brast á (sjá kafla 2) og Eystrasaltsríkin, sem gerðu slíkt hið sama í kjölfar fjármála- og gjaldeyriskreppunnar, án gengisfellingar, sem af mörgum var talin óhjákvæmileg (sjá kafla 21). Enn er ekki ljóst hvernig Grikklandi, Spáni, Portúgal og Ítalíu mun takast til í þessum efnum en alþjóðlegar stofnanir hafa undanfarin ár bent á ótal atriði sem þessi ríki þurfa að laga hjá sér til að bæta samkeppnisstöðu og auka hagvöxt (sjá t.d. OECD, 2012). Nýverið hafa leiðtogar evruríkjanna gert kröfu um að evruríki sem fái fjárhagslega aðstoð takist á við að innleiða slíkar skipulagsbreytingar, einnig á sviði

¹⁵ Opinberar skuldir geta haft áhrif á hagvöxt eftir ýmsum leiðum, t.d. í gegnum sparnað einkaaðila, opinbera fjárfestingu, framleiðni og nafn- og raunvaxtastig ríkisskuldna (sjá t.d. Checherita og Rother, 2010).

¹⁶ Þótt innbyrðis samkeppnisstaða á evrusvæðinu sé vissulega háð afstöðri launa- og verðþróun ríkjanna má ekki horfa framhjá því að veiking evrunnar gagnvart öðrum gjaldmiðlum, eins og átt hefur sér stað undanfarin misseri, kemur öllum evruríkjum til góða hvað varðar bættu samkeppnisstöðu þeirra við umheiminn.

ríkisfjármála.¹⁷ Þetta dregur fram þá mikilvægu staðreynd að lausn kreppunnar er ekki aðeins háð fjárhagslegri endurskipulagningu viðkomandi ríkja heldur skipulagsumbótum sem miða að því að gera þeim kleift að standa sig betur í alþjóðlegri samkeppni og samstarfi.

Mynd 16.16 er áhugaverð í þessu sambandi. Hún sýnir viðbrögð útflutnings í nokkrum svipuðum ríkjum Mið- og Austur-Evrópu: Póllandi, Tékklandi og Ungverjalandi með sveigjanlega gengisstefnu en Slóvakíu og Slóveníu með evruna. Virðist sú staðreynd að Slóvakía gat ekki fyllt gengið ekki hafa haft merkjanleg áhrif á útflutningsþróunina í samanburði við ríkin með sveigjanlegt gengi (sjá nánar í kafla 16.5.4 hér á eftir). Í Grikklandi er vandinn þó sýnu mestur, en þar hafði raungengið árið 2011 hækkað um ríflega fimmtung miðað við meðalstöðu þess árin 1970-2010.¹⁸ Þróun útflutnings virðist einnig staðfesta slæma samkeppnisstöðu Grikklands, ólíkt mörgum hinna ríkjanna.

16.3.8 Stöðugleiki evrukerfisins er undir erfiðu álagsprófi

Bankar á evrusvæðinu eru gífurlega skuldsettir í alþjóðlegum samanburði (sjá t.d. Hussman, 2011). Þannig er hlutfall skulda þeirra af eigin fé (þ.e. gírunarhlutfall, e. leverage ratio) að meðaltali 23 og skuldsettustu bankarnir í Evrópu eru með gírunarhlutfall yfir 50, en bankar í Bandaríkjunum eru að meðaltali með hlutfallið u.þ.b. 13 (sjá t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2012).¹⁹ Hátt skuldahlutfall evrópskra banka má skýra með því að fjármálakerfin á meginlandi Evrópu hafa sögulega verið mjög bankamiðuð, þ.e. vægi banka í miðlun fjármálaþjónustu hefur ávallt vegið þyngra í Evrópu en Bandaríkjunum. Til samanburðar fer stærri hluti fjármálaþjónustu fram á skuldabréfa- og hlutabréfamörkuðum í Bandaríkjunum, en það skýrir lægra skuldahlutfall bankakerfisins þar í landi (sjá t.d. Seðlabanki Íslands, 2011). Mikil skuldsetning evrópskra banka hefur veikt þá í mótvindi á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og átt mikinn þátt í skuldakreppunni í Evrópu.

Ríki utan evrusvæðisins eru hins vegar engan veginn ósnortin af þeim vanda sem aðildarríkin eru að glíma við. Þannig eru t.d. viðskipti Bretlands við evrusvæðið meiri en margra ríkja innan þess og starfsemi breskra banka í Evrópu umfangsmikil. Að auki standa ríki utan evrusvæðisins frammi fyrir sama vanda auk áhættu sem ríki innan þess gera ekki, t.d. hættu á gjaldeyriskreppu. Um reynslu þeirra er fjallað í næsta hluta kaflans.

16.4 Samanburður á reynslu ríkja utan og innan evrusvæðisins

Vandinn við að meta afleiðingar evrusamstarfsins fyrir fjármálastöðugleika er að afar erfitt er að gera sér í hugarlund þá stöðu

¹⁷ Sjá t.d. nýlega frétt Reuters: <http://uk.reuters.com/article/2012/05/30/eu-economy-greece-idUKL5E8GU99J20120530>.

¹⁸ Sjá kafla 2 og yfirlit um raungengisþróun evruríkja í De Grauwe (2011b).

¹⁹ Sambærilegt hlutfall íslensku bankanna var 16 skömmu fyrir hrun samkvæmt opinberum tölum en í raun nær 30 þegar leiðrétt er fyrir lánveitingum bankanna til að fjármagna kaup á hlutafé í þeim sjálfum. Hlutfallið er um þessar mundir nálægt 6.

sem evruríkin væru í nú ef ekki hefði komið til aðildar að evrusvæðinu. Bæði er óvíst hvernig þau hefðu brugðist við því efnahagslega ójafnvægi í heimsbúskapnum sem einkenndi árin fyrir fjármálakreppuna og hvaða áhrif hún hefði haft á þau. Hins vegar er hægt að bera framvindu efnahagsmála á evrusvæðinu saman við framvinduna utan þess, einkum annarra Evrópuríkja. Mikilvægt er þó að hafa í huga að ríkin utan evrusvæðisins eru sundurleitur hópur, bæði ef horft er á gerð þjóðarbúskaparins, þróunarstig hans og gengisstefnu þeirra. Ríkin innan evrusvæðisins eru einnig ólík að mörgu leyti. Þessa sundurleitni er mikilvægt að hafa í huga þegar afleiðingar þess fyrir fjármálastöðugleika að hafa eigin gjaldmiðil eða sjálfstæða peningastefnu eru metnar, því að sérkenni hvers ríkis geta einnig haft áhrif á fjármálastöðugleika innan þess.

Í kafla 17 er að finna tölfræðilega greiningu á áhrifum fjármálakreppunnar innan og utan evrusvæðisins. Niðurstöður hennar benda til þess að efnahagssamdrátturinn hafi verið svipaður innan og utan evrusvæðisins, þótt batinn í kjölfarið hafi verið seinna á ferðinni og verið veikari innan evrusvæðisins. Aðild að evrukerfinu virðist heldur ekki hafa haft áhrif á líkur á bankakreppu hjá þeim ríkjum sem orðið hafa aðilar. Sveigjanlegu gengi virðist hins vegar hafa fylgt meiri hætta á gjaldeyris- eða tvíburakreppu (banka- og gjaldeyriskreppu samtímis). Rannsóknir Þorvarðar Tjörva Ólafssonar og Þórarins G. Péturssonar (2011) benda einnig til þess að önnur atriði, eins og t.d. efnahagslegt ójafnvægi í aðdraganda kreppunnar, skuldsetning einkageirans, staða ríkisfjármála, stærð bankakerfis og alþjóðleg efnahagstengsl, hafi e.t.v. haft meiri áhrif en fyrirkomulag gjaldeyrismála. Gengissveigjanleika virðast því fylgja bæði kostir og gallar, en viðbótaráhrif evruaðildar eru ekki tölfræðilega marktæk.

Gengissveiflur geta hvort heldur verið uppspretta áfalla eða mildað þau (sjá umfjöllun í köflum 5, 7 og 13). Sveigjanlegt gengi eigin gjaldmiðils getur verið tæki til aðlögunar í kjölfar fjármálaáfalls, en jafnframt magnað efnahagslegt ójafnvægi og jafnvel stuðlað að fjármálakreppu, einkum þegar gjaldeyris- og fjármálakreppur fara saman. Fjármálafyrirtæki utan evrusvæðisins hafa takmarkaðan aðgang að lausafjárfyrirgreiðslu ECB í þeim gjaldmiðli sem ráðandi er í viðskiptum innan Evrópu. Vegna þess að evran vegur þungt í viðskiptum fjármálafyrirtækja utan evrusvæðisins getur það haft úrslitaáhrif á stöðugleika þeirra að lausafjárfyrirgreiðsla í evrum stendur þeim ekki til boða, nema óbeint í gegnum alþjóðlegt samstarf seðlabanka eða hugsanlega í takmörkuðum mæli í gegnum dótturfélög þeirra sem starfa á evrusvæðinu. Staðan utan evrusvæðisins kann að vera sérstaklega afdrifarík í ríkjum með umfangsmikla fjármálastarfsemi. Því er ástæða til að skoða sérstaklega stöðu þeirra ríkja utan evrusvæðisins sem eru með hlutfallslega stórt bankakerfi (sjá nánar í kafla 16.5.1 hér á eftir). Hér á eftir er fyrst greint frá áhrifum þeirra alþjóðlegu vinda sem blésu í efnahagsmálum í aðdraganda fjármálakreppunnar og reynt að svara þeirri spurningu hvort staða ríkja innan eða utan evrusvæðisins hafi haft veruleg áhrif á myndun ójafnvægis í þjóðarbúskapnum. Síðan er fjallað um það hvernig þeim reiddi af eftir að alþjóðlega fjármálakreppan skall á.

Í báðum tilvikum er athyglinni beint sérstaklega að þætti peningastefnu og gengisfyrirkomulags.

16.4.1 Þjóðhagslegt ójafnvægi á tímum alþjóðlegrar lausafjárgnóttar

Eins og fram kemur fyrr í þessum kafla er hugsanlegt að aðild að myntbandalagi geti ýtt undir ofpenslu í ríkjum þar sem vextir voru tiltölulega háir í aðdraganda aðildar. Mikill útlánavöxtur getur leitt til bólu á fasteignamarkaði, sem býður heim hættu á verðfalli og rýrnum útlánasafna fjármálafyrirtækja. Lágir vextir geta einnig latt hið opinbera til þess að gæta aðhalds og stuðlað að mikilli skuldasöfnun, bæði einkageirans og hins opinbera.

Á hinn bóginn er einnig vel þekkt að fjármagnsinnflæði geti ýtt undir útlánaþenslu, eignaverðsbólu, óhóflega hækkun raungengis og viðskiptahalla í ríkjum með sjálfstæðan gjaldmiðil, hvort heldur um er að ræða fljótandi gengi og sjálfstæða peningastefnu eða fastgengi. Við ákveðnar aðstæður getur slíkt fjármagnsinnflæði stöðvast skyndilega (e. sudden stop) eða snúist í útflæði (e. capital flow reversal), sem framkallar snögg t gengisfall. Það getur haft mikil áhrif á gæði eigna fjármálafyrirtækja og leitt til fjármálaóstöðugleika, sérstaklega ef heimili og fyrirtæki sem ekki hafa gjaldeyrstekjur eru skuldsett í erlendum gjaldmiðlum.

Ríki víða um heim urðu fyrir áhrifum sterkra alþjóðlegra hræringa í aðdraganda fjármálakreppunnar. Um allan hinn þróaða heim stækkuðu efnahagsreikningar og skuldsetning jókst. Að sama skapi hækkaði eignaverð mikið og virðist myndun eignabólunnar hafa verið óháð fyrirkomulagi gengismála (sjá umfjöllun í köflum 11 og 17), þótt áhrifin hafi verið mismikil eftir ríkjum. Eins og greint var frá hér að framan voru áhrif þessara hræringa einnig mismunandi innan evrusvæðisins, á sama hátt og reynsla Evrópuríkja utan evrusvæðisins var ólík.

Eins og sjá má af töflu 16.1 í viðauka báru ríkin utan evrusvæðisins merki sams konar ójafnvægis og ríkin innan þess. T.d. hækkaði eignaverð víða mikið. Frá aldamótum til ársins 2008 hækkaði fasteignaverð t.d. mest og u.þ.b. jafn mikið í evruríkinu Spáni og verðbólgu markmiðsríkinu Nýja-Sjálandi. Taflan sýnir að ekki var afgerandi munur eftir því hvort um var að ræða ríki innan eða utan svæðisins. Viðskiptahalli var víða mikill en mestur í ríkjum utan evrusvæðisins, t.d. á Íslandi og Lettlandi, en af ríkjum á evrusvæðinu kom Grikkland næst þessum ríkjum. Raungengi hækkaði verulega í ríkjum með mismunandi gengisstefnu. T.d. var hækkun raungengis frá árinu 2001 til 2008 á Íslandi áþekk því sem var á Írlandi (sjá kafla 17). Hvorki þau gögn sem hér eru sýnd né niðurstöður tölfræðirannsóknna sem greint er frá í kafla 17, benda því til þess að aðild að evrusvæðinu hafi haft einhver úrslitaáhrif um hvort ójafnvægi myndaðist í þjóðarþúskap landa eða ekki. Þar virðast hnattræn öfl hafa verið að verki í samspili við þá efnahagsstefnu sem rekin var í hverju landi.

16.4.2 Áhrif fjármálakreppunnar á ríki innan og utan evrusvæðisins

Þótt samanburður á ríkjum utan og innan evrusvæðisins leiði ekki í ljós afgerandi áhrif aðildar að myntbandalagi á myndun ójafnvægis sem leitt getur til óstöðugleika í fjármálakerfinu, gæti aðildin haft áhrif á það hversu þjóðarþúskapur og fjármálakerfi ríkja eru næm fyrir hræringum á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Hægt er að færa rök fyrir hvoru tveggja, að aðild að evrusvæðisins geti gert fjármálakreppur erfiðari viðureignar og einnig að aðild geti varið innlent fjármálakerfi fyrir áföllum, t.d. af völdum þeirra skyndilegu straumhvarfa á fjármagns- eða gjaldeyrismörkuðum sem lýst er að ofan.

Fyrirnefndu rökin gætu einkum verið af tvennum toga. Í fyrsta lagi má benda á, eins og reifað hefur verið hér að framan, að umboð ECB til þess að grípa inn í ríkisskuldabréfamarkað evruríkjanna er takmarkað. Af því leiðir að geta til þess að stöðva neikvæða víxlverkun á milli fjármála- og ríkisfjármálakreppu er takmarkaðri en á myntsvæðum með sameinaðan skuldabréfamarkað. Í öðru lagi má benda á að ef samkeppnisstaða ríkja sem glíma við mikla erfiðleika í ríkisfjármálum og fjármálakerfinu hefur versnað verulega kann að reynast erfitt að vaxa út úr þeim vanda með auknum útflutningi, eins og t.d. í tilfelli Grikklands og Ítalíu, sem greint var frá hér að framan (sjá einnig kafla 2).

Síðarnefndu rökin eru hins vegar byggð á reynslu fjölmargra ríkja sem gengið hafa í gegnum tvíburakreppur, þ.e. þar sem saman fara gjaldeyris- og bankakreppa. Þegar straumhvörf verða á gjaldeyris- og fjármálamörkuðum hafa gjaldeyris- og fjármálakreppur tilhneigingu til að magna hvor aðra upp, m.a. vegna þess að yfirsíkot gengisins leiðir oft til greiðsluferfiðleika heimila og fyrirtækja með beina eða óbeina gjaldeyrisáhættu og vegna þess að eignaverð fellur. Eignir bankakerfisins rýrna því á sama tíma og aðgengi þess að erlendu lausafé skerðist. Mikil hætta er því á víxlverkun á milli lausafjár- og eiginfjárkreppu, m.a. vegna þess að bankakerfið hefur ekki fullnægjandi aðgang að lánveitanda til þrautavara í þeim gjaldmiðli sem stór hluti útlána þess og skuldbindinga er í.

Reynsla Breta

Evrópuríkin utan evrusvæðisins fóru ekki varhluta af alþjóðlegu fjármálakreppunni. Bretland varð t.d. einna fyrst til þess að verða fyrir ágjöf í kjölfar falls Northern Rock-bankans. Breska ríkið hefur þurft að leggja fjármálafyrirtækjum til umtalsvert eigið fé.²⁰ Það ásamt lausafjárfyrirgreiðslu Englandsbanka hefur komið í veg fyrir að vandinn í fjármálakerfinu leiddi til djúprar kreppu. Mikil kaup Englandsbanka á skuldabréfum breska ríkisins, eða sem nemur u.þ.b. fimmtungi landsframleiðslu Bretlands um mitt ár 2012, hefur jafnframt stuðlað að því að vextir á skuldabréfum hafa haldist lágir þrátt fyrir verulegan hallarekstur og vaxandi skuldir hins opinbera.²¹ Hingað til hefur breskum stjórnvöldum tekist að forðast víxlverkun aukins vanda ríkisfjármála og

²⁰ Laeven og Valencia (2010) telja kostnað hins opinbera af endurfjármögnun breskra banka árin 2007-2009 sem nema tæplega 9% af landsframleiðslu.

²¹ Englandsbanki getur keypt allt að 375 ma. punda af breskum ríkisskuldabréfum (<http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/apf/notices.aspx>).

fjármálakerfis. Breska pundið lækkaði um u.þ.b. 20% fljótlega í kjölfar fjármálakreppunnar en hefur styrkst síðan. Það er þó enn um 6% lægra en það var áður en kreppan skall á. Þessi gengislækkun virðist þó ekki hafa örvað útflutning að marki, m.a. vegna þess hversu evrusvæðið vegur þungt í útflutningi Breta. Hinn alþjóðlegi samdráttur á útflutningsmörkuðum virðist því skipta þar meira máli eins og víðar.

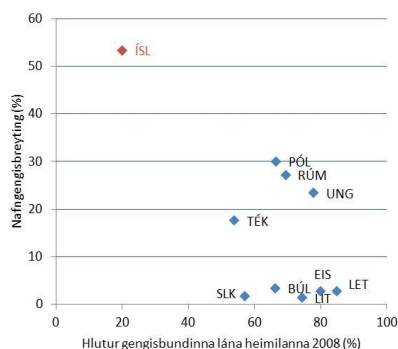
Enn er ekki ljóst hver afdrif Bretlands verða í samanburði við evruríkin. Hafa verður í huga að Bretland er að sumu leyti háðara þróuninni á evrusvæðinu en mörg evruríki. Breska bankakerfið er stórt og með umtalsverða starfsemi á evrusvæðinu. Það kann því að þurfa lausafjárfyrirgreiðslu í evrum. Bretland gæti því lent í svipaðri stöðu og Ísland, því að þótt bankakerfið sé ekki jafn stórt hlutfallslega miðað við landsframleiðslu Bretlands er það mun stærra miðað við landsframleiðslu þeirra ríkja sem gætu þurft að koma til aðstoðar (sjá t.d. Buiters, 2008). Því er ekki fyllilega ljóst hver ávinningur eða kostnaður Bretlands af því að hafa eigið gjaldmiðil verður þegar upp er staðið. Hins vegar verður að hafa í huga að gjaldeyrismarkaður með breska pundið er djúpur í samanburði við smærri ríki og efnahagslífið umfangsmikið og fjölskrúðugt. Þau vandamál sem fylgja óvarinni gjaldeyrisáhættu í einkageiranum og neikvæðum áhrifum gengislækkunar og efnahagsreikninga eru því líklega ekki jafn áberandi og í smærri ríkjum. Þannig er t.d. skuldsetning heimila og fyrirtækja sem ekki eru í útflutningsstarfsemi nánast eingöngu í breskum pundum en samsvarandi skuldsetning í erlendum gjaldmiðlum er algeng víða á meðal smærri Evrópuþjóða.

Reynsla Svía

Sjálfstæður gjaldmiðill og peningastefna kann einnig að hafa haft nokkurn ávinning í för með sér í tilfelli Svíþjóðar, að því leyti að laust taumhald í peningamálum og góð staða ríkisfjármála studdi við hagvöxt m.a. vegna þess að gengi sænsku krónunnar lækkaði hóflega og studdi við útflutning, án þess að verðbólga ykist eða heimili og fyrirtæki yrðu fyrir verulegum búsigfum af völdum óvarinnar gjaldeyrisáhættu. Þessar aðstæður voru fjármálakerfinu hagstæðar. Bankakerfinu þar var eigi að síður nokkur hættu búin vegna starfsemi þess í Eyrstrasaltsríkjum. Þeim tókst að forðast mikla gengislækkun sem hefði getað valdið sænskum bönkum verulegu tjóni. Lausafjárfyrirgreiðsla ECB og bandaríska seðlabankans í Bandaríkjadollurum skiptir þar einnig máli.²² Í því sambandi er rétt að hafa í huga að afgangur var á viðskiptum Svíþjóðar við útlönd og jöfnuði hins opinbera og að skuldir hins opinbera voru tiltölulega lágar. Staða Svíþjóðar til að takast á við aðsteðjandi vanda í fjármálakerfinu var því sterk. Sú staða kann að hafa mótast af reynslunni af fjármálakreppunni á tíunda áratug síðustu aldar.

²² Umfjöllun um mikilvægi þessara dollarálánalína við að létta á þrýstingi á alþjóðlegum banka- og gjaldeyrismörkuðum í miðri fjármálakreppunni er að finna í Allen og Moessner (2010).

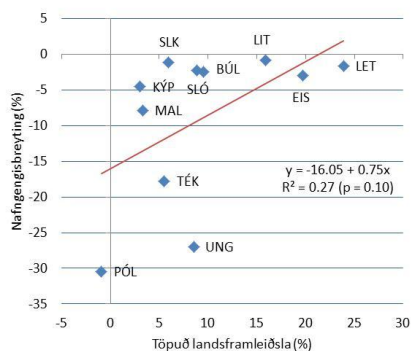
Mynd 16.17
Gengi og gengisbundin lán



Árleg hámarksbreyting á gengi frá hápunkti í jan. 2007-sept. 2008 til lágpunkts í október 2008-ágúst 2010 samkvæmt viðskiptavegnum gengisvísitölum Alþjóðagreiðslubankans.

Heimildir: Eurostat og OECD.

Mynd 16.18
Töpuð landsframleiðsla og lækkun nafngengis
2008-2011



Nafngengisbreytingin er breyting viðskiptavegis nafngengis frá júlí 2008 til lágpunkts nafngengis frá júlí 2008 til desember 2011. Töpuð landsframleiðsla er mismunur árstíðarleiddrar landsframleiðslu frá hápunkti hennar árin 2007-2008 til lágpunkts frá 4. ársfjórðungi 2008 til 4. ársfjórðungs 2011.

Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn og Macrobond.

Reynsla Dana

Fróðlegt er að bera stöðu Danmerkur saman við stöðu Svíþjóðar, því að bæði eru þau af svipaðri gerð og þróunarstigi, en stefnan í gjaldmiðlamálum er ólík, fastgengisstefna í Danmörku en sveigjanlegt gengi og verðbólguþröngd í Svíþjóð. Danmörk slapp betur frá skuldakreppunni á tíunda áratugnum og hefur rekið árangursríka fastgengisstefnu í þrjá áratugi. Ríkisfjármálin hafa einnig verið nokkuð aðhaldssöm, þó ekki eins og í Svíþjóð. Húsnæðisbólga var töluverð árin fyrir hrun og svipuð og í Svíþjóð (sjá töflu 16.1). Nokkuð erfið staða hefur verið í danska fjármálakerfinu og efnahagsbatinn hefur verið veikur. Kostnaður danskra stjórnvalda við endurfjármögnun bankakerfisins hefur jafnframt verið meiri en í Svíþjóð.²³ Erfitt er þó að meta að hve miklu leyti það er vegna gengisfyrirkomulagsins og hvernig dönskum efnahag myndi reiða af ef gengistengingin brýsti.

Reynsla nýju ESB-ríkjanna

Ef samspil mikilla gengissveiflna og gjaldeyrisáhættu er megináhætta þeirra ríkja sem búa við sveigjanlegt gengi liggur beint við að skoða ríki sem bera þau einkenni. Í hinum nýju aðildarríkjum ESB sem enn hafa ekki tekið upp evruna hafa heimili og fyrirtæki safnað umtalsverðum skuldum í erlendum gjaldeyri á undanförunum árum (sjá mynd 16.17). Gengisþróun þeirra hefur hins vegar verið með ólíkum hætti. Ríki eins og Tékkland, Pólland, Rúmenía og Ungverjaland leyfðu gjaldmiðlum sínum að lækka í kjölfar fjármálakreppunnar en Eystrasaltsríkin, Slóvakía, Slóvenía og Búlgaría héldu sig við fastgengi. Eins og sjá má á mynd 16.18 virðist jafnan hafa farið saman að því minni sem lækkun meðalgengisins varð eftir kreppuna, því meiri reyndist samdráttur landsframleiðslunnar. Þannig var hið pólska slot að meðaltali mest um 30% lægra en það var um mitt ár 2008 en samdráttur landsframleiðslunnar þar var lítill sem enginn. Til samanburðar varð lækkun meðalgengis gjaldmiðla Eystrasaltsríkjanna einungis tæplega 2% þegar hún varð mest, en efnahagssamdrátturinn varð mun meiri eins og áður hefur verið rakið. Við fyrstu sýn mætti því ætla að ósveigjanleg gengisstefna Eystrasaltsríkjanna hafi átt töluvert stóran þátt í því hversu djúp kreppan þar varð (tölfræðilegt próf gefur veika vísbendingu um slíkt neikvætt samband á milli gengislækkunar og efnahagssamdráttar ($p = 0,10$), þótt mælingarnar séu reyndar mjög fáar) (sjá t.d. Weisbrot og Ray, 2010). Sé hins vegar litið til hinna ríkjanna verður þetta samhengi ekki eins augljóst. Þannig sést að efnahagssamdrátturinn mælist mjög svipaður í þeim öllum, þótt gengislækkunin í kjölfar kreppunnar sé frá því að vera nánast engin (t.d. í Slóvakíu) og allt að 30% (t.d. í Ungverjalandi). Þannig eru mörg ríki í Mið- og Austur-Evrópu þar sem efnahagssamdrátturinn varð mun minni en í Eystrasaltsríkjunum, þótt gengislækkunin hafi verið álíka lítil (sjá nánar í kafla 21).

²³ Samkvæmt mati Laeven og Valencia (2010) nam beinn kostnaður hins opinbera af endurfjármögnun danskra banka 2007-2009 ríflega 3% af landsframleiðslu en um 0,7% í Svíþjóð.

16.4.3 Almennir lærdómar um áhrif evrusamstarfsins á fjármálastöðugleika

Af þeirri reynslu sem fyrir liggur er aðeins hægt að draga varfærnislegar ályktanir um samspil gengisfyrirkomulags og fjármálalegs óstöðugleika. Enn sem komið er virðist það t.d. blasa við að aðrir þættir en aðild að evrusvæðinu hafi ráðið úrslitum um áhrif alþjóðlegu fjármálakreppunnar á fjármálakerfi og þjóðarbúskap einstakra ríkja. Ríki hafa einkum orðið illa úti ef einhver eða nokkur eftirfarandi einkenna eiga við (sjá t.d. kafla 2 og 17 og niðurstöður Þorvarðar Tjörva Ólafssonar og Þórarins G. Péturssonar, 2011):

- Heimili og fyrirtæki eru mjög skuldsett og hafa safnað skuldum hratt á skömmum tíma (t.d. Írland, Spánn og Ísland).
- Bankakerfi er stórt, skuldsett og með hlutfallslega mikla starfsemi yfir landamæri eða í erlendum gjaldeyri (t.d. Írland, Bretland og Ísland).
- Eignaverð hefur hækkað með ósjálfbærum hætti (t.d. Írland, Spánn, Bretland og Ísland).
- Innlent sparnaðarstig er lágt, sem kemur fram í miklum viðskiptahalla og skuldasöfnun (t.d. Spánn, Bretland og Ísland).
- Samkeppnisstaða hefur versnað vegna þrálátrar hækkunar launakostnaðar á framleidda einingu (t.d. Grikkland, Ítalía, Spánn, Írland og Ísland).
- Skuldir hins opinbera eru miklar og þrálátur halli á rekstri hins opinbera (t.d. Grikkland og Ítalía).

Innan myntbandalags verða ekki gjaldeyriskreppur með sama hætti og í ríkjum með sjálfstæðan gjaldmiðil. Hins vegar getur fjármagnsflótti hrjád bæði fjármálakerfi og ríkissjóði ríkja innan myntbandalags. Á evrusvæðinu hefur skuldakreppan leitt til þess að bankainnstæður hafa t.d. flætt út úr bönkum ríkja með miklar skuldir og yfir í banka betur settra evruríkja eins og Þýskalands eða t.d. í Þýsk og bandarísk ríkisskuldabréf. Slíkur fjármagnsflótti myndi jafnan leiða til verulegs gengisfalls, einkum ef viðskiptahalli er mikill, sem leiðir til samdráttar innlendrar eftirspurnar, örvar útflutning og lokar þannig viðskiptahallanum. Innan evrusvæðisins er fjármagnsflóttinn hins vegar fjármagnaður með lánveitingum ECB til seðlabanka viðkomandi evruríkja í gegnum TARGET-greiðslukerfi ECB og lánveitingar stofnana ESB (sjá mynd 16.11 fyrir í þessum kafla). Hve mikil fjármögnunin getur orðið takmarkast einkum af veðum sem fjármálafyrirtæki í upphafslandi fjármagnsflóttans geta lagt fram.

Þessi sjálfvirka fyrirgreiðsla er kostur ef um tímabundna lausafjárröppu er að ræða sem leysa má með viðeigandi aðgerðum í ríkisfjármálum. Aðlögun getur átt sér stað á lengri tíma án þeirra skakkafalla fyrir eignaverð sem jafnan fylgja snarpri gengisaðlögun og án þess að erlendar skuldir heimila og fyrirtækja aukist, eins og gerðist t.d. á Íslandi eftir að gengi krónunnar féll. Hins vegar gæti þessi sjálfvirka greiðsla reynst galli ef hún frestar aðeins óhjákvæmilegri aðlögun.

Spyrja má hvernig ríkjum eins og t.d. Spáni eða Grikklandi hefði reitt af ef þau hefðu verið utan evrukerfisins. Þótt erfitt sé að meta mögulega atburðarás, bendir reynsla ríkja utan evrusvæðisins – hvort sem er með fljótandi gengi (t.d. Ísland; sjá kafla 3) eða fast gengi (t.d. Eystrasaltsríkin; sjá kafla 21) – til þess að svipað ójafnvægi hefði einnig myndast við þær aðstæður, t.d. varðandi skuldsetningu, hækkun eignaverðs og ytra ójafnvægi. Óhjákvæmileg leiðrétting hefði einnig átt sér stað eftir að alþjóðlega fjármálakreppan brast á, þótt erfitt sé að geta sér til um hvernig henni hefði nákvæmlega undið fram. Gengislækkun myndi að líkindum valda umtalsverðum útlánatöpum í fjármálakerfinu og skerða tekjur ríkissjóða. Fyrstu áhrifin yrðu því væntanlega þau að gera ríkisfjármála- og fjármálakreppuna verri en ella. Langtímaáhrifin ráðast af því hve fljótt útflutningur gæti brugðist við bættri samkeppnisstöðu. Reynslan sem greint hefur verið frá hér að framan gefur tilefni til að vænta ekki of mikils í þeim efnum, en misjafnt er eftir ríkjum og aðstæðum hve næmur útflutningur er fyrir gengisbreytingum.

Ef mörg ríki glíma við sambærilegan vanda er hætt við að aðrir gjaldmiðlar falli í kjölfar gengislækkunar, eins og ítrekað gerðist innan evrópska myntsamstarfsins (ERM og forvera þess) fyrir daga evrunnar. Gæti þá í versta falli hafist hrina gengislækkana í því skyni að ná samkeppnisforskoti, líkt og á fjórða áratug síðustu aldar og oft hefur átt sér stað á samdráttartímum.²⁴ Felli mörg ríki gengi gjaldmiðla sinna hvert í kapp við annað, rekast þau á þann vegg að gengislækkun eins gjaldmiðils felur í sér gengishækkun annars gagnvart þeim gjaldmiðli. Afleiðing slíks kapphlaups verður þá fremur óstöðugleiki gengis fremur en hlutfallsleg gengislækkun. Við núverandi aðstæður myndu líklega flestir gjaldmiðlar falla gagnvart þýska gjaldmiðlinum, ekki eingöngu vegna þess að staða Þýskalands er hlutfallslega sterkt heldur einnig vegna þess að þýsku skuldabréfa- og gjaldeyrismarkaðirnir hefðu þá dýpt sem gerir þá áhugaverðan ákvörðunarstað fyrir fjármagn í leit að öryggi. Að því marki sem ríkin sem fella gengi gjaldmiðla sinna keppa á sömu útflutningsmörkuðum (t.d. ferðamennsku og ákveðnum tegundum landbúnaðarafurða ríkja við Miðjarðarhafið) verður ávinningur gengislækkunar fyrir útflutning minni en ella. Hugsanlegur ávinningur gengislækkunar er því afar óviss og verður að vega á móti þeim skaða sem miklar gengishreyfingar geta valdið á skuldsettum efnahagsreikningum.

Niðurstöður kafla 17 gætu bent til þess að kreppan hefði strax í byrjun orðið snarpari og dýpri, rétt eins og hér á landi, en batinn mögulega orðið hraðari þegar frá leið. Það er þó engan veginn víst, vegna þess að í mörgum tilvikum er um að ræða miklu stærri ríki sem hafa umtalsverð áhrif á viðskiptakjör og efnahagslíf í viðskiptalöndunum falli gengi þeirra. Hvað sem því líður virðist mega ætla að aðrir þættir en fyrirkomulag gjaldmiðilsmála hafi ráðið meiru um orsakir og afleiðingar kreppunnar (samanber niðurstöður kafla 2, 3, 11, 17 og 21). Vandinn er að stofni til hinn sami hjá öllum ríkjum sem lenda í erfiðleikum, hvort heldur innan eða utan myntbandalags: of mikil skuldsetning einkageirans

²⁴ Í sögunni eru mörg dæmi um slíka hegðun og oft er næsta skref hennar að grípa til ýmissa viðskiptahindrana. Sjá t.d. Eichengreen (1993).

eða hins opinbera og lítill sparnaður einkageirans gerir ríki háð stöðugu innflæði erlends fjármagns. Þegar tregðu fer að gæta í innstreymi fjármagns leiðir það til bakslags í ríkjum sem reiða sig á slíkt innstreymi. Aðild að myntbandalagi getur mildað þessa aðlögun í upphafi, en séu stofnanir bandalagsins ekki í stakk búnar til þess að takast á við vandann getur krafan um innri aðlögun orðið erfið viðureignar.

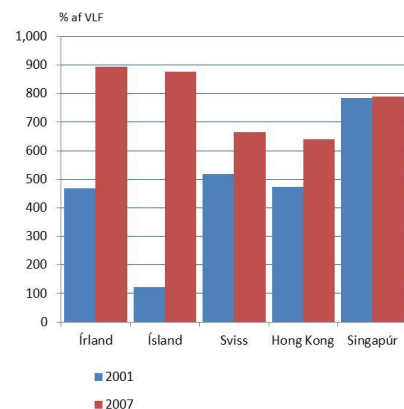
16.5 Reynsla Íslendinga af fjármálaóstöðugleika og hugsanleg myntbandalagsaðild

Niðurstaðan hér að framan bendir til þess að áhrif aðildar að myntbandalagi á fjármálastöðugleika ráðist af mörgum þáttum. Því verður að skoða reynslu og aðstæður hvers ríkis sérstaklega, þ.á m. stærð þess. Í þessum hluta kaflans er staða Íslands skoðuð sérstaklega í ljósi reynslunnar sem greint er frá hér að framan.

Ísland var á meðal þeirra ríkja sem verst urðu úti í fjármálakreppunni (sjá kafla 17). Nánast allt fjármálakerfið hrundi til grunna, einkaneysla og fjárfesting dróst meira saman en meðal flestra annarra þróaðra ríkja. Hvergi lækkaði gengi gjaldmiðils meira og vanskil heimila og fyrirtækja jafnast á við verstu dæmi um afleiðingar fjármálakreppna undanfarna áratugi. Til þess að meta möguleg áhrif aðildar að myntbandalagi á fjármálastöðugleika á Íslandi er rétt að gera grein fyrir nokkrum meginþáttum fjármálahrunsins á Íslandi.²⁵

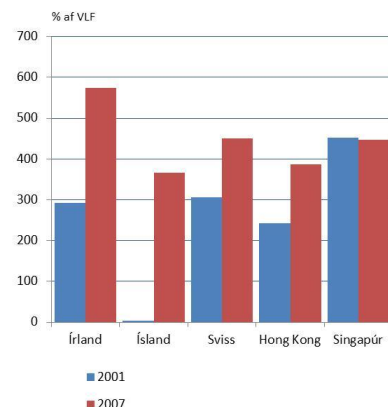
- Eignaverðsbólan og viðskiptahallinn urðu með því mesta á meðal þróaðra ríkja.
- Vöxtur fjármálakerfisins á Íslandi varð mun hraðari en meðal annarra ríkja (mynd 16.19).²⁶ Greiður aðgangur að fjármagnsmörkuðum vegna sterks lánshæfismats íslenskra banka, sem grundvallaðist á góðu lánshæfismati ríkissjóðs, skipti þar miklu máli. Erlendar skuldir fjármálakerfisins jukust hratt samhliða auknum eignum í erlendum gjaldmiðlum (mynd 16.20). Við þessa umbreytingu efnahagsreikningsins jókst gjalddagamisræmi í erlendum gjaldmiðlum verulega.
- Fjármálakerfið þandi starfsemi sína út fyrir landamæri Íslands á grundvelli „evrópska vegabréfsins“, sem aðild Íslands að EES-svæðinu veitir innlendum fjármálafyrirtækjum, en samningurinn kveður á um óheft flæði vöru, þjónustu, vinnuafis og fjármagns á innri markaði Evrópu. Evrópska vegabréfið gerði opnun útibúa og dótturfélaga erlendis mögulega sem bæði gátu safnað innlánnum og fengið lausafjárþyrngreiðslu hjá ECB þegar erlendir fjármagnsmarkaðir tóku að lokast árið 2007.
- Við fall íslensku bankanna afhjúpaðist að þeir glímdu við alvarlegan undirliggjandi vanda varðandi gæði eigna, sem leiddi

Mynd 16.19
Eignir banka 2001 og 2007



Heimild: Már Guðmundsson og Þorsteinn Þorgeirsson (2010).

Mynd 16.20
Erlendar eignir banka 2001 og 2007



Heimild: Már Guðmundsson og Þorsteinn Þorgeirsson (2010).

²⁵ Ítarlegri umfjöllun um innlenda efnahagsþróun fyrir og eftir fjármálakreppuna er að finna í köflum 3 og 17.

²⁶ Eins og fram kemur í töflu 17.6 í kafla 17 var árlegur meðalvöxtur heildareigna íslenskra banka árin 2003-2007 um 64% en hann var að meðaltali um 24% á meðal annarra iðnríkja.

til þess að veðhæfar eignir skorti til þess að bankarnir gætu aflað lausafjár. Efasemdir um gæði eigna ásamt stærð bankakerfisins miðað við bakland þeirra (þ.e. íslenska ríkið) og skortur á lánveitanda til þrautavara í meginstarfsgjaldmiðli þeirra grófu undan trausti á bankana þegar á reyndi og áttu þátt í því að magna lausafjárnvandann.

- Hið mikla gengisfall krónunnar leiddi til meira eignataps innlendra aðila en í flestum sambærilegum ríkjum. Stór hluti innlendra fyrirtækja varð gjaldþrota og stór hluti útlána tapaðist.
- Íslensk stjórnvöld gátu ekki bjargað íslensku bönkunum frá falli (þótt upphaflega hafi verið ætlunin að gera það). Kostnaðurinn af bankahruninu féll því að mestu leyti á erlenda lánveitendur bankanna en mikill eignabruni átti sér einnig stað hjá íslenskum hluthöfum bankanna og annarra fyrirtækja.
- Kostnaður íslenska ríkisins af fjármálahruninu varð með því mesta á meðal OECD-ríkja, hvort heldur litið er til beins kostnaðar eins og eiginfjárframlags til Seðlabankans vegna tapaðra veða eða óbeins kostnaðar vegna samdráttar í tekjum, sem að töluverðu leyti tengist falli krónunnar, og aukinna útgjalda til að styðja við atvinnulausa og skulduga einstaklinga.²⁷ Ekki eru þó öll kurl kominn til grafar og endanlegur kostnaður liggur ekki fyrir fyrir en ljóst er hverjar endurheimtur þeirra eigna verða sem ríkissjóður og Seðlabankinn sátu uppi með í framhaldi af falli bankanna.
- Litlar skuldir ríkissjóðs í upphafi kreppunnar, lánaþyrngreiðsla Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og alþjóðasamfélagsins, aðhaldsaðgerðir í peninga- og ríkisfjármálum og gjaldeyrishöft forðuðu íslenska ríkinu frá meiri háttar skuldakreppu af svipaðri stærðargráðu og þeirri sem Grikkland glímur nú við.
- Lágt gengi krónunnar studdi við útflutnings- og samkeppnisgreinar en eftirspurn eftir innfluttri vöru og þjónustu dróst gríðarlega saman. Útflutningur dróst ekki saman í alþjóðakreppunni, líkt og í mörgum öðrum iðnríkjum sem helst má rekja til uppbyggingar útflutnings Íslendinga (sjá kafla 4).
- Ísland er eina Evrópuríkið sem neyðst hefur til þess að setja á gjaldeyrishöft í kjölfar fjármálakreppunnar. Þótt höftunum hafi fylgt margvíslegt óhagræði, takmörkuðu þau tjónið af falli krónunnar með tvennum hætti. Þau milduðu fall krónunnar sem líklegt er að hefðu leitt af mikilli óvissu um stöðu ríkissjóðs, bankakerfisins og einkageirans. Með því var komið í veg fyrir að hin miklu vanskil í bankakerfinu yrðu enn meiri en raun varð á

²⁷ OECD (2011) (uppfærsla á mati Laeven og Valencia, 2010) telja beinan kostnað ríkissjóðs af endurfjármögnun Seðlabankans og innlendra banka árin 2007-2009 nema 20,3% af landsframleiðslu. Einungis á Írlandi var kostnaðurinn meiri eða 49% af landsframleiðslu. Sjá einnig grein Arnórs Sighvatssonar og Gunnars Gunnarsonar (2011). Upplýsingar um endurheimtur í Eignasafni Seðlabanka Íslands (ESÍ ehf.) liggja ekki fyrir og eru ekki teknar með í ofangreindum tölum. Þær munu hins vegar hafa áhrif á endanlega niðurstöðu. Þannig var reynsla Norðulanda eftir kreppuna á tíunda áratug síðustu aldar sú að endurheimtur reyndust mun meiri en reiknað var með í upphafi.

og hindruðu að vítahringur gengislækkunar og hækkunar áhættuálags á innlendar fjáreignir myndaðist. Að auki stuðluðu þau að lægri vöxtum og studdu þannig við efnahagslífið og auðvelduðu fjármögnun ríkissjóðs.

Spurningin sem öðru fremur þarf að svara við mat á því hvort betra hefði verið að vera innan eða utan evrusvæðisins í fjármálakreppunni er því hvort ábatinn af falli krónunnar um hartnær helming á stuttu tímabili vegi nægilega þungt á móti því tjóni sem sama breyting olli þúsundum heimila og fyrirtækja til þess að það séu fullnægjandi rök fyrir því að halda í eiginn gjaldmiðil og sjálfstæða peningastefnu.²⁸ Svartið við þeirri spurningu ræðst ekki einungis af afdrifum Íslands í nýliðinni fjármálakreppu, enda verður hún ekki endurtekin, heldur þarf einnig að draga ályktanir um fjármálakreppur framtíðarinnar og hvernig þær gætu orkað á Ísland með mismunandi hætti. Þá reynslu er hægt að nýta í því skyni að forðast alvarleg áföll, hvort heldur Ísland verður hluti evrusvæðisins eða stendur utan þess. Helstu lærdómar fyrir Ísland eru raktir hér á eftir.²⁹

16.5.1 Stór bankakerfi á litlum myntsvæðum

Áhætta af bankastarfsemi yfir landamæri og gjalddagamisræmi í erlendum gjaldeyri var stórkostlega vanmetin í aðdraganda fjármálakreppunnar. Áhlaup á banka í alþjóðlegri starfsemi, þar sem fjármögnun í erlendum gjaldmiðli á skiptimörkuðum þornaði upp og olli skorti á Bandaríkjadöllum, var lykilþáttur fjármálakreppunnar (sjá Allen og Moessner, 2010). Í tilfelli Íslands varð áhlaup á erlend útibú og dótturfyrirtæki bankanna ásamt áhlaupi á innstæður hér á landi. Hlutfallslega mikil starfsemi banka yfir landamæri getur verið mjög áhættusöm fyrir lítil ríki á litlu myntsvæði. Þegar fjármögnun í erlendum gjaldmiðlum þornar skyndilega upp skilur aðgengi að lánveitanda til þrautavara í erlendum gjaldmiðli gjarnan á milli feigs og ófeigs. Við eðlilegar aðstæður frjáls fjármagnsflæðis og sæmilega þróaðra fjármálamarkaða er stýring fjármögnunar yfir landamæri að jafnaði ekki vandamál. Þar má nýta skiptamarkað fyrir gjaldeyri til að umbreyta fjármögnun í einum gjaldmiðli yfir í annan með vaxtabili sem endurspeglar muninn á peningamarkaðsvöxtum í ríkjunum sem um er að ræða. Með öðrum orðum, forsendan um varið vaxtajafnvægi milli landa (e. covered interest parity) stenst nokkurn veginn (sjá nánar í grein Más Guðmundssonar og Þorsteins Þorgeirssonar, 2010).

Við aðstæður áhlaups á banka í alþjóðlegri starfsemi getur hröð skuldalækkun (e. deleveraging) og færsla fjármuna á milli landa gert skiptamarkaðinn óstarfhæfan og valdið alvarlegri lausafjárkreppu. Við þessari áhættu er hægt að bregðast með því að draga mjög úr

²⁸ Buitter og Sibert (2008) benda á að svo lengi sem Íslendingar séu með eigin gjaldmiðil setur það þátttöku íslenskra fjármálafyrirtækja á innri markaði Evrópu þröngar skorður. Um leið krefst sú staða þess að fjármálaeftirlit verði stóraukið alþjóðlega til að draga úr tengdri kerfisáhættu. Við þær aðstæður mæla þau eindregið með upptöku evru á grundvelli raka um fjármálastöðugleika.

²⁹ Fjallað er um ýmsa lærdóma er varða skipulag fjármálaeftirlits og skipulag samtryggingarkerfis í kafla 25.

möguleikum fjármálafyrirtækja til þess að vera með gjalddagamisræmi á milli eigna og skulda í erlendum gjaldeyri eða með aðild að myntbandalagi sem veitir innlendum bönkum aðgang að lausafjárþyrngreiðslu í þeim gjaldmiðli sem þorri viðskipta fer fram í. Fyrri leiðin felur í sér langtímakostnað að því leyti að hún kann að takmarka möguleika innlendra fjármálafyrirtækja til þess að styðja við innlend útflutningsfyrirtæki eða a.m.k. gera fjármögnun slíkrar starfsemi dýrari hér á landi en erlendis í samræmi við meiri áhættu sem henni fylgir.³⁰

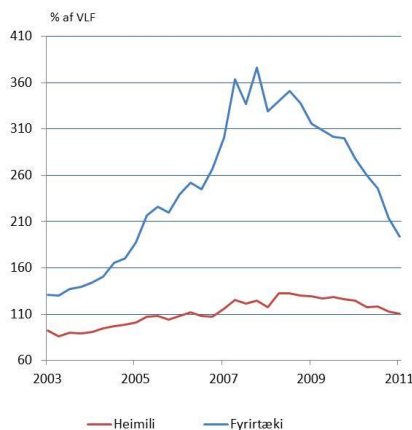
16.5.2 Gengissveiflur og óvarin gjaldeyrisáhætta

Þótt gengisaðlögun geti að sumu leyti auðveldað aðlögun eftir fjármálaáfall (sjá kafla 7) getur tilhneiging gjaldeyrismarkaða til yfirskafta valdið mikilli eyðileggingu á efnahag heimila og fyrirtækja ef skuldsætning er mikil, einkum ef hún er að töluverðu leyti í erlendum gjaldeyri. Eins og rakið er í rammagrein 16.1 fyrr í þessum kafla (sjá einnig kafla 11) hefur starfsemi fjármálafyrirtækja tilhneigingu til þess að magna sveiflur í gengi gjaldmiðla og útbreiðslu gengisáhættu í hagkerfinu.

Þensla í innlendum þjóðarþúskap leiddi til aukinnar verðbólgu sem krafðist aðhaldssamrar peningastefnu og aukins vaxtamunar við útlönd (sjá einnig umfjöllun í kafla 3). Gengi krónunnar styrktist og raungengið varð sögulega hátt. Vaxtamunurinn fól í sér hvata til að taka gengisbundin lán. Þrátt fyrir að ætla mætti að háu gengi fylgdi einnig aukin gjaldmiðlaáhætta, virðist hún hafa verið verulega vanmetin af lántakendum eftir nokkurra ára tímabil hækkandi gengis krónunnar. Mikið framboð erlends fjármagns styrkti gengi íslensku krónunnar og ekki síður hlutabréfaverð bankanna. Hvort tveggja jók útlánagetu þeirra. Þegar sverfa fór að fjármögnun bankanna í erlendum gjaldmiðlum féll bæði gengi krónunnar og hlutabréfa bankanna og útlánagetan minnkaði verulega (sjá t.d. kafla 13 í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis, 2010).

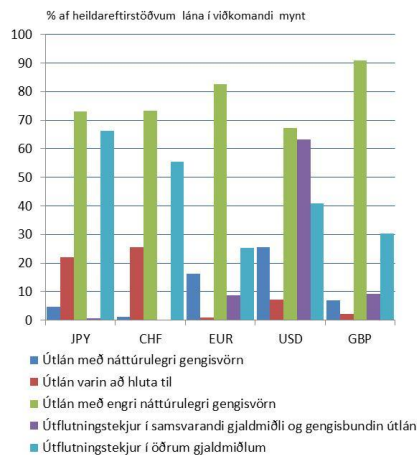
Gengisfall krónunnar leiddi til þess að innlendar skuldir jukust skyndilega í krónum talið (mynd 16.21) og urðu í mörgum tilvikum óviðráðanlegar, auk þess sem eigið fé margra fyrirtækja brann upp. Vanskil vegna gengisbundinna lána heimila urðu tvöfalt meiri en vegna lána í krónum. Vanskil vegna gengisbundinna fyrirtækjalána jukust einnig en þó ekki meira en á öðrum lánsformum, enda mörg fyrirtækjanna með tekjur í erlendum gjaldeyri. Í árslok 2008 var orðinn verulegur munur á gjaldfærni fyrirtækja eftir því hvort þau voru eingöngu með lán í íslenskum krónum eða einhver gengisbundin lán: fyrirtæki sem eingöngu voru með lán í íslenskum krónum áttu að meðaltali um þrisvar sinnum meiri eignir en skuldir en fyrirtæki með einhver gengisbundin lán voru með um helmingi lægra hlutfall að meðaltali. Þennan mun á gjaldfærni má skýra að hluta með mikilli hækkun erlendra skulda í kjölfar lækkunar krónunnar. Áhætta fyrirtækja af gengisbundnum lánum var mikil, þótt

Mynd 16.21
Skuldir heimila og fyrirtækja á Íslandi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 16.22
Gjaldmiðlasamsetning gengisbundinna útlána og útflutningstekna á Íslandi



Heimild: Seðlabanki Íslands, Fjármálastöðugleiki 2010/1.

³⁰ Að koma í veg fyrir söfnun innstæðna utan Íslands er sérstaklega mikilvægt, a.m.k. meðan innstæðutryggingar eru ekki á sameiginlegri ábyrgð aðildarríkja hins sameiginlega markaðar. Már Guðmundsson og Þorsteinn Þorgeirsson (2010) benda á ýmsan lærdóm sem má draga af sögu íslensku bankanna og starfsemi þeirra yfir landamæri og í erlendum gjaldmiðlum, fyrir smáþjóðir, innri markað Evrópu og alþjóðasamfélagið.

mörg þeirra hafi verið með náttúrulegar gengisvarnir, þ.e. tekjur í erlendum gjaldmiðlum á móti erlendum skuldum (sjá mynd 16.22).

Lánveitingar í öðrum gjaldmiðlum en gjaldmiðli heimaríkis hafa verið miklar í mörgum Evrópuríkjum utan evrusvæðisins. Einkum á það við um nýju ESB-ríkin, en þar, líkt og á Íslandi, hefur verðbólga verið meiri og vextir hærri en á evrusvæðinu. Á Íslandi námu gengisbundin lán til heimila u.þ.b. fimmtungi útlána til heimila fyrir kreppuna, en vegna gengisdóma og annarra skuldbreytinga eru slík lán heimila aftur orðin hverfandi lítil. Gengisbundin lán eða gjaldeyrislán til fyrirtækja voru meira en helmingur lána til fyrirtækja. Í sumum nýjum ESB-ríkjum, t.d. Lettlandi og Ungverjalandi, er hlutfall gengistryggðra skulda heimila og fyrirtækja enn hærri. Óvíða féll gengi gjaldmiðils hins vegar jafn mikið og á Íslandi, en gripið var til aðgerða til að styrkja gengi gjaldmiðla ESB-ríkja utan evrusvæðisins í fjármálakreppunni í árslok 2008 með gjaldmiðlaskiptasamningum (e. foreign exchange swaps). Ekki kom hins vegar til inngripa á grundvelli skuldbindingar ECB gagnvart aðildarríkjum sem falla undir ERM-II samninginn. Slík inngrip taka m.a. mið af gengisbreytingum gjaldmiðils heimalands gagnvart evru og ástandi á gjaldeyrismarkaði (sjá kafla 21). Með því að hemja gengisbreytingar var dregið úr afleiðingum áhættu sem fylgir lánnum í evrum til viðkomandi ESB-ríkja og skuldabyrði og höfuðstóll skulda jókst minna en hér á landi.

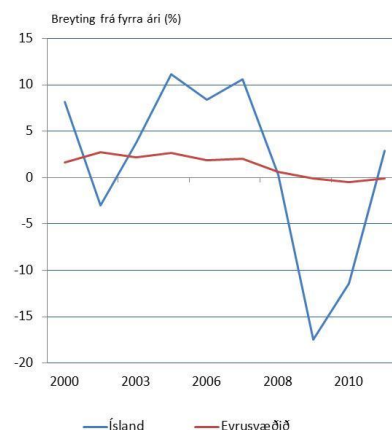
Aðild að myntbandalagi myndi hins vegar draga verulega úr hættunni á því að skuldsettir efnahagsreikningar í erlendum gjaldeyri tefli fjármálastöðugleika í tvísýnu. Að öðrum kosti yrði að bregðast við þessum vanda með varúðarreglum sem takmarka með sveiflutilhneigingu fjármálakerfisins (sjá Seðlabanki Íslands, 2010 og 2012). Slíkar reglur gætu reyndar einnig verið til bóta í því skyni að draga úr með sveiflufyrirbætur bankakerfisins innan myntbandalagsins.

16.5.3 Sjálfstæð peningastefna og eignaverðsbólur

Því hefur verið haldið fram að evruaðild ríkja eins og Spánnar og Írlands hafi átt þátt í því að magna upp húsnæðisbólur vegna þess að vextir lækkuðu hratt að vaxtastigi í kjarnaríkjum svæðisins eftir stofnun evrusvæðisins. Niðurstöður kafla 11 benda þó ekki til þess að húsnæðisbólur séu algengari innan evrusvæðisins. Reynslan frá Íslandi, Nýja-Sjálandi og ýmsum öðrum ríkjum sem bjuggu við sjálfstæða peningastefnu og fljótandi gengi gefur einnig tilefni til þess að efast um að upptaka evrunnar sé meginskýringin, enda virðist húsnæðisbólur hafa verið engu minni í þeim ríkjum. Tafla 16.1 í viðauka sýnir að fasteignaverð jókst víða í uppsveiflunni en óvíða meira en á Íslandi. Tilhögun gjaldmiðilsmála getur því tæpast hafa verið megindrifkraftur þeirrar uppsveiflu sem varð á húsnæðismarkaði.

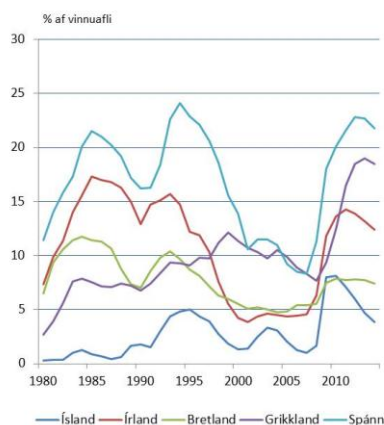
Í kjölfar fjármálakreppunnar lækkaði raunverð fasteigna víða um allt að þriðjung, t.d. bæði á Íslandi og Írlandi (sjá samanburð í kafla 17). Bæði ris og fall fasteignaverðs virðist, sem fyrr segir, hafa verið drifin áfram af hnattrænum öflum fremur en fyrirkomulagi gjaldmiðilsmála. Þó má ætla að gengislækkunin á Íslandi, sem var mun meiri en í öðrum iðnríkjum í kjölfar hruns bankakerfisins, hafi átt ríkan þátt í því að raunverð fasteigna féll jafn hratt og raun bar vitni, því að hún leiddi til

Mynd 16.23
Kaupmáttur ráðstöfunartekna heimila á Íslandi og á evrusvæðinu



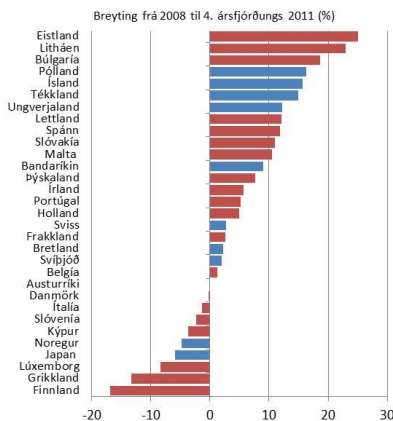
Heimildir: Hagstofa Íslands og OECD.

Mynd 16.24
Atvinnuleysi 1980-2014



Heimild: OECD (spá fyrir árin 2012-2014).

Mynd 16.25
Þróun útflutnings vöru og þjónustu í kjölfar fjármálakreppunnar¹



1. Ríki sem fylgja fastgengisfyrirkomulagi eru rauðlituð en ríki sem byggja á sveigjanlegu gengi eru blálituð.
Heimild: Eurostat.

mikillar lækkunar kaupmáttar ráðstöfunartekna þegar verðlag hækkaði án samsvarandi hækkunar nafnlauna á sama tíma og verðtryggð og gengisbundin útlán þeirra hækkuðu mikið og greiðslubyrði af þeim jókst umtalsvert. Kaupmáttur heimila á evrusvæðinu dróst þannig mun minna saman en á Íslandi (sjá mynd 16.23). Hin almennu rök eru að við þau skilyrði þurfi aðlögun efnahagslífsins að áföllum að eiga sér stað með samdrætti í framleiðslu og atvinnu í ríkari mæli en ef gengi er sveigjanlegt (sjá kafla 5 og 7). Það er þó ekki víst ef yfirskot gengis viðkomandi gjaldmiðils leiðir til mikillar eignarýrnunar og samdráttar í geirum eins og byggingarstarfsemi og verslun (sjá einnig niðurstöður kafla 13 sem benda til þess að gengi krónunnar sé ekki síður uppspretta hagsveiflna).

16.5.4 Sveigjanlegur vinnumarkaður og utanríkisviðskipti

Þrátt fyrir að óvíska hafi einkaneysla og fjármunamyndun dregist jafn harkalega saman og á Íslandi jókst atvinnuleysi minna en víða annars staðar (mynd 16.24), þótt næstum einn af hverjum tíu hafi misst vinnuna. Atvinnuleysi jókst t.d. töluvert meira í Grikklandi, á Spáni og á Írlandi. Atvinnuleysið hefur þegar gengið töluvert til baka á Íslandi en eykst enn í mörgum ríkjum evrusvæðisins (sjá kafla 17).

Minni aukningu atvinnuleysis á Íslandi má líklega rekja til fjögurra einkenna íslenska hagkerfisins: í fyrsta lagi virðist innlendur vinnumarkaður tiltölulega sveigjanlegur (sjá kafla 14). Í öðru lagi dregur það úr sveiflum í atvinnu að framleiðslugerð hagkerfisins er með þeim hætti að varanleg neysluvara og sveiflukennd fjárfestingarvara er að mestu leyti innflutt og ekki framleidd í landinu, hvorki til að mæta innlendri eftirspurn né til útflutnings. Útflutningur á sveiflukenndum iðnaðarvörum er þó nokkur og dróst saman í alþjóðlegu niðursveiflunni eins og annars staðar. Í þriðja lagi eru helstu útflutningsgreinar háðar framboðstakmörkunum til skamms tíma sem takmarka möguleika þeirra til að auka framboð þegar markaðsaðstæður eru hagstæðar en dregur líklega um leið úr líkum á samdrætti þegar þær snúast öndverðar (sjá kafla 4). Í fjórða lagi hefur gengislækkunin varið útflutnings- og samkeppnisgreinar og flýtt fyrir tilfærslu framleiðslugæða frá innlenda geiranum til útflutningsgeirans.

Ýmsir telja, eins rætt var fyrir í þessum kafla, að einn helsti vandi skuldsettra evruríkja sé hve erfitt þau eigi með að bæta samkeppnisstöðu sína vegna þess að aðlögun nafngengis er ekki lengur möguleg. Þau geta aðeins bætt samkeppnisstöðuna með því að auka framleiðni eða lækka nafnlaun (sjá kafla 2 og 18). Ytri samkeppnisstaða ríkjanna hefur í mörgum tilvikum ekki batnað nægilega mikið til að örva útflutning og hagvöxt. Hins vegar er til þess að líta að vöxtur útflutnings í sumum ríkjum sem urðu illa fyrir barðinu á fjármálakreppunni og ekki gátu gripið til gengislækkunar hefur verið meiri en útflutningsvöxtur hinna sem það gátu, t.d. Íslands (sjá mynd 16.25).³¹ Þótt lækkun raungengisins hafi stutt við innlendar útflutnings- og samkeppnisgreinar skaðaði hin mikla

³¹ Þó er rétt að hafa í huga, eins og lýst er í kafla 13, að ein meginniðurstæða rannsóknar Breedon, Þórarins G. Péturssonar og Rose (2012) er að í þeim ríkjum sem fylgja sveigjanlegri gengisstefnu virðist aðlögun raungengis ekki gegna veigamiklu hlutverki í aðlögun þjóðarþúskaþarins í kjölfar hagskella.

gengislækkun einnig efnahagsreikninga fyrirtækja að því marki að erfitt var fyrir þau að afla erlendra fjármögnunar. Því virðist ástæða til þess að draga ályktanir um kosti gengissveigjanleika af varfærni.

16.5.5 Litlir fjármálamarkaðir og fáir markaðsaðilar

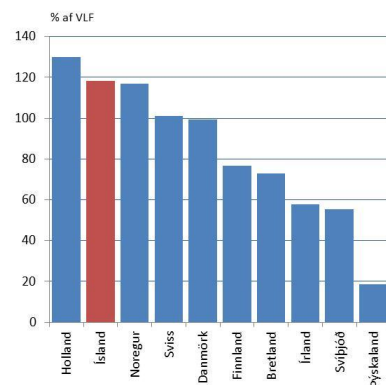
Íslenski fjármálamarkaðurinn sker sig úr fjármálamörkuðum varðandi smæð, hvort heldur horft er til magns viðskipta, kostnað við að eiga viðskipti eða fjölda þátttakenda (sjá kafla 12). Smæðin getur verið áhættuatriði að því leyti að hún eykur hættu á því að markaðir þorni upp,³² svokallaðir spíralar myndist eða stórir aðilar geti neytt aflsmunar og stundað markaðsmisnotkun, sem grefur undan góðum viðskiptaháttum og stöðugleika markaðarins. Hægt er að hafa áhrif á verð með tiltölulega litlum viðskiptum. Þótt svipuð vandamál geti einnig komið upp á stærri mörkuðum er hættan á því að þessar aðstæður valdi óæskilegum gengissveiflum því meiri sem markaðir eru þynnri.³³

Mikill stærðarmunur er á fjármálamörkuðum evrusvæðisins og samsvarandi mörkuðum á Íslandi, hvort heldur litið er til millibankamarkaðar með krónur og erlendan gjaldeyri eða skuldabréfa- og hlutabréfamarkaða. Mótaðilar Seðlabankans eru t.d. 22 talsins; viðskiptabankar, sparisjóðir og lánaþyrftir,³⁴ en það eru aðilar sem eru bindiskyldir. Þeir viðskiptabankar gnæfa yfir aðra á markaðnum en auk þeirra starfa einn annar viðskiptabanki og tíu sparisjóðir. Til samanburðar voru í árslok 2010 6.334 lánaþyrftir (fyrst og fremst viðskiptabankar, sparisjóðir, pósthbankar og lánastofnanir með sértæk hlutverk) á evrusvæðinu (sjá bls. 48 í Seðlabanki Evrópu, 2011a).

Lífeyrissjóðir eru einnig stórir aðilar á íslenska markaðnum (sjá mynd 16.26). Þeir hafa heimildir til þess að fjárfesta á erlendum mörkuðum og u.þ.b. fimmtungur fjárfestingar þeirra er í erlendum eignum.³⁵ Skuldbindingar þeirra eru hins vegar í krónum og eru verðtryggðar miðað við innlent verðlag. Sjóðirnir verða því e.t.v. í ljósi stærðar sinnar að velja á milli óeðlilegrar samþjöppunar í innlendum eignum og langtíma gengisáhættu. Þetta getur stuðlað að brenglaðri verðmyndun á innlendum markaði og haft neikvæði áhrif á fjármálastöðugleika. Aðild að myntbandalagi myndi hins vegar auðvelda þeim að ná ásættanlegri áhættudreifingu án gjaldeyrisáhættu.

Sem hluti af evrusvæðinu myndu íslensk fjármálaþyrftir því hafa aðgang að mörkuðum sem eru margfalt stærri og virkari en millibankamarkaðir á Íslandi. Íslensk fjármálaþyrftir væru verðþegar á mörkuðum, þ.e.a.s. verða að eiga viðskipti á því verði sem býðst á markaðnum án þess að hafa áhrif á verðmyndunina.

Mynd 16.26
Eignir lífeyrissjóða í árslok 2009¹



1. Norski olíusjóðurinn er ekki meðtalinn í tölunni fyrir Noreg en lífeyristryggingar eru meðtaldar í tölunum fyrir Svíþjóð og Þýskaland.

Heimild: OECD (2011b).

³² Sem dæmi um þetta er hrún skipulagðs markaðar með gjaldeyrisskiptasamninga hér á landi í fjármálakreppunni.

³³ E.t.v. má þó halda því fram að fáir mótaðilar auðveldi eftirlit með þeim, en á móti kemur að hver aðili hefur meira vægi í viðskiptum við seðlabankann. Hagsmunir hvers aðila skipta því miklu máli fyrir kerfið í heild sinni.

³⁴ Skilgreining á lánaþyrftum (e. credit institutions) hér á landi hefur til þessa innihaldið rafeyrisþyrftir og fjármögnunarfyrirtæki sem er nokkru víðari skilgreining en annars staðar.

³⁵ Frá því að gjaldeyrishöftum var komið á hafa sjóðirnir þó ekki haft heimildir til nýrrar erlendra fjárfestinga.

16.6 Lokaorð

Ótímabært er að kveða upp endanlegan dóm um það hvort fjármálastöðugleiki á Íslandi er betur tryggður utan eða innan stærra myntbandalags. Aðild að myntbandalagi getur haft áhrif á bæði dýpt samdráttar og lengd aðlögunar í kjölfar fjármálaáfalls. Ef efnahagsbati ríkja sem ganga í gegnum snarpan samdrátt hefst fyrr en þeirra sem ganga í gegnum mildari samdrátt getur verið erfitt að bera saman útkomuna á meðan kreppan stendur enn yfir.

Meginlærdómur þessa kafla, sem staðfestur er af niðurstöðum annarra kafla (t.d. kafla 11 og 17), er að rætur fjármálaóstöðugleika eru fjölþættar og að fjölmargir aðrir þættir en aðild að myntbandalagi skipta þar máli. Reynsla evruríkjanna sýnir að aðild að myntbandalagi getur verið vörn gegn lausafjárekreppu en um leið getur hún torveldað aðlögun í kjölfar alvarlegra áfalla á fjármálakerfið. Á hinn bóginn sýnir reynsla margra ríkja sem búa við sveigjanlegt gengi, þ.á m. Íslands, að gengisaðlögun getur jafnvel verið lækning sem er verri en sjúkdómurinn, sem gengissveiflur að auki áttu sinn þátt í að breiða út. Skuldsett fyrirtæki, heimili og bankar, gjaldeyrisáhætta og umfangsmikil bankastarfsemi yfir landamæri getur verið hættuleg blanda, sérstaklega í ríkjum sem hafa ekki greiðan aðgang að lausafjárfyrirgreiðslu á stóru myntsvæði.

Skuldakreppunni á evrusvæðinu er ekki lokið. Hún hefur afhjúpað ákveðna veikleika í stofnanagerð Evrópusambandsins og evrusamstarfsins. Hvernig til tekst um lausn þeirra mála mun ráða miklu um hvort tekst að ráða niðurlögum skuldavandans tiltölulega fljótt. Líklegt er að samvinnan verði dýpkuð á ákveðnum sviðum, sérstaklega á sviði banka- og ríkisfjármála, sem m.a. gæti leitt til sameiginlegs ríkisskuldabréfamarkaðar. Samkomulag um slíkar lausnir virðist þó enn eiga nokkuð í land, þótt miðað hafi áleiðis á nýlegri ríkjaráðstefnu aðildarríkjanna. Skuldakreppan á evrusvæðinu sýnir að skynsamleg stefna á sviði opinberra fjármála er mikilvæg forsenda fjármálastöðugleika og ræður um leið getu ríkja til að bregðast við óstöðugleika.

Íslensku bankarnir gengu fyrir ætternisstapa þar sem þeir höfðu byggt upp gífurlega lausafjáráhættu í erlendum gjaldmiðlum sem raungerðist í fjármálakreppunni. Vandí þeirra var hins vegar meira en lausafjávandi enda eigið fé þeirra væntanlega undir lögbundnum eiginfjárlutföllum undir lokin þegar leiðrétt er fyrir lánveitingum þeirra til að fjármagna hlutafjáreign í þeim sjálfum. Það er því alls óvíst að meiri lausafjárstuðningur Seðlabanka Evrópu en þeir nutu í gegnum útibú sín hefði dugað til að bjarga þeim. Á móti kemur að vísbendingar eru um að líkt hafi verið ástatt um ýmsa evrópska banka sem flutu áfram í gegnum hátop fjármálakreppunnar vegna lausafjárstuðnings Seðlabanka Evrópu. Vangaveltur um það sem hefði getað gerst ef Ísland hefði verið aðili að evrusvæðinu eru hins vegar ekki aðalatriðið. Meiru skiptir að reynslan sýnir mikilvægi þess að bankakerfi hafi lausafjárstuðning í þeim gjaldmiðli sem það starfar í.

Efnahagsbatinn hefur reynst kröftugri hér á landi en meðal margra evruríkja og líklegt er að sveigjanlegt gengi krónunnar hafi þar átt nokkurn þátt. Ekki virðist hins vegar mikill munur á útflutningsþróun Íslands og annarra ríkja sem fóru illa út úr fjármálakreppunni, t.d. Írlands, Eystrasaltsríkjanna og Spánar, og virðist hún fremur ráðast af samsetningu útflutnings. Hins vegar er líklegt að gengisaðlögunin hafi dýpkað samdrátt innlendrar eftirspurnar að því marki að skuldir heimila og fyrirtækja jukust verulega og útlánatöp hlutust af, auk þess sem mikil tilfærsla á sér stað á milli kynslóða og hópa, bæði einstaklinga og fyrirtækja, þegar svo miklar gengisbreytingar verða. Í tilfelli Íslands lenti kostnaðurinn þó að mestu leyti á erlendum lánveitendum bankanna. Þegar skuldaaðlögunin hefur átt sér stað ýtir það undir batann. Einnig þarf að horfa til þess hve langan tíma tekur að ná fyrri efnahagsstyrk. Enn er of snemmt að fullyrða um hlutfallslegan árangur ríkja innan og utan evrusvæðisins. Skuldakreppan á evrusvæðinu er t.d. enn óleyst og fjármagnshöftin eru enn óleyst vandamál á Íslandi. Þau hafa komið í veg fyrir fjármagnsflóttu af því tagi sem átti sér stað í Grikklandi, en þau hafa langtímakostnað í för með sér.

Tvennt takmarkaði skaðann af fjármálaáfallinu í tilfelli Íslands: í fyrsta lagi féll stór hluti af kostnaðinum á erlenda lánveitendur gömlu bankanna í stað þess að lenda á innlendum heimilum, fyrirtækjum og hinu opinbera. Kostnaður hins opinbera reyndist eigi að síður með því mesta á meðal þróaðra ríkja. Í öðru lagi var skuldastaða ríkissjóðs það góð fyrir fjármálaáfallið að komast mátti hjá langvarandi skuldakreppu. Hvort var meira, tjónið sem sjálfstæður gjaldmiðill olli eða ábatinn, er erfitt matsatriði, sérstaklega þegar langtímaáhrif fjármagnshafta eru tekin með í reikninginn.

Það er hins vegar verkefni framtíðarinnar að tryggja fjármálastöðugleika á Íslandi, hvort heldur innan eða utan evrusvæðisins, án þess að draga úr vaxtargetu þjóðarbúsins. Takist evruríkjunum og Evrópusambandinu að leysa úr núverandi vanda með viðunandi hætti er e.t.v. auðveldara að ná því markmiði innan evrusvæðisins, vegna þess að ýmis áhætta tengd gjaldmiðlinum minnkar. Ávinningurinn er hins vegar háður því að innlend efnahagsstefna einkennist af fullnægjandi aðhaldssemi, að opinberum skuldum verði haldið í skefjum, aðilar á vinnumarkaði hafi getu til að aðlagast ytri áföllum, eftirlit með fjármálakerfinu sé nægilegt og að þjóðhagsvarúðartækjum verði beitt til þess að draga úr þeirri tilhneigingu fjármálakerfisins að ýta undir sveiflur í þjóðarþúskapnum, án þess þó að skaða eðlilega framþróun efnahagslífisins.

16.7 Viðauki

Tafla 16.1 Efnahagsþróun innan og utan evrusvæðisins

	Raunbreyting fasteignaverðs (ársbreyting) ¹		Viðskipta- jöfnuður ²		Nafngengi (mesta styrking/ veiking) ³		Raungengi (mesta styrking/ veiking) ³		Útflutningur (ársbreyting) ¹		Innflutningur (ársbreyting) ¹		Jöfnuður hins opinbera ²		Verðbólga (ársbreyting) ¹	
	2001- 07	2008- 11	2001- 07	2008- 11	2001- 07	2008- 11	2001- 07	2008- 11	2001- 07	2008- 11	2001- 07	2008- 11	2001- 07	2008- 11	2001- 07	2008- 11
Evruríki																
Austurríki	...	...	1,7	3,1	10,6	-5,0	8,7	-5,3	7,3	0,6	6,1	0,2	-1,7	-3,1	1,9	2,2
Belgía	7,7	1,4	3,3	-0,7	16,1	-6,4	13,4	-6,8	4,5	1,2	4,4	1,5	-0,3	-3,6	2,1	2,6
Eistland	...	...	-10,6	0,2	13,6	-5,9	26,5	-5,6	9,9	7,3	13,0	2,2	1,2	-0,9	4,1	4,7
Finnland	4,6	0,5	5,9	1,4	19,1	-7,7	12,3	-8,6	7,0	-2,2	7,3	-0,3	4,1	-0,6	1,6	2,6
Frakkland	8,8	-0,2	0,5	-1,8	16,7	-6,6	13,7	-8,0	3,8	0,4	5,3	0,7	-2,8	-5,8	1,9	1,8
Grikkland	4,6	-6,1	-8,5	-11,5	15,2	-5,6	19,4	5,1	4,8	-3,2	5,6	-8,1	-5,6	-11,3	3,3	3,4
Holland	2,7	-2,2	5,5	6,2	19,9	-7,6	19,1	-8,9	5,7	2,1	5,3	2,1	-0,6	-3,7	2,5	1,6
Írland	7,6	-12,1	-1,8	-2,0	26,4	-9,4	39,3	-16,5	7,6	1,3	7,7	-2,5	1,5	-16,4	3,5	0,3
Ítalía	5,5	-2,8	-1,3	-2,9	17,7	-6,7	16,0	-7,0	4,4	-0,7	4,5	-0,8	-3,0	-4,1	2,4	2,2
Lúxemborg	...	...	10,6	6,6	8,8	-3,9	9,6	-4,1	7,9	-0,6	7,8	0,4	2,3	0,2	2,9	2,7
Portúgal	...	...	-9,3	-10,0	9,3	-3,6	13,2	-5,3	5,1	1,3	3,5	-2,0	-4,2	-7,0	3,0	1,7
Slóvakía	...	...	-6,9	-2,8	39,2	13,5	66,0	13,7	11,2	3,6	10,1	1,4	-5,0	-5,6	6,0	2,4
Slóvenía	...	...	-1,8	-2,5	-16,7	-4,2	8,8	-6,2	9,8	0,5	8,8	-1,0	-2,2	-5,1	5,4	2,6
Spánn	9,9	-6,1	-5,8	-5,6	13,5	-5,7	20,3	-6,8	5,0	2,8	7,6	-3,4	0,4	-8,4	3,2	2,2
Þýskaland	-2,3	0,8	3,2	6,0	19,5	-7,8	14,4	-9,2	8,4	2,6	6,1	3,2	-2,3	-2,1	1,7	1,7

Tafla 16.1 Efnahagsþróun innan og utan evrusvæðisins (framhald)

	Raunbreyting fasteignaverðs (ársbreyting) ¹		Viðskipta- jöfnuður ²		Nafngengi (mesta styrking/ veiking) ³		Raungengi (mesta styrking/ veiking) ³		Útflutningur (ársbreyting) ¹		Innflutningur (ársbreyting) ¹		Jöfnuður hins opinbera ²		Verðbólga (ársbreyting) ¹	
	2001- 07	2008- 11	2001- 07	2008- 11	2001- 07	2008- 11	2001- 07	2008- 11	2001- 07	2008- 11	2001- 07	2008- 11	2001- 07	2008- 11	2001- 07	2008- 11
Ríki utan evrusamstarfs																
Ástralía	7,6	1,5	-4,8	-3,4	45,0	31,2	50,2	32,2	3,3	2,5	8,5	7,0	1,6	-3,5	3,2	3,1
Bandaríkin	4,4	-5,9	-4,9	-3,5	-31,3	-15,5	-29,2	-16,0	4,6	3,7	5,5	0,3	-2,6	-9,7	2,8	2,1
Bretland	8,6	-3,7	-2,3	-2,0	9,9	-20,1	-11,7	-19,1	5,0	0,9	5,6	-0,9	-1,7	-8,7	1,6	3,4
Danmörk	7,4	-6,3	2,7	4,5	14,8	-6,9	13,1	-7,0	5,2	0,9	7,2	0,1	2,5	-1,0	2,0	2,4
Japan	-3,6	-1,8	3,3	2,9	-32,8	30,0	-60,9	23,6	7,7	0,4	4,4	0,4	-5,4	-7,1	-0,3	-0,2
Noregur	6,5	1,9	14,2	13,4	21,7	-16,3	24,8	-14,4	1,1	-0,9	5,3	1,0	13,4	13,6	1,9	2,4
Nýja-Sjáland	9,6	-3,2	-5,5	-4,7	56,4	-27,3	59,8	26,8	3,8	1,5	6,0	1,0	3,7	-3,7	2,6	3,1
Pólland	...	...	-4,0	-4,8	35,6	-30,4	-35,1	-28,9	11,4	4,9	9,2	3,7	-4,3	-6,0	3,4	3,7
Svíþjóð	7,1	1,4	6,2	7,5	20,2	18,3	16,2	-17,4	6,3	1,3	5,6	1,9	1,3	0,3	1,5	1,8
Tékkland	...	..	-4,2	-2,7	53,8	-17,8	53,7	-17,0	11,2	5,2	10,1	3,6	-3,9	-4,0	2,6	2,7
Ungverjaland	...	...	-7,5	-1,2	22,2	-26,9	47,6	-22,3	12,3	4,5	11,1	2,5	-6,5	-2,1	6,4	4,8
Ísland	9,9	-8,6	-10,4	-12,8	40,5	-47,7	46,1	-39,1	5,8	4,3	7,7	-8,0	1,5	-9,5	4,7	8,5

1. Meðaltal ársbreytinga 2001-2007 annars vegar og 2008-2011 hins vegar. 2. Meðaltal árána 2001-2007 annars vegar og 2008-2011 hins vegar. 3. Mismunur hæsta og lægsta gildis árána 2001-2007 annars vegar og árána 2008-2011 hins vegar. Tölur fyrir Belgíu og Grikkland ná yfir tímabilið 2004-2011. *Heimildir:* Alþjóðagreiðslubankinn, Hagstofa Íslands, OECD og Þjóðskrá Íslands.

Heimildaskrá

- Allen, W. A., og R. Moessner (2010). Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9. *BIS Working Papers*, nr. 310.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2012). *Global Financial Stability Report*. International Monetary Fund.
- Arnór Sighvatsson og Gunnar Gunnarsson (2011). Iceland's financial disaster and its fiscal impact. Í bókinni *Managing Risk in the Financial System*. Ritstjórar J. R. LaBrosse, R. Olivares-Caminal og D. Singh. Aldershot: Edward Elgar Publishing.
- Auerbach, A. J., (2011). Long-term fiscal sustainability in major economies. *BIS Working Papers*, nr. 361.
- Bernanke, B. S., M. Gertler og S. Gilchrist (1999). The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. Í bókinni *Handbook of Macroeconomics*. Ritstjórar J. Taylor og M. Woodford. Amsterdam: Elsevier.
- Blanchard, O., og F. Giavazzi (2002). Current account deficits in the Euro area: The end of the Feldstein-Horioka Puzzle? *Brookings Papers on Economic Activity*, nr. 2, 147-209.
- Borio, C., C. Furfine og P. Lowe (2001). Procyclicality of the financial system and financial stability: Issues and policy options. *BIS Papers*, nr. 1.
- Breedon, F., Þórarinn G. Pétursson og A. K. Rose (2012). Exchange rate policy in small rich economies. *Open Economies Review*, 23, 421-445.
- Buiter, W., og A. Sibert (2008). The Icelandic banking crisis and what to do about it: The lender of last resort theory of optimal currency areas. *CEPR Policy Insights*, nr. 26.
- Buiter, W., (2008): How likely is a sterling crisis or: Is London really Reykjavik-on-Thames? *Financial Times*. 13. nóvember.
- Buiter, W., (2011). The future of the euro area: Fiscal union, break-up or blundering towards a 'you break it you own it Europe'. *Citi Global Economics View*. 9. september.
- Delpha, J., og J. Weizsäcker (2010). The blue bond proposal. *Bruegel Policy Brief*. Maí.
- Checherita, C., og P. Rother (2010). The impact of high and growing government debt on economic growth: An empirical investigation for the Euro Area. *ECB Working paper series*, nr. 1237.
- Claessens, S., A. Mody og S. Vallee (2012), Paths to eurobonds, *Bruegel Working Paper* nr. 2012/10.
- De Grauwe, P., og W. Moesen (2009). Gains for all: A proposal for a common Eurobond. *Intereconomics*. Maí/júní.
- De Grauwe, P., (2011a). Why the ECB refuses to be a lender of last resort. *Vox*. 28. nóvember.
<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7352>.
- De Grauwe, P., (2011b). The governance of a fragile eurozone, *CESifo Forum*. Apríl.

- Eichengreen, B., (1993). European monetary unification. *Journal of Economic Literature*, 31, 1321-1357.
- Gourinchas, P.-O., og H. Rey (2007). International financial adjustment. *Journal of Political Economy*, 115, 665-703.
- Hussman, J. P., (2011). Europe: Just getting warmed up. *Hussman Funds Weekly Market Commentary*. 17. október.
<http://www.hussmanfunds.com/wmc/wmc111017.htm>
- Ingram, J., (1973). The case for European monetary integration. *Essays in International Finance*, nr. 98, Princeton University, International Finance Section.
- Issing, O. (2012). *Wie wir den Euro retten und Europa stärken*. Kulmbach: Börsenmedien – Börsenbuchverlag.
- Kenen, P. B., (2011). Currency internationalisation: An overview. *BIS Papers*, nr. 61.
- Laeven, L., og F. Valencia (2010). Resolution and banking crises: The good, the bad, and the ugly. *IMF Working Paper*, nr. 10/146.
- Lane, P. R., (2006). The real effects of European Monetary Union. *Journal of Economic Perspectives*, 20, 47-66.
- Levine, R., (2005). Finance and growth: Theory and evidence. Í bókinni *Handbook of Economic Growth*, Vol. 1A. Ritstjórar P. Aghion og S. Durlauf. Amsterdam: Elsevier.
- Már Guðmundsson (2009). Hin alþjóðlega fjármálakreppa. Rætur og viðbrögð. *Skírnir*, 183.
- Már Guðmundsson og Þorsteinn Þorgeirsson (2010). Fault lines in cross-border banking: Lessons from the Icelandic case. Í bókinni *Contagion and Spillovers: New Insights from the Crisis*. Ritstjórar P. Backé, E. Gnan og P. Hartmann. *SUERF Studies*, nr. 5/2010.
- McCormick, L. C., og T. Keene (2011). ECB becomes lender of last resort for Europe, Tzitzouris says. *Bloomberg*. 20. desember.
<http://www.bloomberg.com/news/2011-12-20/ecb-becomes-lender-of-last-resort-for-europe-tzitzouris-says-tom-keene.html>
- Merler, S., og J. Pisani-Ferry (2012). Sudden stops in the euro area. *Bruegel Policy Contribution*, 2012/06.
- OECD (2011a). Iceland. *OECD Economic Surveys*. OECD Publishing.
- OECD (2011b). *Pensions at a Glance 2011: Retirement-Income Systems in OECD and G20 Countries*. OECD Publishing.
- OECD (2012). *Economic Policy Reforms 2012: Going for Growth*. OECD Publishing.
- Rannsóknarnefnd Alþingis (2010). *Skýrsla Rannsóknarnefndar Alþingis*. 12. apríl.
- Reinhart, C. M., og K. S. Rogoff (2010). Growth in a time of debt. *American Economic Review*, 100, 573–78.
- Seðlabanki Evrópu (2011a). The monetary policy in the ECB 2011. *ECB*. Maí. European Central Bank.
- Seðlabanki Evrópu (2011b). ECB announces measures to support bank lending and money market activity. *Fréttatilkynning ECB*. 8. desember. European Central Bank.
- Seðlabanki Íslands (2010). Peningastefnan eftir höft. *Sérít* nr. 4.
- Seðlabanki Íslands (2011). Hlutverk seðlabanka í fjármálaeftirliti. *Sérít* nr. 5.

- Seðlabanki Íslands (2012). Varúðarreglur eftir fjármagnshöft. *Sérít* nr. 6.
- Sinn, H.-W., (2012). The European balance of payments crisis. *CESifo Forum*. Janúar.
- Thesing, G., og J. Black (2011). ECB may dig deeper into crisis toolbox as leaders mark 'date with destiny'. *Frétt á Bloomberg fréttaveitunni*. 8. desember.
<http://www.bloomberg.com/news/2011-12-08/ecb-may-dig-deeper-into-crisis-toolbox-as-leaders-mark-date-with-destiny-.html>
- Weisbrot, M., og R. Ray (2010). Latvia's recession: The cost of adjustment with an 'internal devaluation'. Center for Economic and Policy Research. Febrúar.
- Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2011). Weathering the financial storm: The importance of fundamentals and flexibility. Í bókinni *The Euro Area and the Financial Crisis*. Ritstjórar M. Beblavý, D. Cobham og L. Ódor. Cambridge: Cambridge University Press.
- Þýska efnahagsráðgjafanefndin (Sachverständigenrat) (2012). Verantwortung für Europa wahrnehmen. *Jahresgutachten* 2011/12.