

*Birtist í Fréttablaðinu, 11. mars 2010.*

## Íslenska krónan: Er sveigjanleikinn of dýru verði keyptur?

Jón Steinsson

Í þeirri miklu fjármálakreppu sem ríðið hefur yfir heimsbyggðina síðustu misseri upplifði ekkert ríki hrun sem var neitt í líkingu við það sem við Íslendingar upplifðum. Á ýmsa mælikvarða er hrun bankakerfisins Íslandi árið 2008 lang stærsta fjármálakreppa allra tíma hvar sem er í heiminum. Núverandi upplýsingar benta til dæmis til þess að eignarýrnun í bankakerfinu frá því fyrir hrun sé um 4.200 ma.kr. eða um 280% af VLF. Á þennan mælikvarða er hrunið á Íslandi fimm sinnum stærra en næst stæsta hrun allra tíma (Indónesía, 1998).

Þegar hrun af þessari stærðargráður ríður yfir er nánast óumflýjanlegt að landsframleiðsla dragist saman og atvinnuleysis aukist tímabundið. En ef mið er tekið af hinu gríðarlega umfangi hrunsins er samdráttur landsframleiðslu og aukning atvinnuleysis á Íslandi í raun ótrúlega lítil. Núverandi kreppa hefur valdið dýpri kreppum í öðrum ríkjum sem þó upplifðu vandamál í fjármálakerfinu sem voru aðeins brotabrot af því sem við upplifðum.

Það að kreppan á Íslandi hefur ekki verið verri en raun ber vitni á sér fleiri en eina skýringu. Það tókst að halda innlenda greiðslukerfinu gangandi í gegnum allt hrunið. Allir gátu notað greiðslukortin sín innanlands og allir sem héldu vinnunni fengu greidd laun á tilsettum tíma. Ríkisvaldið beitti ríkisfjármálum með öflugum hætti til þess að milda sveifluna. Stöðuleikasáttmáli stjórnvalda og aðila vinnumarkaðarins tryggði frið á vinnumarkaði þrátt fyrir mikla kaupmáttarrýrnun. Frysting gengistryggðra lána, frestun nauðungaruppboða og tímabundinn sveigjanleiki gagnvart tæknilega gjaldþrota fyrirtækjum innan bankakerfisins kom í veg fyrir holskeflu gjaldþrota með tilheyrandi öngþveiti. Og skynsöm útfærsla á endurreisn bankanna hefur lagt grunninn að aukinni nýsköpun og endurskipulagningu hagkerfisins.

Allt var þetta mikilvægt. En mikilvægast af öllu var líklega sú stefna stjórnvalda að leyfa gengi krónunnar að lækka um ríflega helming á árinu 2008. Sú stefna hefur framkallað „launalækkun án blóðsúthellinga“ og þannig snarbreytt samkeppnishæfni íslenskra fyrirtækja. Það er engum blöðum um það að fletta að þegar allt var komið í óefni var sveigjanleikinn sem fylgdi því að hafa sjálfstæðan gjaldmiðil dýrmætur.

En hádegisverðurinn er aldrei ókeypís.

Sveigjanleikinn sem fylgir því að hafa sjálfstæðan gjaldmiðil – og nýtist svo vel þegar allt er komið í óefni – er dýru verði keyptur. Verðið sem við greiðum fyrir sveigjanleikann eru himinháir vextir ár eftir ár.

Frá árinu 1995 og til ársloka 2007 var vaxtamunur við útlönd að meðaltali um 5%. Gengi krónunnar var nánast hið sama í lok þessa tímabils og það var í upphafi. Lántökukostnaður í krónum var því að meðaltali um 5% á ári hærra en í viðskiptaveginni myntkörfu á þessu 12 ára tímabili. Það segir sig sjálft að það er verulegur baggi fyrir íslenskt atvinnulíf að búa við 5% hærra fjármagnskostnað en fyrirtæki í öðrum löndum.

Á árinu 2008 hrundi síðan gengið um helming. En jafnvel þegar hrunið er tekið með í reikninginn var lántökukostnaður í krónum frá 1995 til loka ársins 2008 um 1% á ári hærrí en í viðskiptaveginni myntkörfu. Vaxtamunurinn sem við búum við að staðaldri er svo mikill að það þarf að eiga sér stað hrun á stærð við hrunið 2008 á tíu ára fresti til þess að vega það upp.

En hvernig fæ ég það út að beint samband sé milli sveigjanleikans sem hjálpar okkur þegar við klúðrum hlutunum og þeirra háu vaxta sem gera okkur erfitt fyrir að staðaldri?

Þetta kemur til af því að fjármagnseigendur gera sér grein fyrir því að einmitt þegar kreppir að mun krónan lækka í verði. Þessi hegðun krónunnar – að lækka í verði þegar kreppir að – gerir krónueignir minna aðlaðandi en ella.

Eignir sem gefa vel af sér þegar kreppir að eru sérstaklega aðlaðandi fyrir fjárfesta þar sem það er einmitt þegar kreppir að sem fjármagn er mest virði. Það felst í því ákveðin trygging að eiga slíkar eignir og fjárfestar eru tilbúnir til þess að borga hátt verð fyrir þær. Eignir sem á hinn bóginn gefa illa af sér þegar kreppir að eru af sömu ástæðu sérstaklega óaðlaðandi fyrir fjárfesta. Slíkar eignir magna niðursveifluna fyrir eigendur sína í stað þess að dempa hana. Fjárfestar vilja því fá sérstaklega háa ávöxtun fyrir að eiga slíkar eignir.

Eins og fyrr segir veldur sjálfstæð peningamálastjórn okkar Íslendinga því að krónan lækkar í verði þegar kreppir að. Þetta hjálpar íslenskri framleiðslu þegar allt er í rugli. En þessi hegðun krónunnar gerir það einnig að verkum að krónueignir eru sérstaklega óaðlaðandi fyrir fjárfesta.

Með öðrum orðum, sveigjanleiki krónunnar fæll fjármagn frá Íslandi. Íslenska krónan hækkar því fjármagnskostnað íslenskra fyrirtækja að staðaldri. Yfir tímabilið 1995 til 2007 var þetta krónuálag 5% á ári að meðaltali.

Lykilspurningin þegar kemur að því að velja á milli þess að halda krónunni til frambúðar eða að taka í staðinn upp aðra mynt er því: Er möguleikinn á því að geta fellt gengið í niðursveiflu nægilega mikils virði til þess að hann réttlæti það að íslenskt atvinnulíf þurfi að búa við 5% hærrí fjármagnskostnað en samkeppnisaðilar í öðrum löndum ár eftir ár?

Margir kvarta sáran yfir okurvöxtum og vísitölutengingu lána á Íslandi. En sömu aðilar eru oft svarnir andstæðingar þess að krónunni sé kastað og annar gjaldmiðill tekinn upp í staðinn. Þessir aðilar vilja borða kökuna og eiga hana. Í rauninni er eini raunhæfi möguleikinn til þess að losna við okurvexti og vísitölutengingu lána að við köstum krónunni. En þá mættum við heldur ekki lengur koma okkur í ógöngur með reglulegu millibili því gengisfelling yrði ekki lengur möguleiki í stöðunni.