

Reykjavík 4. október 2012

Fjármála- og efnahagsráðherra  
Katrín Júlíusdóttir  
Arnarhvoli  
150 REYKJAVÍK

**Efni: Samráðshópur um mótun gengis- og peningamálastefnu**

Hinn 7. mars sl. skipaði efnahags- og viðskiptaráðherra samráðsnefnd um mótun gengis- og peningamálastefnu. Í nefndinni eiga sæti: Árni Þór Sigurðsson, tilnefndur af þingflokki Vinstri grænna, Freyr Hermannsson, tilnefndur af þingflokki Framsóknarflokks, Illugi Gunnarsson, tilnefndur af þingflokki Sjálfstæðisflokks, Lilja Mósesdóttir, tilnefnd af þingflokki Hreyfingarinnar, Þórunn Sveinbjarnardóttir, tilnefnd af þingflokki Samfylkingarinnar, Gylfi Arnbjörnsson fyrir Alþýðusamband Íslands, Vilhjálmur Egilsson fyrir Samtök atvinnulífsins og Helga Jónsdóttir sem ráðherra fól formennsku nefndarinnar. Með samráðsnefndinni starfaði verkefnisstjórn sérfræðinga í efnahags- og viðskiptaráðuneyti, skipuð Valdimar Halldórssyni, Birni Rúnari Guðmundssyni og Önnu Borgþórsdóttur Olsen. Í verklýsingu er gert ráð fyrir því að ráðherra meti, þegar hann hefur fengið greingargerð nefndarinnar í hendur, hvort óskað verði eftir því að nefndin haldi áfram störfum og skili ráðherra tillögum.

Nefndin hefur haldið tug funda auk málstofu þar sem nefndarmenn reifuðu mögulega framtíðarkosti varðandi gengis- og peningastefnu til skemmri, meðallangs og lengri tíma. Hún kallaði á sinn fund ýmsa sérfræðinga á sviði gengis- og peningamála og ríkisfjármála eins og fram kemur í hjálagðri greinargerð um fundi nefndarinnar. Hún hefur jafnframt afmarkað þá meginkosti sem til álita eru taldir koma.

Að mati nefndarmanna er ekki hægt að gera ráð fyrir upptöku annarrar myntar á næstu árum. Því er mikilvægt að tryggja trausta peningastefnu með þjóðhagsvarúðartækjum og ábyrgð í opinberum fjármálum á grundvelli fjármálareglna sem taka mið af þróun efnahagslífsins. Slíkt er grundvöllur góðrar hagstjórnar óháð fyrirkomulegi gengismála og peningastefnu. Almennt telja nefndarmenn að á næstu árum sé sjálfstæð peningastefna eini valkosturinn og trúverðug hagstjórn sem tekur mið af aðstæðum og hagsveiflum sé grundvallaratriði. Hvað varðar valkosti til lengri tíma eru skoðanir skiptari en samstaða er um að einhliða upptaka annarrar myntar komi ekki til álita.

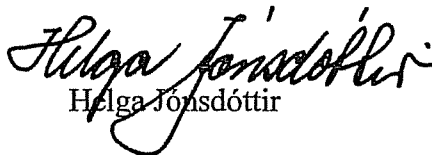
Í nefndinni var lögð áhersla á mikilvægi samvinnu og almenns skilnings á traustri hagstjórn sem og samræmi og samþættingu opinberra fjármála og peningastefnu. Markmið ábyrgrar hagstjórnar er stöðugleiki og sjálfbær hagvöxtur í efnahagslegu jafnvægi.

Leiðir varðandi skipan fjármálakerfisins og stjórn gjaldmiðils- og peningamála hafa verið til umfjöllunar á ýmsum vettvangi að undanfögnu. Efnahags- og viðskiptaráðuneytið gaf út skýrsluna „Framtíðarskipan fjármálakerfisins“ og síðar í þessum mánuði er vænst tillagna erlendra og innlendra sérfræðinga á grunni hennar. Seðlabankinn hefur gefið út skýrsluna „Varúðarreglur eftir fjármagnshöft“ og um miðjan mánuðinn gaf hann út ákaflega yfirgripsmikla og ítarlega skýrslu „Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum.“ Sú skýrsla leggur mikilvægan grunn að umræðu um þessi mál, ekki síst á vettvangi stjórnmalanna. Í fjármála- og efnahagsráðuneyti er frumvarp til laga um opinber fjármál á lokastigi undirbúnings. Þar verða leikreglur varðandi fjárlög og fjárlagagerð skýrðar til að knýja á um stefnufestu og stöðugleika.

Á starfstíma sínum hefur nefndin náð góðum samhljómi. Í ljósi þess að marghátuð fagleg vinna sem þarfnast umfjöllunar og snertir verkefni nefndarinnar er að koma fram um þessar mundir eða alveg á næstunni telur nefndin æskilegt að henni gefist meiri tími til að sinna því samráði sem henni er ætlað. Nefndarmenn telja mikilvægt að stefna í gengis- og peningamálum njóti skilnings og stuðnings - á Alþingi, hjá aðilum vinnumarkaðarins og meðal þjóðarinnar. Nefndarmenn lýsa sig reiðubúna til að halda áfram og undirbúa tillögur í gengis- og peningamálum og kynna sér þær greiningar og niðurstöður sem fram hafa komið og væntanlegar eru á næstunni varðandi málið.

Með tilliti til þeirra breytinga sem orðið hafa á ráðuneytaskipan er óskað eftir fundi með atvinnuvega- og nýsköpunarráðherra og fjármála- og efnahagsráðherra til að kynna störf samráðsnefndarinnar og ræða mögulegt framhald þeirra.

F.h. samráðsnefndarinnar

  
Helga Jónsdóttir

F.h. verkefnisstjórnar

  
Valdimar Halldórsson

Fskj.

Greinargerð um fundi samráðsnefndarinnar

Samrit:

Atvinnuvega- og nýsköpunarráðherra

Reykjavík 4. október 2012

## Greinargerð um fundi samráðsnefndarinnar *samráðsnefndar um mótun gengis- og peningamálastefnu*

Fundir nefndarinnar voru elleftutalsins og dagskrá flestra þeirra var þannig að gestir með sérþekkingu voru fengnir til að kynna sjónarmið sín. Nefndarmenn beindu síðan til þeirra fyrirspurnum og athugasemdum á síðari hluta fundanna.

Fyrsti gesturinn var Gylfi Zoëga prófessor sem ræddi tiltæka kosti út frá meginspurningum nefndarinnar um það hvort halda eigi í eigin peningastefnu eða taka upp peningastefnu annarra. Fram kom m.a.:

- **Verðbólguþröskur** er í raun fastgengismarkmið þar sem mikil fylgni er milli gengisþróunar og verðbólgu.
- **Verðbólguþröskur með þjóðhagsvarúð:** Verðbólguþröskur að viðbættum hindrunum og takmörkunum til að koma í veg fyrir stækkun fjármálakerfisins, m.a. með reglum um eiginfjárflutföll.
- **Heildareftirspurnarmarkmið:** Þar bætist markmið um atvinnustig við verðbólguþröskur. Er í raun ekki mjög frábrugðið því sem verið hefur enda alltaf verið markmið að halda háu atvinnustigi.
- **Fastgengisfyrirkomulag:** Tekst aðeins með utanaðkomandi hjálp. Kostar háa vexti og mikið útlæði fjármagns samanber reynsluna í Evrópu sem leiddi til upptöku evru. Fastgengisfyrirkomulag margra ríkja í Evrópu leiddi til þess að Evran var tekin upp. Í meginráttum ekki unnt að verja fast gengi nema með höftum eða utankomandi stuðningi.
- **Aðild að EMU.** Þarf eftir sem áður að gæta að skuldsetningu og samkeppnishæfni með því að tryggja að laun hækki ekki umfram framleiðniaukningu. Fórnarkostnaður krónunnar, sem felst annars vegar í miklu innflæði fjármagns í góðæri og hins vegar í miklu útlæði fjármagns í kreppu, leysist.
- **Tvíhliða samningur um nýja mynt:** Fastgengismarkmið með stuðningi annars ríkis sem felst í yfirdráttarheimild í seðlabanka þess ríkis. Mikilvægt er að velja rétt skiptigegni við upptöku nýrrar myntar. Sé það of lágt væri það ávísun á meiri verðbólgu.
- **Einhliða upptaka:** Felur í sér óvarið bankakerfi og fjármagnsþröskur þar sem hratt mundi ganga á gjaldeyrisforðann. Leið sem Gylfi telur eiga að afskrifa strax.
- **Ný króna:** Einskiptislausn á skuldavanda innanlands en óleyst vandamál til framtíðar. Þessi leið í raun farin nú með niðurfellingu skulda og útboðsleið Seðlabankans þar sem óþolinmótt fjármagn fer út á veikara gengi.

Á þriðja fund nefndarinnar sem haldinn var 13. apríl mætti Már Guðmundsson seðlabankastjóri. Hann lét nefndarmönnum í té hefti með ræðum sínum og ritum um gengis- og peningastefnu á tímabilinu frá 2001-2010. Már fjallaði um peningastefnu síðustu áratuga og lagði áherslu á að rammur gengis- og peningastefnu breytist í tímans rás eftir aðstæðum. Gengismarkmið með vöðum sem viðhaft var á tíunda áratug síðustu aldar var auðveldara í framkvæmd meðan fjármagnshreyfingar voru heftar. Aðild að EES kallaði á afnám hafta vegna skuldbindingar um frjálsta fjármagnsflutninga. Við það varð erfiðara að framkvæma gengismarkmið þröngum vöðum og voru þau því víkkuð í tvígang áður en þau voru endanlega afnumin við upptöku verðbólguþröskurs og fljótt gengis í mars 2001. Már telur að í aðdraganda fjármálakreppunnar hafi Ísland glímt við vandamál tengd óstöðugum fjármagnshreyfingum og erfiðleika við að reka sjálfstæða peningastefnu í litlu landi þegar fjármálalega samþætting þess við alþjóðavæðdan heim nær háu stigi. Mörg fleiri lönd hafa þurft að búa við þessi vandamál, ekki síst þau minni. Vandinn liggur þá í því að miðlun peningastefnunnar eftir vaxtaleið verður æ torsóttari og æ stærri hluti hennar fer eftir gengisleið. Það þarf þó ekki að vera vandamál varðandi það að ná verðbólguþröskur, sbr. reynslu Nýsjálandinga, en leiðin verður mun holóttari og gegnissveiflurnar geta orðið erfiðar fyrir útflutnings- og samkeppnisgreinar annars vegar og fjármálastöðugleika hins vegar. Í heftinu væru greinar og ræður sem fjölluðu um þennan vanda, einkum frá þeim tíma þegar Már var aðstoðarframkvæmdastjóri peninga- og hagfræðisviðs Alþjóðagreiðslubankans í Basel. Má sýndist að helst væru þrjár kostir í stöðunni: Upptaka evru með aðild að ESB og EMU, tvíhliða upptaka einhverrar þjóðmyntar og áframhaldandi króna með verðbólguþröskur, stýrðu floti og stórbættum hagstjórnar- og fjármálastöðugleikaramma, sem hann hefði kallað verðbólguþröskur plús. Tvíhliða upptaka annarrar myntar væri þó ekkert sennilegur möguleiki því ef hann á að líkja í einhverjum mæli eftir kostum aðildar að EMU þyrfti að koma til samkomulag um lausafjárstuðning erlends seðlabanka við innlent bankakerfi og erfitt að sjá að það

verði í boði og þá mjög ólíklega án þess að viðkomandi ríki setji skilyrði um regluverk um fjármálakerfið og aðkomu að fjármálaeftirliti. Már vissi ekki dæmi um slíka samninga.

Á fjórða fund nefndarinnar komu Ólafur Darri Andrason, hagfræðingur ASÍ og Hannes G. Sigurðsson hagfræðingur SA. Hannes fjallaði um þróun peningamálastefnu í efnahagslegu samhengi frá fyrri hluta 9. áratugar síðustu aldar þegar óðaverðbólga var í landinu. Hann telur að samspil milli peninga- og ríkisfjármálastefnu sé grundvöllur fyrir stöðugleika og nauðsynlegt til að verðból gumarkmið virki. Mikilvægt sé til framtíðar að koma í veg fyrir útlánaþenslu og eignabólur með viðhlítandi tækjum og skýrt þarf að vera hver á að beita þeim. Þegar taka þarf erfiðar og óvinsælar ákvarðanir á uppgangstímum sé betra að hafa þær á ábyrgð Seðlabankans en ríkisstjórnar. Því þurfi að styrkja úrræði Seðlabankans og skerpa á hlutverki hans. Hlutverk hans þurfi að vera skýrt og afmarkað og hann þarf að búa að þjóðhagsvarúðartækjum til að tryggja fjármálastöðugleika m.a. til að aðilar vinnumarkaðarins geti sýnt ábyrga hegðun. Verði áfram sjálfstæð peningastefna þurfi gengismarkmið að fá aukið vægi. Ólafur Darri fjallaði m.a. um hvaða afleiðingar það hefði fyrir vinnumarkað á Íslandi ef ekki væri sjálfstæð peningastefna. Gerði hann grein fyrir rannsókn sinni á sveigjanleiki launa á íslenskum vinnumarkaði á tímabilinu frá 1998/1999 – 2010/2011. Sýnir hún m.a. laun, verðlag og kaupmáttarbreytingar, raunlaunasveigjanleika reglulegra launa, breytingu á vinnutíma fullvinnandi og breytingar á meðaltímakaupi. Jafnframt var kannaður nafnlaunasveigjanleiki eftir atvinnugreinum. Niðurstaða rannsóknarinnar er sú að vinnumarkaðurinn hér sé mjög sveigjanlegur og þoli að sjálfstæð peningastefna verði lögð af. Sveigjanleiki vinnumarkaðarins endurspeglar í raunlaunasveigjanleika án þess að það komi niður á atvinnustiginu. Vinnumarkaðurinn þurfi að takast á við hagsveiflur með virkum vinnumarkaðsúræðum frekar en gengissveiflum - "flex security" sem hjálpi fólki að styrkja stöðu sína á vinnumarkaði. Hreyfanleiki vinnuafis er mikill sérstaklega á milli landa. Að mati Ólafs er launasveigjanleiki meginforsenda fyrir fastgengistefnu og samkvæmt niðurstöðum rannsóknar hans er honum til að dreifa á Íslandi. Að auki telur hann stofnanaumhverfið á Íslandi vera mjög sterkt og þar með sé lágmarksáhætta á stóráföllum á vinnumarkaði þótt sjálfstæðri peningastefnu verði ekki til að dreifa.

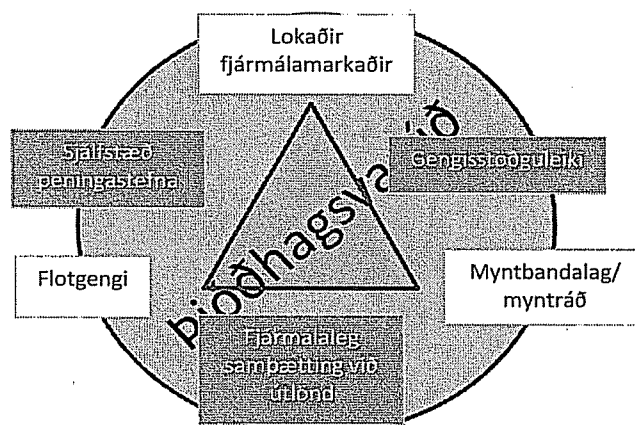
Heiðar Már Guðjónsson var gestur fimmta fundar nefndarinnar. Hann telur að Ísland muni ekki uppfylla þau skilyrði sem sett eru fyrir EMU aðild fyrr en í fyrsta lagi 2022. Heiðar Már telur miklar líkur á ríkisgjaldþroti árið 2016 þar sem 800 ma.kr. séu á gjalddaga í erlendum myntum fram til ársloka það ár. Hann telur að eina leiðin til að fá innstreymi í kerfið sé með því að afnema gjaldeyrishöftin, og einhliða upptaka annarrar myntar sé forsenda fyrir því að það sé gerlegt, að teknu tilliti til áhættu. Peningamagn í umferð muni ekki aukast og bankarnir muni áfram liggja á háum innstæðum. Heiðar ræddi afleiðingar afnáms fjármagnshafta miðað við núverandi aðstæður (áhlauþ, fjármagnsflutningar úr landi) og hvernig koma megi í veg fyrir það með einhliða upptöku nýrrar myntar. Fleiri rök sem fram komu fyrir einhliða upptöku nýrrar myntar eru m.a.:

- Vextir myndu lækka strax (úr 7,6% í 3,4%).
- Fjárfestingar myndu aukast (innlendar en ekki síður erlendar) með auknum hagvexti.
- Skuldatryggingarálag myndi lækka.
- Lánveitandi til þrautavara yrði ekki lengur til staðar. Heiðar telur það kost þar sem þrautavaralánveitandi sé til þess fallinn að yta undir freistnivanda. Fjármálamarkaðurinn eigi sjálfur að leggja til hliðar og lánshæfi ríkissjóðs myndi hækka þar sem áhætta ríkisins af einkageiranum minnkaði.
- Fjármagnseigendur verði rólegir með eignir í íslenskum bréfum ef tekin yrði upp ný mynt þar sem vextir á áður útgefnum bréfum verði ekki lækkaðir.
- Einkageirinn muni greiða upp verðtryggt lán og kerfið muni endurfjármagna sig hratt. Helmings vaxtalækkun hefði afar jákvæð áhrif á ráðstöfunartekjur heimila. .
- Viðskiptakostnaður milli landa muni lækka verulega.
- Ekki felist í því fullveldisafsal þótt peningastefnan verði ekki lengur sjálfstæð.
- Bankarnir séu með nokkuð sterka stöðu og mjög gott lánasafn og fái því gott lánshæfi.

Heiðar Már telur það ekki aðalatriði hvaða mynt verði tekin upp en telur Kanadadollar fýsilegan. Aðstæður séu um margt líkar og bæði löndin hafi mikla hagsmuni af því sem er að gerast á norðurslóðum. Í löndum sem hafa tekið upp mynt annars lands einhliða hafi fjármálastofnanir lagst harðast gegn breytingum því þær hafi áður notið vaxtamunarins og einokunar á markaðnum. Hér á landi séu aðstæður öðruvísi; fjármálastofnanir muni að líkindum fagna svona ákvörðun þar sem stór hluti eigenda þeirra séu skammtímafjárfestar. Hann telur að með upptöku Kanadadollars fylgi kanadísk fjárfesting (þarlendir bankar, smásalar, bensinstöðvar). Heiðar telur einfalt að ákvarða skiptigengið þar sem hér sé einsleit framleiðsla og útfutningur. Skiptigengið gæti t.d. verið núverandi gengi eða jafnvel sterkara gegni. Gengið yrði eins fyrir alla, bæði fjármagnseigendur og lánþega. Hann sagði upptökuna verða ódýra, nefndi þann möguleika að Kanada gæti prentað seðla og afhent á kostnaðarverði - það hefði engin áhrif á þeirra hagkerfi.

Á sjötta fundi nefndarinnar fjölluðu sérfræðingar efnahags- og viðskiptaráðuneytis um þríhyrninginn ómögulega og tiltæka kosti í gengis- og peningamálum út frá honum. Flotgengi býður upp á sjálfstæða peningastefnu og

fjármálalega samþættingu við útlönd en gengisstöðugleika er fórnað. Myntbandalag tryggir gengisstöðugleika og fjármálalega samþættingu en sjálfstæðri peningastefnu er fórnað. Lokaðir fjármálamarkaðir bjóða upp á sjálfstæða peningastefnu og gengisstöðugleika.



Mynd 1: Þrenningin ómögulega

Rætt var um mikilvægi innri og ytri stöðugleika sem eitt af meginmarkmiðum peningastefnu til framtíðar. Bent var á að þrátt fyrir gengisstöðugleika í Evrópu þá sé innra ójafnvægi á evrusvæðinu. Spurningin er hversu víðtæk samþættingin þarf að vera til að sameiginleg mynt sé raunhæfur kostur. Þarf hugsanlega að vera pólitísk eining innan myntsvæða til að sameiginleg mynt sé raunhæfur kostur? Mikilvægt er að taka tillit til sérstöðu Íslands þegar kostir í peningamálum eru skoðaðir. Íslendingar búa t.d. við þá sérstöðu að mikil fylgni er á milli gengis og verðlags, mun meiri en almennt er. Alltaf verða einhver vandamál sem glíma þarf við í hagkerfinu, hið fullkomna jafnvægi næst líklega ekki.

Á sjöunda fund komu Richard Hughes, Tim Irwin, og Nazim Belhocine sérfræðingar AGS í fjármálareglum og fjölluðu um „Organic budget law“ með tilliti til stöðunnar á Íslandi. Þeir fóru yfir umgjörð fjárlagagerðarinnar og bentu á nauðsyn aga í undirbúningi og eftirfylgni fjárlaga. Leiðir til þess eru margar, m.a. fækkun fjárlagaliða, aðkoma Alþingis fyrir í fjárlagaferlinu, o.fl. Þá töldu þeir afar óheppilega þá venju sem skapast hefur að breyta fjárlögum vegna lagabreytinga og kjarasamninga. Gera eigi ráð fyrir útgjöldum til slíks í fjárlögum. Þeir fóru yfir mikilvægi samþættingar í stefnumótun í peningamálum og fjármálum hins opinbera og hvaða fjármálareglur séu fýsilegar miðað við aðstæður á Íslandi. Á þessum tímum er mikilvægt að val á fjármálareglum stuðli að lækkun skulda hins opinbera, tryggi aðhald í ríkisfjármálum, stuðli að jafnari hagsveiflu og tryggi stöðugleika í efnahagslífninu. Lögð er áhersla á að hver ríkisstjórn staðfesti í upphafi ferils síns þá umgjörð og þau markmið um fjármál hins opinbera sem vinna eigi að.

Málstofa var haldin þann 22. júní 2012. Fulltrúar nefndarinnar og verkefnisstjórnar héldu þar kynningu á sýn sína á fyrirkomulag gengis- og peningamálastefnu til skemmri, meðallangs og lengri tíma. Miklar umræður fóru fram milli erinda og rauður þráður í þeirri umræðu var að tryggja samþættingu peningastefnu og fjármálastefnu. Samstaða var um mikilvægi þess að halda starfi nefndarinnar áfram á haustmánuðum eftir því sem umræðunni um framtíðarskipan í gengis- og peningamálum vindur fram.

Samráðsnefndin kom aftur saman á níunda fund sinn eftir sumarhlé 14. september. Á þeim fundi kom fram að Seðlabanki Íslands myndi birta sérrit sitt um valkosti Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum 17. september. Í ljósi þess var ákveðið að biða með skil nefndarinnar og gefa nefndarmönnum kost á að kynna sér efni skýrslunnar. Ákveðið var að nefndin færi fram á að seðlabankastjóri kynnti skýrsluna. Sú kynning fór fram á tíunda fundi sem var með seðlabankastjóra og aðalhafsráðgjafi Seðlabankans 21. september.

Ellefti fundur nefndarinnar sem fram fór 28. september var til að fara yfir samningsafstöðu Íslands gagnvart ESB í gengis- og gjaldmiðilsmálum. Kynnti Björn Rúnar samningsafstöðuna og var hún stuttlega rædd. Jafnframt var farið yfir drög að skilabréfi til atvinnuvega- og nýsköpunarráðherra með samriti til fjármála- og efnahagsráðherra. Í bréfinu og þessari greinargerð er farið yfir störf nefndarinnar og lagt til að hún fái umboð til að halda áfram samráði um mótun gengis- og peningamálastefnu. Óskað er eftir sameiginlegum fundi með ráðherrunum tveimur til að fjalla um áframhaldandi störf nefndarinnar.