

Skýrsla um gjaldmiðilsmál fyrir fjármála- og efnahagsráðuneytið

SAMANTEKT AÐALATRIÐA

13. maí 2026

Nefndarmenn

Hilde C. Bjørnland

Hagfræðideild BI Norwegian Business School og utanaðkomandi nefndarmaður í peningastefnunefnd Seðlabanka Noregs. Þau viðhorf sem fram koma eru mín eigin og endurspegla ekki viðhorf peningastefnunefndar eða Seðlabanka Noregs.

Stijn Claessens

Fræðimaður, Yale School of Management.

Steinar Holden

Hagfræðideild Háskólans í Osló og utanaðkomandi nefndarmaður í peningastefnunefnd Seðlabanka Noregs. Þau viðhorf sem fram koma eru mín eigin og endurspegla ekki viðhorf peningastefnunefndar eða Seðlabanka Noregs.

Dr. Catherine L. Mann, formaður

Brandeis-háskóli, Alliance Manchester Business School og utanaðkomandi nefndarmaður í peningastefnunefnd Englandsbanka. Þau viðhorf sem fram koma eru mín eigin og endurspegla ekki viðhorf peningastefnunefndar eða Englandsbanka.

Ávinningur, áskoranir og fyrirvarar í tengslum við upptöku evru

Bakgrunnur þjóðaratkvæðagreiðslunnar í ágúst 2026

Inngangur

Nefnd þessari var falið að undirbúa efni sem hefði þýðingu fyrir þjóðaratkvæðagreiðslu um hvort taka skuli að nýju upp samningaviðræður um aðild að Evrópusambandinu, sem áformað er að halda í ágúst 2026. Viðfangsefni skýrslunnar snýr að gjaldmiðlamálum, þ.e. álitamálum varðandi þá afmörkuðu spurningu hvort taka beri upp evru.

Hagkerfi verða fyrir áföllum, sem bæði geta orðið til innan hagkerfisins eða komið til vegna ytri þátta. Áföll geta komið til vegna sveiflna í eftirspurn eða framboðstengdra þátta, eða tengst fjármálamörkuðum. Í tengslum við stefnumótun er mikilvægt að meta hvernig slík áföll breiðast út um hagkerfið og hafa áhrif á þjóðhagslega þætti, s.s. verðbólgu, umsvif og atvinnustig. Fyrirkomulag gjaldmiðilsmála hefur margháttað áhrif á miðlunarleiðir í hagkerfinu og hefur jafnframt áhrif á þau úrræði sem stjórnvöld hafa til viðbragða. Allt þetta getur haft viðtæk áhrif á fjárhags- og efnahagslega frammistöðu.

Mikilvæg rannsóknarspurning varðandi val á gjaldmiðilsfyrirkomulagi er sú hvort viðbragð gjaldmiðilsins við áfalli magni upp eða deyfi dreifingu áfallsins út í hagkerfið og kalli þannig annað hvort á meiri eða minni innanlandsaðgerðir, einkum í peninga- og ríkisfjármálum, til að koma á stöðugleika í hagkerfinu. Svo dæmi sé tekið má spyrja hvort gengi gjaldmiðilsins hafi tilhneigingu til að koma á stöðugleika með því að draga úr ytri áföllum og styðja við miðlun peningastefnu, eða á hinn bóginn hvort gjaldmiðillinn sé sjálfur uppspretta áfalla í gegnum breytilegt áhættuálag eða vegna óstöðugleika í alþjóðlegu fjármagnsstreymi og viðskiptakjörum. Til lengri tíma litið getur val á gjaldmiðilsfyrirkomulagi einnig haft áhrif á efnahagslegar og fjárhagslegar niðurstöður, einkum með því að breyta samkeppnishæfni landsins. Á gjaldmiðillinn t.d. þátt í að leysa úr misvægi í launaþróun og framleiðni samanborið við önnur hagkerfi, eða veikir hann slíka aðlögun?

Í köflum skýrslunnar, sem hér er dregin saman, verða greind þessi og önnur álitamál sem tengjast spurningunni um það hvort taka beri upp evru. Upptaka evru setur peningastefnunni skorður, og því er mikilvægt að hafa í huga bæði eðli áfalla og tilhneiginga (e. trends), og einnig núverandi þýðingu sjálfstæðrar peningastefnu fyrir íslensk fyrirtæki, heimili og stjórnvöld. Reynsla Íslands af krónunni er oft borin saman við reynslu annarra Norðurlanda (en meðal þeirra er að finna dæmi um flestallar tegundir fyrirkomulags í gjaldmiðilsmálum, allt frá fljóttandi gengi, fastgengisstefnu og til notkunar evru), og einnig við reynslu annarra sambærilegra hagkerfa.

Í upphafi verða rakin viss lykileinkenni íslensks hagkerfis og stofnana samanborið við önnur hliðstæð hagkerfi.

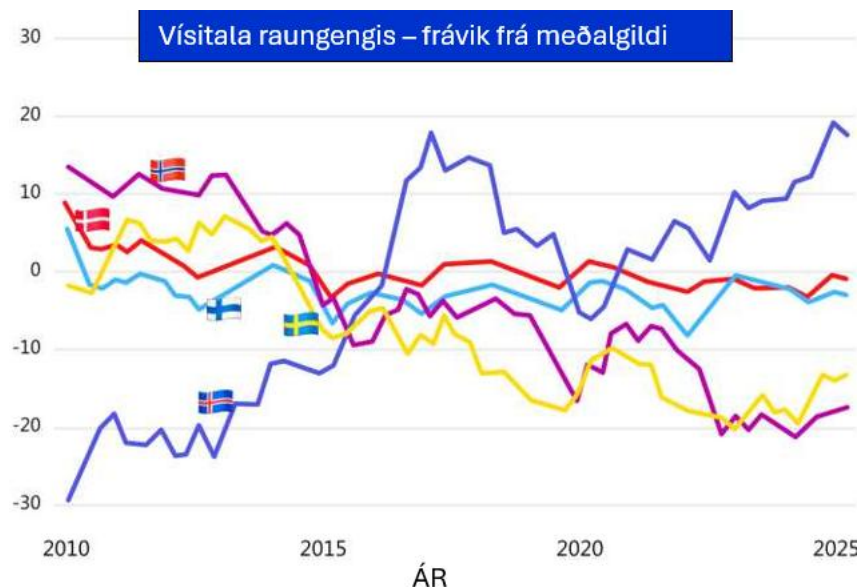
Efnahagslegur óstöðugleiki Íslands og meginþættir í þróun samkeppnishæfni eru eftirtektarverð

Norrænn samanburður á Íslandi annars vegar og Danmörku, Finnlandi, Noregi og Svíþjóð hins vegar, auk skoðunar á öðrum samanburðarhæfum hagkerfum, leiðir í ljós að Ísland sker sig úr hvað varðar efnahagslegan óstöðugleika og helstu mælikvarða samkeppnishæfni.

Að því sögðu er mikilvægt, þegar litið er á mælikvarða óstöðugleika í gengismálum og þjóðarbúskap, að hafa í huga sögulegan bakgrunn ýmissa áfalla sem hafa haft sérstaka þýðingu fyrir Ísland og sem hafa stuðlað að breytingum á valdsviði og verkfærakistu Seðlabankans.

Stofnanaleg umgjörð Seðlabanka Íslands hefur verið styrkt. Íslenska fjármálakreppan og bankahrunið leiddu af sér umtalsverðar breytingar á bæði peningastefnu og þjóðhagsvarúðarstefnu. Hvað hið fyrrnefnda varðar var stofnanalegt sjálfstæði Seðlabankans styrkt og valdsviði og verkefnum breytt úr einföldu verðbólguþolmiðri með gjaldmiðil í frjálsu floti yfir í „verðbólguþolmið plús“ stefnu sem einkennist af beitingu bæði vaxta og gjaldeyrisinngripa. Hvað varðar hið síðarnefnda setti Ísland sér markmið til meðallangs tíma og meginðlega mælikvarða til að auka fjármálastöðugleika, auk náins samstarfs við stofnanir Evrópska efnahagssvæðisins og þátttöku í evrópskum eftirlitsstofnunum á fjármálamarkaði. Þetta hefur bætt miðlun peningastefnunnar og haft tilhneigingu til að draga úr gengissveiflum, einkum gagnvart evru.

Gengi gjaldmiðla og fjármagnsflæði eru sveiflukenndari. Þrátt fyrir þetta hafa sveiflur íslensku krónunnar verið umtalsvert meiri en gjaldmiðla hinna Norðurlandanna í nánast öllum gengismælingum og á ýmsum tímabilum, jafnvel þegar íslenska krónan styrktist meðan raungengi annarra norrænna gjaldmiðla féll. Enda þótt gjaldeyrisflökt hafi minnkað frá því



2009 er það enn hlutfallslega hátt á Íslandi, þrátt fyrir reglur sem takmarka gjaldeyrisójafnvægi og opnar gjaldeyrisstöður, og þrátt fyrir að Seðlabankinn hafi stundum framkvæmt inngrip til að koma í veg fyrir óhóflegar gengissveiflur. Flökt mælist meira fyrir tvíhliða nafngengi krónu gagnvart bandaríkjadal en fyrir krónu gagnvart

evru – sem er eftirtektarverður vitnisburður um alþjóðleg fjárhagsleg smitáhrif. Tíðar sveiflur á viðskiptavegnum nafn- og raungengisvísitölum skipta máli fyrir efnahagslega frammistöðu og það gera einnig sjaldgæfari en stórar gjaldeyrisþrengingar.

Hvað varðar bæði brúttó og nettó fjármagnsstreymi sem hlutfall af VLF hefur Ísland síðustu 25 árin yfirleitt búið við þrisvar til fjórum sinnum meira flókt en önnur lönd. Þetta á við jafnvel utan krepputímabila að því er snertir flestar aðskildar tegundir innflæðis og útflæðis, þ.m.t. beina erlenda fjárfestingu, fjármagnshreyfingar banka og fjárfestingar í skulda- og hlutabréfum.

Enda þótt mælt flókt í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar kunni að hafa verið mikið, einkum vegna greiðslna yfir landamæri til lúkingar skulda og vegna skuldbindinga fallinna banka í slitameðferð, er til þess að líta að önnur hagkerfi í stærra úrtakinu gengu líka í gegnum kreppu. Auk þess beitti Ísland gjaldeyrishöftum í átta ár, eða til ársins 2017, sem væntanlega hefur dregið úr mældu flókti.

Gengisleiðréttingar hafa almennt ekki náð að deyfa öll áföll. Bæði vöxtur framleiðslu og verðbólga hafa sýnt meiri hagsveiflutengdan breytileika á Íslandi en á hinum Norðurlöndunum, bæði fyrir og eftir alþjóðlegu fjármálakreppuna. Hefðbundnar fræðikenningar gera ráð fyrir því að sveigjanlegt gengi aðlagi sig til að draga úr áhrifum áfalla og einangri innlent hagkerfi frá þeim. Reynsla Íslands fellur ekki að öllu leyti að þessu mynstri: Flókt í framleiðslu og verðbólgu hefur áfram verið meira en á öðrum Norðurlöndum síðan 2009, og gengishreyfingar krónu hafa stundum virst magna upp innlendar sveiflur fremur en að minnka þær.

Íslenska hagsveiflan er að nokkru samstillt við bæði Norðurlönd og evrusvæðið í heild sinni. Fylgni landsframleiðslu var um 0,7 á tímabilinu eftir 2009, sem gefur til kynna að mörg áföll sem raunhagkerfin verða fyrir séu að einhverju marki sameiginleg. Íslenska krónan hreyfist á hinn bóginn að miklu leyti óháð öðrum fljótandi norrænum gjaldmiðlum. Rannsóknin á orsökum gengissveiflna skoðar einkum smitáhrif frá Bandaríkjunum og evrusvæðinu, auk séríslenskra áfalla tengdum áhættuálagi og fjármálum.

Út frá þessu sjónarhorni er fylgni hagsveiflna ekki ófrávíkjanlegt skilyrði fyrir upptöku evru. Mikilvægt er að skilja orsök þess að Ísland býr við umtalsvert meira flókt til að meta þann kostnað sem hlýst af afnámi sjálfstæðrar peningastefnu. Á sama tíma myndi brotthvarf gengissveiflna gagnvart evru draga úr efnahagslegu flókti sem hefur sögulega skilað sér í bæði verðbólgu og sveiflum í landsframleiðslu.

Stór áföll hafa að hluta jafnast út með stórum gengisbreytingum. Stærri, en óalgeng, áföll hafa að einhverju leyti jafnast út í gegnum umtalsverða gengisleiðréttingu, en þó ekki án kostnaðar fyrir hagkerfið. Til dæmis má nefna að umfangsmestu gengislækkanir og flókt í fjármagnshreyfingum áttu sér stað samfara krepputímum, sérstaklega óróatímanum fyrir fjármálakreppuna árin 2006-2008, alþjóðlegu fjármálakreppunni sjálfri, hinni afar kostnaðarsömu úrlausn hvors tveggja, og loks í byrjun COVID-19 faraldursins.

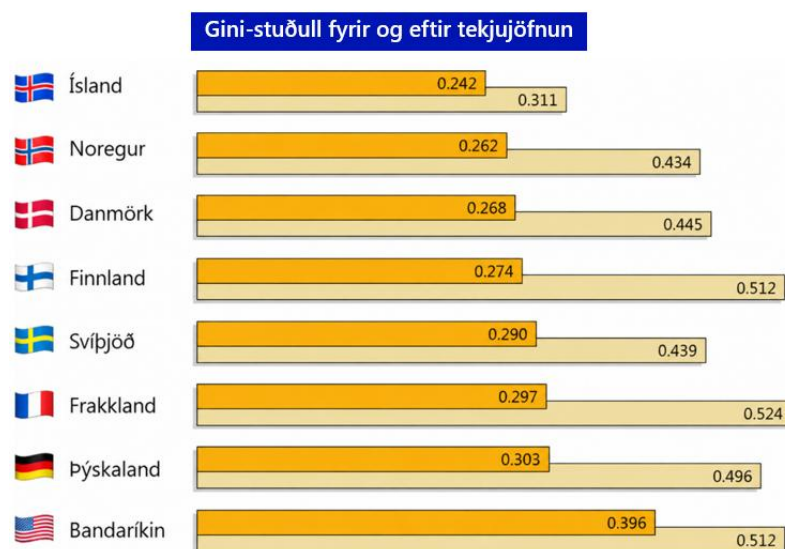
Gengisleiðréttingarnar árin 2008-2009 auðvelduðu nauðsynlega aðlögun í þjóðarbúskapnum, þ.m.t. með því að gera innflutning dýrari og draga úr kaupmætti heimila og fyrirtækja. Með gengislækkuninni var alþjóðleg samkeppnishæfni endurheimt, a.m.k. tímabundið, sem var mikilvægt fyrir efnahagsbatann sem fylgdi í kjölfarið.

Á tímum uppgangs í ferðaþjónustu á árunum 2012-2018 studdi 40% hækkun raungengis, ásamt umfangsmiklum inngripum á gjaldeyrismarkaði, við miðlun peningastefnunnar til að

draga úr verðbólgu.

Á hinn bóginn bendir tölfræðigreining sem unnin var fyrir þessa skýrslu til þess að í kjölfar gengislækkunartímabíla fylgi oft verðbólga og rýrnun raunlauna til langs tíma, sem endurspeglar hversu fljótt hækkun innflutningsverðs skilar sér inn í lítið hagkerfi sem er jafn háð innflutningi og hið íslenska.

Í dag er íslenskur vinnumarkaður sterkur og tekjujöfnuður lítill. Íslenskur vinnumarkaður einkennist af háu atvinnustigi og háum launakostnaði á framleidda einingu. Atvinnuþátttaka og atvinnustig er með því hæsta sem þekktist í OECD-löndunum.



Stéttarfélagsaðild er jafnframt óvenjuútbreidd og kjarasamningar skipta lykilmáli í launaákvörðunum. Aftur á móti eru vinnuréttarreglur tiltölulega sveigjanlegar, sem gerir fyrirtækjum kleift að aðlagða mannafla og vinnutíma á auðveldari hátt en í flestum öðrum Evrópulöndum. Fólksflutningar auka enn á sveigjanleika vinnumarkaðar.

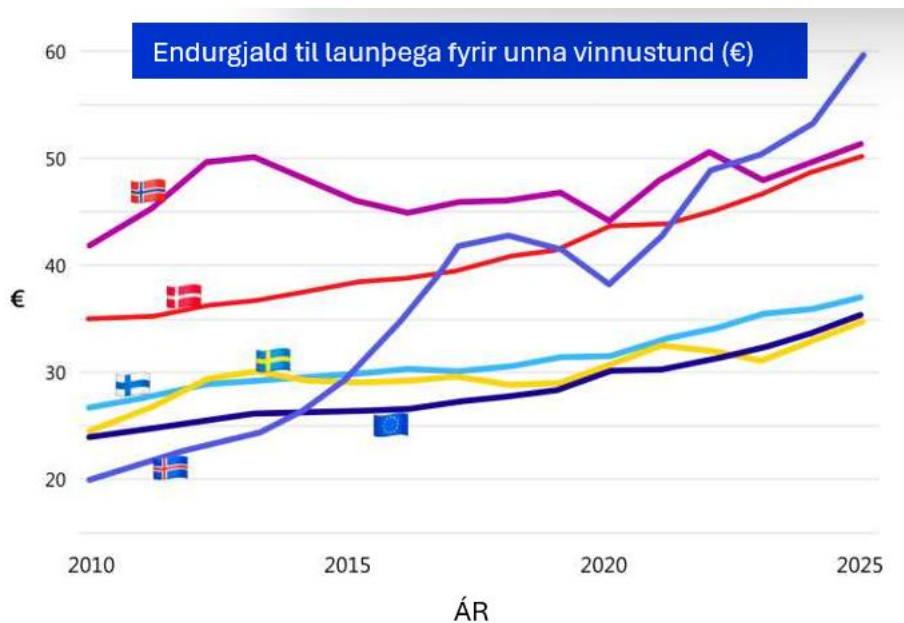
Tekjujöfnuður, mældur með svokölluðum Gini-stuðli, er

lítill, einnig áður en tekið er tillit til tekjujöfnunar, sem gefur til kynna að umfang heildarójöfnuðar stafi ekki fyrst og fremst af meiri tekjujöfnunaráhrifum skatta- og velferðarkerfa á Íslandi samanborið við sum önnur lönd.

Alþjóðleg samkeppnishæfni hefur hins vegar versnað. Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu hefur verið umtalsvert hærri en á hinum Norðurlöndunum frá 2010, þar sem vöxtur nafnlauna hefur verið mun meiri en vöxtur framleiðni. Á tíu ára tímabili frá 2016 til 2025 hækkaði launakostnaður á framleidda einingu á Íslandi um 5,6% að meðaltali, sem er nærri tvöfalt meira en í Noregi og Svíþjóð og meira en þrisvar sinnum meira en í Danmörku og Finnlandi.

Mælt í evrum var endurgjald til launþega á Íslandi fyrir hverja vinnustund árið 2025 (í heildarhagkerfinu) 70% hærra en á evrusvæðinu. Til samanburðar var endurgjald á vinnustund í Danmörku og Noregi 43-46% hærra en á evrusvæðinu, meðan Finnland og Svíþjóð lágu nær meðaltali evrulandanna.

Enda þótt verðbólga hafi einnig verið meiri á Íslandi hefur munur í vexti launa verið meiri en munur á verðbólgu, sem bendir til þess að íslenskir launþegar hafi notið umtalsverðra raunlaunahækkana. Á síðastliðnum tíu árum hafa raunlaun á Íslandi hækkað um að meðaltali 2,4% árlega, samanborið við 0,6-0,8% árlega í Danmörku, Noregi og Finnlandi. Afleiðing þessa hefur verið samfelld rýrnun í alþjóðlegri samkeppnishæfni.



Framleiðnivöxtur á Íslandi frá 2009 hefur í grófum dráttum verið sambærilegur við meðaltal í hinum 27 löndum Evrópu-sambandsins. Hins vegar hefur mest af þessum vexti einskorðast við þekkingargeirann fremur en hefðbundnar útflutningsgreinar sem mynda meiri hluta útflutningsgrunnins.

Rökin fyrir upptöku evru hvíla því ekki á að Ísland hafi náð fullri kerfislægri samleitni (e. structural convergence) með evrusvæðinu, heldur á því mati að gengi hafi aðeins takmarkaða þýðingu fyrir stöðugleika þeirra atvinnugreina sem eru mest útsettar fyrir ytri áföllum.

Nokkrar afleiðingar af upptöku evru

Eins og rakið hefur verið hér að framan einkennast innlendar og ytri þjóðhagsstærðir Íslands af verulegum sveiflum. Vinnumarkaðurinn býr hins vegar yfir æskilegum tekjujöfnuði og sveigjanleika, en þróun alþjóðlegrar samkeppnishæfni er ekki sjálfbær. Hvaða afleiðingar gæti upptaka evru haft í ljósi þessa?

Viðskiptakostnaður yrði lægri og myndi stuðla að aukinni fjölbreytni í viðskiptum. Með upptöku evru myndi viðskiptakostnaður lækka og gjaldeyrisáhætta minnka fyrir megnið af íslenskri utanríkisverslun, enda fer 77% vöruútflutnings til EES-landa. Útflutningsgrunnur Íslands samanstendur einkum af áli, sjávarafurðum og ferðapjónustu. Ál og sjávarafurðir mynda samtals um 65-70% vöruútflutnings, og ferðapjónusta náði 40% hlutdeild í heildarverðmæti vöru- og þjónustuútflutnings árið 2018, sem var metár í greininni fyrir heimsfaraldur.

Væntingar til ábata fyrir verslun eru raunhæfar, enda þótt núverandi samhæfing Íslands við EES-svæðið þýði að *jaðaráhrif* yrðu líklega minni en hjá nýlegum meðlimum evrusvæðisins sem ekki nutu áður markaðsaðgangs. Tekjur af ferðapjónustu yrðu líklega einnig að hluta til áfram verðlagðar í öðrum gjaldmiðlum en evru, enda kemur allnokkur hluti ferðamanna frá löndum utan evrusvæðisins. Þrátt fyrir þetta myndi brottfall gjaldeyrisáhattu í viðskiptum innan evrusvæðisins og lægri viðskiptakostnaður gagnast útflutningsfyrirtækjum, sér í lagi litlum og meðalstórum fyrirtækjum sem ekki geta með auðveldum hætti varið sig fyrir gjaldeyrisáhattu.

Upptaka evru gæti stutt við alþjóðlega samkeppnishæfni þjónustugreina og aukna fjölbreytni í útflutningi. Möt byggð á reynslugögnum í öðrum rannsóknum benda til 5-30%

verslunarábata yfir áratugstímabil í sambærilegum hagkerfum þar sem upptaka evru hefur átt sér stað tiltölulega seint.

Niðurstöður rannsókna sem gerðar voru fyrir þessa skýrslu sýna að veiking krónu hefur lítil áhrif á magn útflutnings áls og sjávarafurða, þar sem báðar greinar búa við takmarkanir á aðföngum og afkastagetu vegna samninga og veiðiheimilda. Gengislækkun leiðir hins vegar til tekjuaukningar í krónum talið og aukins hagnaðar í þessum greinum, sem styður við tekjur, arðgreiðslur og skatttekjur jafnvel þótt magn útflutnings breytist ekki.

Meðal landa sem nýlega hafa tekið upp evru má finna dæmi sem sýna fram á minnkaðan kostnað við gjaldeyrisskipti. Í Króatíu, sem hafði fyrir upptöku í raun fest gengi gjaldmiðils síns við evru, var áætlað að árlegur sparnaður fyrir fyrirtæki utan fjármálageirans næmi 0,19% af VLF. Áætlanir sem gerðar voru fyrir upptöku evru í Búlgaríu og Litháen hljóðuðu upp á u.þ.b. 0,6% af VLF. Á Íslandi, þar sem verðbil krónu í kaup- og sölutilboðum er afar hátt (og lítið er um formleg gjaldeyrisskipti) virðist raunhæft að gera ráð fyrir sparnaði upp á 0,25% af VLF.

Fjármögnun, bæði hins opinbera og einkaaðila, yrði ódýrari. Tíðar skammtíma gengissveiflur, með einstaka stærri hreyfingum, hafa áhrif á áhættuálag bæði hvað varðar innlenda vexti og í gjaldeyrisskiptum.

Eftir upptöku evru myndi kostnaður við utanaðkomandi fjármögnun líklega lækka (með lægra vaxtastigi og hærra verði hlutabréfa og annarra eigna). Enda þótt áætluð áhrif séu breytileg eftir tímabilum og þeirri aðferðafræði sem beitt er, þá lækkaði fjármagnskostnaður í þeim löndum sem tóku upp evru um milli 25 og 100 punkta, og vextir á ríkisbréfum þróuðust með tímanum í átt að vaxtastigi á evrusvæðinu. Staða opinberra fjármála á Íslandi myndi batna með lægri lántökukostnaði, m.a. með auknum sýnileika á alþjóðlegum skuldabréfamörkuðum fyrir ríkisskuldur.

Lönd sem standa utan evrusvæðisins þurfa áfram að búa við álag vegna gengisáhættu. Fjárhæð þessa álags ræðst af þjóðhagslegum stöðugleika, trúverðugleika peningastefnu, og dýpt innlendra fjármálamarkaða viðkomandi lands.

Aðgangur atvinnulífs að fjármögnun myndi batna með auknum fjármálastöðugleika. Ísland statar af tiltölulega vel þróuðu innlendu fjármálakerfi, þar sem heimili og fyrirtæki njóta almennt góðs aðgengis að fjármálaþjónustu á sanngjörnum kjörum. Samt sem áður gæti aðild að Evrópusambandinu og evrusvæðinu falið í sér tiltekinn langvarandi ábata. Ávinningur myndi felast í bætту aðgengi að hinum stóru fjármálamörkuðum evrusvæðisins, sem bjóða meiri breidd og seljanleika, án gengisáhættu.

Aðild myndi einnig stuðla að aukinni samkeppni og efla íslenska fjármálageirann. Ódýrari milliganga og meira úrval tiltækra áhættustýringartækja gætu fjölgað verulega tækifærum til lántöku, lánveitinga og fjárfestinga og bætt jafnvægi áhættu og ávöxtunar fyrir heimili, fyrirtæki, fjárfesta og hið opinbera. Þetta myndi einnig gera auðveldara að uppfylla umboðsskyldur (e. fiduciary objectives) (t.d. með því að lækka iðgjöld fyrir tryggingar og lífeyrisgreiðslur).

Fjármálastöðugleiki myndi eflast þar sem áhættudreifing yrði auðveldari og almennt fjármálalegt öryggisnet myndi stækka. Samanlagt gætu lægri og stöðugri

fjármagnskostnaður, ásamt skilvirkara fjármálakerfi og betri nýtingu framleiðslupátta, með tímanum leitt til aukinnar framleiðni og hærri tekna, sem bendir til velferðarávinnings.

Ef Ísland myndi ganga í Evrópusambandið myndi það áfram þurfa að hlíta öllum reglum sambandsins sem snúa að þjóðhagsvarúð og tengdum reglum. Á hinn bóginn yrði Ísland fullgildur aðili að umræðum um breytingar á þessum reglum til framtíðar.

Smitáhrif frá alþjóðlegu fjármagnsstreymi myndu skipta minna máli. Flökt og sveiflumögnun tengd fjármagnsstreymi yrðu líklega umtalsvert minni ef Ísland tæki upp evru. Þátttaka í fjölþættu myntsamstarfi myndi minnka áhrif sértækra ytri áfalla og inn-/útflæðis fjármagns og draga úr breytingum þeim tengdum í viðskiptakjörum, aðallega sökum minna gengisflökts. Samanlagt myndu þessi áhrif auðvelda þjóðhagslega sveiflujöfnun.

Aftur á móti myndi upptaka evru þýða að gengið gæti ekki lengur brugðist við ýmiss konar áföllum. Áhrif gengisbreytinga á innlent hagkerfi velta á undirliggjandi orsökum þeirra. Gengisbreytingar sem orsakast af innlendum eftirspurnarhnykkjum (e. demand shocks) í íslenska hagkerfinu kunna að stuðla að stöðugleika á vinnumarkaði, meðan gengisbreytingar vegna annarra þátta, eins og fjárhagslegra eða ytri áfalla, geta sjálfar verið uppspretta áfalla og ójafnvægis í innlenda hagkerfinu.

Rannsóknir sem gerðar voru í tengslum við þessa skýrslu og byggja á daglegum markaðsgögnum af fjármálamarkaði gefa til kynna að áföll tengd utanaðkomandi þáttum og fjármálum skýri að mestu gengissveiflur krónunnar. Gögnin benda jafnframt til þess að gengisbreytingar hafi tilhneigingu til að tengjast skammvinnum verðbólguþrýstingi sem getur fest í sessi vegna mikillar notkunar verðtryggingar, meðan ávinningur fyrir langtíma samkeppnishæfni er almennt óljósari.

Gjaldeyrisforða mætti endurráðstafa til hærri ávöxtunar. Upptaka evru gæti losað um erlendan gjaldeyrisforða. Til að takmarka röskun af völdum gengissveiflna á Ísland í dag gjaldeyrisforða að verðmæti u.þ.b. 7 milljarða bandaríkjadala, eða sem samsvarar um 20% af VLF. Það er um 10 prósentustigum af VLF hærra hlutfall en hjá meðal aðildarríki evrusvæðisins. Ef þessum eignum væri fjárfest á grundvelli meiri langtímasjónarmiða (t.d. í gegnum þjóðarsjóð (e. Sovereign Wealth Fund)) þannig að þær gæfu af sér 1-2% meiri ávöxtun, eða þær nýttar til að greiða niður ríkisskuldir, gæti ávinningur af slíku numið u.þ.b. 0,1-0,2% af VLF árlega.

Aðlögun misvægis launa og framleiðni myndi breytast. Viðvarandi hár nafnlaunavöxtur á Íslandi, umfram framleiðnivöxt, kann að fela í sér áskoranir óháð því hvaða fyrirkomulag gjaldmiðilsmála yrði fyrir valinu. Möguleg aðlögun og leiðir að henni yrðu þó ólík.

Ef evra yrði tekin upp myndu lægri stýrivextir (ef þeir tengdust jafnframt lægra útlána- og áhættuálagi) bæta fjármálaskilyrði. Þetta myndi til að byrja með auka eftirspurn og þar með líklega leiða til aukinnar framleiðslu og hærri verðbólgu, nema gripið yrði til skattalegra mótvægisáðgerða. Langvarandi misvægi milli launa og framleiðni rýrir með tímanum alþjóðlega samkeppnishæfni og myndi mögulega leiða til viðskiptahalla og minni fjárfestingar í útflutningsgreinum, ef ekki yrði um gengislækkun að ræða.

Í núverandi krónuhagkerfi leiða hins vegar mikill launavöxtur, verðbólga og efnahagslegur

óstöðugleiki til hárra innlendra vaxta sem hamla vexti í atvinnugreinum sem eru viðkvæmar fyrir vaxtastigi, auk þess að koma niður á skuldsettum heimilum og fyrirtækjum. Enda þótt neikvæðar afleiðingar mikils launavaxtar geti leitt til hærri kostnaðarstigs getur samkeppnishæfni verið endurheimt með tímanum í gegnum gengislækkun. Ef mikill launavöxtur heldur áfram gætu þrálátar gengislækkanir leitt til viðvarandi áhættuálags á krónuna og hærri innlends fjármögnunarkostnaðar.

Hringrás verðbólgu og gengislækkana felur í sér töluverðan kostnað. Aftur á móti bendir reynsla margra evrulanda frá þeim tíma þegar evran var tekin upp til þess að misvægi geti varað í allnokkurn tíma. Innan myntbandalags myndi nauðsynleg aðlögun í gegnum „innri gengisfellingu“ vera borin af öðrum atvinnugreinum en í tilviki „ytri gengisfellingar“ krónuhagkerfisins.

Framlag innflytjenda til sveigjanleika á vinnumarkaði gæti breyst. Gengishreyfingar geta einnig verkað á hvata til fólksflutninga með því að hafa áhrif á hlutfallsleg laun og eftirspurn eftir vinnuafli. Með upptöku evru gæti stöðugra gjaldmiðilsumhverfi með færri sveiflum leitt til meiri viðbragða á vinnumarkaði við efnahagslegum áföllum og þannig mögulega þýtt meiri brottflutnings fólks á samdráttarskeiðum og aukinn innflutning á pensluskeiðum. Sameiginlegur gjaldmiðill kann á hinn bóginn líka að dýpka samþættingu viðskipta og vinnumarkaða og gert Ísland áhugaverðara bæði fyrir innlenda og erlenda launþega.

Hversu sjálfstæð er peningastefnan í raun?

Upptaka evru myndi þrengja að sjálfstæði peningastefnu, en þó ekki að öllum hlutverkum Seðlabankans. Mikilvægt er að gera sér grein fyrir því hversu sjálfstæð núverandi peningastefna Íslands er í raun.

Seðlabanki Íslands nýtur formlegs stofnanalegs sjálfstæðis varðandi stýrivaxtaákvæðanir sínar. Innlent vaxtastig hreyfist þó að miklu leyti í takt við stefnu Seðlabanka Evrópu. Að hluta til skýrist þessi samfylgni af sameiginlegum áföllum sem báðir seðlabankar hafa brugðist við, ekki síst hnattræna verðbólguþrotinu sem kom í kjölfar kórónaveirufaraldursins. Sömu mynstur má greina í öðrum þróuðum hagkerfum sem búa við fljótandi gengi, og því ætti ekki að draga af þessu þá ályktun að Seðlabanki Íslands bregðist vélrænt við ákvörðunum Seðlabanka Evrópu.

Með hliðsjón af umhverfi áfalla og efnahagslegra viðbragða benda þær mismunandi reynsludrifnu aðferðir sem beitt er í þessari skýrslu í sömu átt: Peningastefnan á Íslandi er skilvirk, en skilyrði á erlendum og alþjóðlegum peninga- og fjármálamörkuðum setja henni þó umtalsverðar skorður sem jafnframt gera beitingu úrræða bankans, þ. á m. gjaldeyrisinngripa, flóknari. Niðurstöður rannsóknarinnar eru á þá leið að flest þau áföll sem kvíslast í gegnum íslensku krónuna séu af erlendum uppruna og tengist efnahagslegri og fjárhagslegri áhættu. Þetta felur í sér sérstakar áskoranir fyrir Seðlabanka Íslands við að ná stöðugleika í hagkerfinu.

Í rannsóknum sem gerðar voru til undirbúnings þessari skýrslu var sérstaklega skoðað við hvaða aðstæður hin fljótandi króna verki sem höggdeyfir. Í hefðbundnum fræðum er álitð að þegar gengi er sveigjanlegt muni gengislækkun í kjölfar ytra áfalls styðja við innlenda hagkerfið með því að gera útflutning hlutfallslega ódýrari og draga þannig úr samdrætti í

framleiðslu. Gögn úr íslenska hagkerfinu styðja þessa kenningu aðeins að hluta. Niðurstöður rannsóknarinnar eru á þá lund að ef áfall tengist alþjóðlegri fjármálaáhættu lækki gengi krónunnar vissulega, en að í kjölfar lækkunarinnar fylgi hins vegar hærri verðbólga og minni framleiðsla, sem geri fórnarskipti milli verðbólgu og framleiðslu erfiðari fyrir Seðlabankann.

Fljótandi króna getur mildað eftirspurnarhnykki, en magnar upp gjaldeyrisáföll.

Hermun með almennum jafnvægislíkani Seðlabanka Íslands (e. semi-structural general equilibrium model) bendir til þess að fljótandi króna geti dregið úr áhrifum erlendra og innlendra eftirspurnarhnykkja. Á hinn bóginn geta áföll sem eiga uppruna sinn í álagi vegna gjaldeyrisáhættu magnað upp óstöðugleika. Í slíkum tilvikum kann að vera nauðsynlegt að herða peningastefnu snögglega til að ná tökum á verðbólgu sem kemur í kjölfar gengislækkunar vegna aukinnar áhættufælni á fjármálamörkuðum, og snúa svo við blaðinu þegar eftirspurn gefur eftir. Þetta mynstur hækkana og lækkana á stýrivöxtum, gengi og markaðsvöxtum getur aukið á óvissu í þjóðarþúskapnum og flækt ákvarðanatöku varðandi neyslu, fjárfestingar og milliríkjavæslun. Í evru-umhverfi yrðu áföll af völdum álags vegna gjaldeyrisáhættu minni að umfangi.

Miðlun peningastefnunnar er skilvirk, en erlend smitáhrif valda vandkvæðum. Greining sem unnin var fyrir skýrslu þessa með beitingu margvíðs tímaraðalíkans (svokallaðs SVAR-líkans) staðfestir að peningastefna Seðlabanka Íslands hefur virkan miðlunarferil: Samdráttarhnykkur af völdum peningastefnu leiðir til gengishækkunar krónu og verðbólga minnkar þá jafnt og þétt. Þetta eru megin tölfræðirökin fyrir því að halda úti sjálfstæðum gjaldmiðli.

Á sama tíma gefa ýmis SVAR-líkon til kynna hvernig erlend peningaleg og alþjóðleg fjárhagsleg áföll berast til Íslands: Aðhald af hálfu Seðlabanka Evrópu hækkar innlenda stýrivexti, veldur lækkun á gengi krónu og þrengir að framleiðslu, meðan áfall vegna breytinga á alþjóðlegri áhættufælni kallar fram svipað mynstur gengislækkunar, verðbólgu, og minni framleiðslu. Dreifnisundurliðun spáskekkju (e. forecast error variance decomposition, FEVD) rekur allstóran hluta sveiflna á raungengi til slíkra ytri áfalla, sem samræmist því að gengið miðli áfram fleiri ytri áföllum en það deyrir.

SVAR-líkan Seðlabanka Íslands veitir frekari innsýn í hlutverk gjaldmiðilsins við að tempra eða draga fram smitáhrif sem stafa frá utanaðkomandi áföllum og peningastefnu. Eins og nýja greiningin kalla smitáhrif tengd hertri erlendri peningastefnu fram sambærilega herðingu á íslenskri peningastefnu. Þrátt fyrir þetta lækkar gengi íslensku krónunnar, vísitala neysluverðs hækkar og Seðlabankinn neyðist til að herða enn frekar: Krónan magnar upp áfallið og gerir erfiðara að ná jafnvægi milli stöðugleika í verðlagi og framleiðslu. Sú niðurstaða að hliðstæðar peningastefnuákvarðanir heima og erlendis tengist veikingu krónu er í samræmi við þær niðurstöður að viðhorf á fjármálamörkuðum, fjármagnsflæði og áhættuálag gegni lykilhlutverki í gengissveiflum.

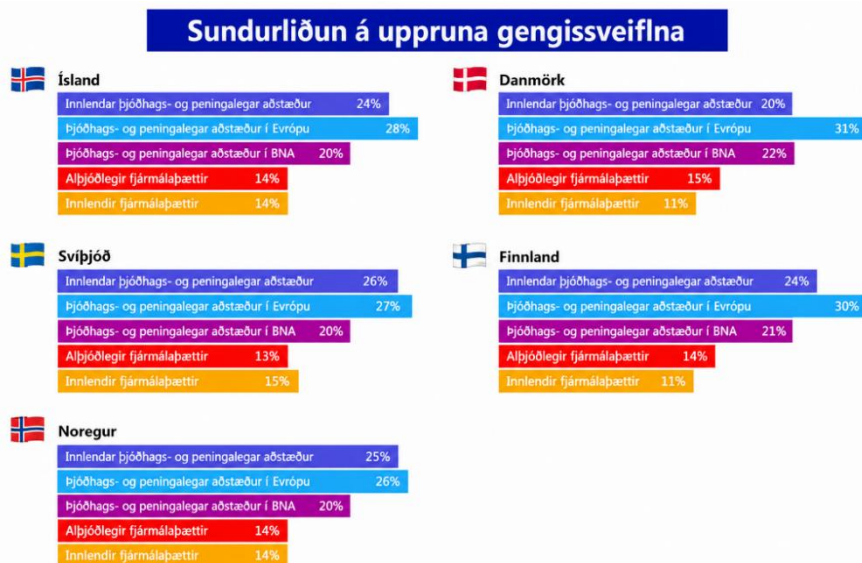
Almennt séð benda gögnin til þess að Ísland búi yfir virkum peningastefnuverkfærum. Enda þótt ytri peningaleg skilyrði og hnattræn fjármálaáföll setji aðgerðum skorður getur Seðlabanki Íslands brugðist við með blandaðri beitingu stýrivaxta og inngripa á gjaldeyrismarkaði, þó beiting síðarnefnda úrræðisins komi fram í hærra áhættuálagi og kostnaði í gjaldeyrisviðskiptum. Ef Ísland tæki upp evru, og hefði þá ekki sjálfstæða peningastefnu, þyrftu önnur stjórnþæki, t.d. skattaleg og kerfislæg, að vera í stakk búin til að

bregðast við áföllum í ríkara mæli.

Að hve miklu leyti er gjaldmiðillinn sjálfur uppspretta áfalla?

Í litlum og opnum hagkerfum geta gengisbreytingar endurspeglað skilyrði í innlendum þjóðarbúskap, breytingar á viðhorfi til áhættu, eða smitáhrif frá þjóðhagslegum atburðum og viðbrögðum við þeim í stærri hagkerfum. Fyrri greiningar í skýrslu þessari, þar sem beitt var bæði hálf-kerfislegu líkani og SVAR-líkani, gefa til kynna að gengisbreytingar bæði endurspegli undirliggjandi áföll en magni jafnframt upp þjóðhagsleg áhrif þeirra í sumum tilvikum. Til að kanna þetta til hlítar voru gerð frekari reynslupróf þar sem áherslan var á krónuna sem uppsprettu áfalla.

Fjármálamarkaðir og ytri þættir valda mestu um gengissveiflur krónunnar. Nýjar rannsóknir sem kynntar eru í þessari skýrslu byggja á daglegum gögnum frá fjármálamörkuðum til að gera grein fyrir uppsprettum gengissveiflna. Á Íslandi jafnt sem á öðrum Norðurlöndum er stærstan hluta tvíhliða gengissveiflna að rekja til smitáhrifa frá þjóðhagslegum og peningalegum aðstæðum á evrusvæðinu, eða nærri 30% í hverju landi. Um 20% af gengissveiflunum er að rekja til smitáhrifa sem stafa frá þjóðhagslegum og peningalegum aðstæðum í Bandaríkjunum.



Nokkru minni hluta af tvíhliða gengissveiflum, eða um 28%, er að rekja til mælinga á viðhorfum til fjárhagslegrar áhættu (annars vegar mælingu viðhorfs til innlendar áhættu og hins vegar mælingu viðhorfs til alþjóðlegrar áhættu). Í Danmörku og Finnlandi er hins

vegar minna hlutfall gengissveiflna að rekja til slíkra mælinga á viðhorfum til fjárhagslegrar áhættu, eða um 25%.

Þegar hvor uppspretta viðhorfa til áhættu er skoðuð fyrir sig sést að hjá þeim Norðurlandanna sem búa við fljótandi gengi hafa viðhorf til innlendar áhættu meiri áhrif á gengissveiflur en í Danmörku og Finnlandi, sem búa við evru eða tengja gjaldmiðil sinn við hana: 11% í Danmörku og Finnlandi samanborið við 14% á Íslandi, sem er í samræmi við þann aga í efnahags- og ríkisfjármálum sem jafnan fylgir því að nota evru eða halda gjaldmiðli fasttengdum við hana.

Að því er varðar Ísland, með hliðsjón af einkennum tímaraða fyrir gengi krónu á móti bandaríkjadal, hefur krónan haft tilhneigingu til að styrkjast gagnvart bandaríkjadal á

tímabilum þar sem áhættulyst er meiri á heimsvísu. Þetta samrýmist þeirri skoðun að íslenska krónan sé sveifflugjarn (e. high-beta) gjaldmiðill - sem hafi virði fyrir áhættudreifingu en jafnframt takmarkaðan sess (e. boutique status). Á hinn bóginn gætir einnig neikvæðra viðhorfa til innlendrar áhættu sem eru frábrugðin viðhorfum til áhættu á heimsvísu og kunna að stafa af því að takmarkaður seljanleiki á gjaldeyrismörkuðum auk hættu á inngripum seðlabanka hækkar áhættuálag sérstaklega fyrir Ísland.

Uppruni gjaldeyrisáfalla skiptir máli fyrir verðbólgu og peningastefnu. Uppruni gengisáfalla hefur áhrif á það hvernig áfallið seytla yfir í verð á innfluttri vöru, á neysluverðshækkunir og það hvaða peningastefnuviðbrögð teljast viðeigandi. Hækkun gengis sem drifin er áfram af framboðshnykkjum, hertu aðhaldi peningastefnu eða lækkuðu álagi vegna gjaldeyrisáhættu tengist bæði minni verðhækkunum á innflutningi og minni hækkun neysluverðsvísitölu - gengishækkuninni fylgja því skýr merki sem auðvelda ákvarðanatöku innan Seðlabankans.

Ef gengishækkun orsakast á hinn bóginn af jákvæðum innlendum eftirspurnarhnykk geta

hækkunir á neysluverðsvísitölu aukist jafnvel þótt dragi úr verðhækkunum á innflutningi, þar sem fyrirtæki nýta sér sterka eftirspurn til að hækka verð. Þetta á við um öll Norðurlöndin. Við þessar aðstæður þarf að ráða fram úr misvísandi skilaboðum við ákvörðun peningastefnu - annað hvort að draga úr aðhaldi vegna gengishækkunar eða auka það vegna mikillar eftirspurnar.

Í tilviki Íslands er gengisleiðni sem hækkar vísitölu neysluverðs meiri til skamms tíma en á hinum Norðurlöndunum, en gengisleiðni til lengri tíma er svipuð. Seðlabanki Íslands þarf því að „leggja meira á sig“ til að vinna gegn skammtímaaukningu verðbólgu í því skyni að draga úr verðbólgu til lengri tíma.

Í greiningunni kemur einnig fram að aðgreining á uppruna gengissveiflna bendi til að um þriðjung hreyfinga á raungengi íslensku krónunnar megi rekja til eftirspurnarhnykkja, breytinga á áhættuálagi og hnattrænna áfalla; þessir þættir hafi mest áhrif á hnykki í innlendra eftirspurn, sem eru einna auðveldastir viðureignar fyrir sjálfstæðan seðlabanka. Í samanburði við hin Norðurlöndin eru sveiflur sem raktar verða til eftirspurnarhnykkja og álags vegna gjaldeyrisáhættu stærri á Íslandi, sem bendir til þess að það sé hlutfallslega vandasamara fyrir Seðlabanka Íslands að ná stöðugleika í hagkerfinu.

Athugunarefni og fyrirvarar tengd upptöku evru

Ef evra yrði tekin upp er lykilspurning hversu vel í stakk búin önnur kerfi og leiðréttingarferli eru til að bæta upp fyrir missi sjálfstæðrar peningastefnu, þ. á m. stefna í opinberum fjármálum, sveigjanleiki vinnumarkaðar og kjarasamninga, og fjármálaleg og annars konar deiling áhættu.

Stefnumótun og agi í fjármálum hins opinbera yrði mikilvægari. Ef ekki nýtur við sjálfstæðrar peningastefnu mun reyna meira á önnur sveiflujöfnunarferli. Í alþjóðlegum samanburði býr Ísland yfir tiltölulega umfangsmikilli sjálfvirkri sveiflujöfnun. Af hálfu Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) hefur hins vegar verið bent á að ríkisútgjöld hafi

haft tilhneigingu til að vera sveiflumagnandi - og hafi í reynd verið það í meira en 2/3 árafjöldans frá því á fyrsta áratug þessarar aldar.

Ný stöðugleikaregla í ríkisfjármálum, sem hrint var í framkvæmd árið 2025, takmarkar vöxt í ríkisútgjöldum við 2% hámark á ári að raunvirði, nema vextinum sé mætt með nýjum aðgerðum til tekjuöflunar. Fjármálaráði var falið að leggja mat á hvort stefna í ríkisfjármálum samræmdist skilyrðum reglunnar. Af hálfu OECD hefur verið bent á að fjármálaráð sé tiltölulega veikt í alþjóðlegum samanburði. Í ljósi þess að núverandi skuldir hins opinbera eru hærri en á flestum hinna Norðurlandanna (en hafa reyndar farið lækkandi með tímanum sem hlutfall af VLF) væri hyggilegt að viðhalda fjárhagslegu svigrúmi og draga úr lántökukostnaði hins opinbera.

Stefna í ríkisfjármálum þarf að vera skilvirkari ef evra yrði tekin upp, en upptaka evrunnar myndi jafnframt draga úr lántökukostnaði ríkisins. Samandregið kann aðild að evrusvæðinu að fela í sér betri fjármögnunarmöguleika, en samt sem áður þyrfti að kljást við gamlar áskoranir.

Hlutverk kerfislægrar vísitölubindingar þyrfti að þróast. Vísitölubinding hefur alllengi verið hluti af íslensku regluverki. Þrátt fyrir tilteknar kerfislægar breytingar er vísitölubinding útbreidd og tekur til lífeyrisgreiðslna, opinberra álaga, leigu og sumra neytendasamninga. Vísitölubinding er til þess fallin að festa í sessi verðbóluskot og kalla á sterkari viðbrögð peningastefnu.

Tilteknir eiginleikar veðlána- og viðskiptasamninga eru til þess fallnir að hafa áhrif á miðlun peningastefnu. Ef dregið yrði úr vægi vísitölubindingar gæti það leitt til aukinnar skilvirkni peningastefnunnar gagnvart vaxtakjörum til heimila og fyrirtækja, en langtímasamningar eins og fasteignaveðlán myndu draga úr svörun við peningastefnu.

Hafa þarf í huga atriði eins og mögulegar breytingar á markaðsgerð, þ.m.t. aukna eða minnkaða viðveru erlendra banka, og ávinning stofnanaþjárfesta (lífeyrissjóða) af minnkaðri gengisáhættu, auk annarra jákvæðra og neikvæðra áhrifa á innlenda fjármálageirann.

Eftirlits-, fjármálastöðugleika- og þjóðhagsvarúðarsjónarmið skipta máli. Ef Ísland myndi ganga í Evrópusambandið þyrfti það að undirgangast reglur sambandsins um þjóðhagsvarúð og aðrar tengdar reglur, en myndi jafnframt taka fullan þátt í umræðum um breytingar á þessum reglum til framtíðar. Ef Ísland tæki jafnframt upp evru myndu eftirlitsskyldur breytast; t.a.m. myndu sumir stærri íslensku bankanna heyra undir samræmt bankaeftirlit (e. Single Supervisory Mechanism). Fyrirkomulag áfallastjórnunar, skilameðferðir, lánveitingar til þrautavara, og aðrir hlutar öryggisnets fjármálamarkaðar myndu einnig taka breytingum. Meta þyrfti af kostgæfni hvernig best væri að aðlaga íslenskt stofnanaumhverfi og hvar verkefnum yrði best fyrir komið.

Upptaka evru myndi efla fjármálastöðugleika með ýmsum hætti, en kynni þó einnig að gera Ísland berskjaldaðra fyrir eignaverðssveiflum (e. boom-bust cycles), eins og fasteignamarkaðir á Spáni og Írlandi eru til vitnis um. Þjóðhagsvarúðarstefnur, sem Seðlabanki Íslands leggur nú þegar áherslu á, geta dregið úr fjárhagslegu ójafnvægi og aukið viðnámsþrótt. Evrópska kerfisáhætturáðið (e. European Systemic Risk Board, ESRB) og yfirvöld í aðildarríkjunum eiga með sér samstarf um að fylgjast með áhættu og meta verkfæri til að milda veikleika eftir því

sem kostur er, einkum í bankageiranum.

Á hinn bóginn þyrfti að fara fram frekara mat á því hvaða verkfærum þjóðhagsvarúðar yrði áfram raunhæft og viðeigandi að beita og hvernig yrði best að ná utan um veikleika, einkum hvað varðar áhættur sem stafa af fjármagnsflæði innan evrusvæðisins.

Endurmeta þarf viðmið við launaákvarðanir. Gagnstætt öðrum Norðurlöndum eru ekki til staðar á Íslandi útflutningsmiðuð launaviðmið sem binda aðra þætti hagkerfisins. Í löndum á borð við Noreg og Svíþjóð hafa slík viðmið leikið umtalsvert hlutverk við að viðhalda alþjóðlegri samkeppnishæfni. Á Íslandi hefur raunverulegur launavöxtur ítrekað reynst verða 2-3% umfram áætlaðan kostnað af kjarasamningum. Þetta má rekja til mikils fjölda samningalota, viðbótarlaunahækkana innan einstaka fyrirtækja, auk ákvæða um vísitölubindingu og launabreytingar tengdar framleiðni og verðbólguþróun.

Í löndum eins og Íslandi, þar sem launaákvarðanir eru miðlægar eða samhæfðar, getur fyrirkomulag peningamála haft áhrif á framkvæmd launaákvarðana. Í fræðaskrifum hefur verið bent á gagnstæð áhrif að þessu leyti og er því heildarniðurstaða óljós. Í sumum rannsóknum hefur því verið haldið fram að setning innlendra verðbólguþéttis auki aga við launaákvarðanir, þar sem óhóflegum launahækkunum yrði mætt með vaxtahækkunum og fækkun starfa. Aðrar rannsóknir gefa til kynna að minnkaður agi sem fylgi myntsamstarfi geti hvatt til samhæfingar meðal þeirra aðila sem ákveða laun, sem leiði til meiri hófsemi í launaákvörðunum.

Niðurstöður reynslugagna varðandi áhrif upptöku evru á vinnumarkað eru blendnar. Í könnun sem gerð var meðal 20 OECD-landa á tímabilinu 1982-2003 reyndust raunlaun vera hærri í löndum sem búa við verðbólguþéttis heldur en í löndum Efnahags- og myntbandalagsins (EMU).

Í ljósi misvægis launa og framleiðni virðist nauðsynlegt að gera umbætur á launaákvarðanaferlinu óháð fyrirkomulagi peningamála. Afleiðingar þess að gera ekki umbætur, sem og möguleikar á að knýja fram umbætur, geta hins vegar verið ólík eftir því hvaða fyrirkomulag er valið. Ef mikill nafnlaunavöxtur myndi reynast þrálátur þrátt fyrir upptöku evru yrðu langtímaafleiðingar þess vandasamari, þar sem „innri gengisfelling“ (þ.e. aðlögun launavaxtar að vexti í framleiðni sem samræmist alþjóðlegri samkeppnishæfni) myndi þurfa að leysa af hólmi „ytri“ gengisfellingu hins ytri gjaldmiðils. Þar sem afleiðingar áframhaldandi mikils launavaxtar yrðu líklega alvarlegri með upptöku evru yrðu líklega til staðar sterkari hvatar til að grípa til nauðsynlegra breytinga, sem aftur eykur líkur á árangri.

Umbreytingin: Greining þessi tekur ekki til þeirra verklegu þátta sem þarf að framkvæma við upptöku evru. Í því samhengi þyrfti m.a. að taka afstöðu til nákvæmrar tilhögunar og hraða umbreytingarferlis í átt að nýju peningakerfi, sem myndi hafa umtalsverða þýðingu fyrir eignaverð og það hvaða undirbúningsaðgerðir yrðu nauðsynlegar fyrir innlendar fjármálastofnanir og markaði. Auk þess gætu komið upp í aðlögunarferlinu ógnir við efnahagslegan og fjárhagslegan stöðugleika (t.d. gjaldeyrisbrask) sem þyrfti að stýra af vandvirkni.

Tvö afar mikilvæg atriði: Í fyrsta lagi - ef Ísland tæki upp evru yrði það í fyrsta sinn sem land með jafnháa meðal VLF á mann gengi inn í samstarfið. Því yrði gengi íslensku krónunnar

gagnvart evru við inngöngu í samstarfið lykilbreyta. Í öðru lagi getur mismunur í lýðfræðilegri samsetningu íslensku þjóðarinnar samanborið við flest lönd evrusvæðisins þýtt að hlutlausir langtíma raunvextir gætu orðið mismunandi, sem aftur hefði afleiðingar fyrir viðeigandi feril peningastefnunnar.