

## Fjölmyntavæðing atvinnulífsins

1. Inngangur
  2. Þróun undanfarin ár og núverandi staða
  3. Hvert vill atvinnulífið stefna, hverjar verða afleiðingarnar og hvaða ráðstafanir kallar það á?
  4. Niðurstaða
- 

### 1. Inngangur

Á fundi sínum þann 7. apríl 2008 ákvað framkvæmdastjórn SA að setja á stofn sérfræðinganefnd til að skoða fjölmyntavæðingu atvinnulífsins. Skyldi nefndin vera opin með tilnefningum frá aðildar-félögunum SA og greiningardeildum bankanna, auk þess sem leita mætti til sérfræðinga utan nefndarinnar.

Nefndin hélt sinn fyrsta fund þann 15. apríl 2008 og var hún skipuð 17 fulltrúum frá framangreindum aðilum. Í upphafi fóru fram almenn skoðanaskipti um gjaldmiðilsmálið. Kom fram í máli meirihluta fundarmanna að til langframa kæmu aðeins tvær leiðir til greina; upptaka evru í gegnum aðild að Evrópusambandinu (ESB) og Efnahags- og myntbandalaginu (EMU) eða áframhaldandi notkun sjálfstæðs gjaldmiðils með grundvallar endurskoðun á meginpáttum hagstjórnar.

Flestir nefndarmenn töldu að einhliða upptaka evru, hvort sem væri fyrir atbeina stjórnvalda eða með öðrum hætti, kæmi vart til greina. Vandinn við þá leið væri sá að þar skorti mikilvægustu kosti þess sem fylgdu aðild að EMU, þ.e. lánveitanda til prautavara í evrum og traust akkeri fyrir fjármálakerfið, en vandinn í núverandi kerfi fælist meðal annars í því að fjármálakerfið væri orðið það stórt og alþjóðavætt að sjálfstæð íslensk mynt hentaði illa og gætu Seðlabanki Íslands og stjórnvöld ekki ráðið við að vera því nauðsynlegur bakhjarl.

Viðfangsefni nefndarinnar var ekki að fjalla um hugsanlega aðild Íslands að ESB heldur að draga saman greiningu á fjölmyntavæðingu atvinnulífsins, þ.e. aukinni notkun erlendra gjaldmiðla í skuldbindingum og viðskiptum einkaaðila með auknu frjálsræði í viðskiptum og alþjóðavæðingu og án beins atbeina stjórnvalda. Hver hefur þróunin verið og hver er staðan nú? Hvert vill atvinnulífið stefna, hvaða breytingar kallar það á og hvaða þýðingu hefur það ef þessi þróun gengur lengra með tvöföldu myntkerfi í almennum viðskiptum? Hvernig þróast mál ef ekkert er að gert?

Einhugur var í nefndinni um að auka ætti sveigjanleika atvinnulífsins hvað gjaldmiðlanotkun varðar og greiða ætti götu þess að viðskipti og notkun eða tenging við gjaldmiðla gæti þróast óhindrað eftir þeim leiðum sem markaðsaðilar telja hagkvæmast hverju sinni.

## 2. Þróun undanfarin ár og núverandi staða

### 2.1. Aukið frjálsræði í gjaldeyris- og viðskiptamálum

Enska hugtakið dollarization er notað þegar íbúar ríkja nota erlendan gjaldmiðil (ekki endilega Bandaríkjadollara) samhliða eigin gjaldmiðli eða í stað hans. Slík breyting getur ýmist átt sér stað án opinberrar íhlutunar og lagasetningar eða að tilhlutan opinberra aðila t.d. með því að yfirvöld hætti að gefa út innlendan gjaldmiðil en noti þess í stað erlendan gjaldmiðil.

Með fjölmyntavæðingu atvinnulífsins er hér átt við að aukinn hluti eigna og skulda, tekna og gjalda hjá fyrirtækjum og heimilum færist yfir í eða sé tengt erlendum gjaldmiðlum og vaxandi viðskipti eigi sér stað í öðrum gjaldmiðlum en íslensku krónu. Sömuleiðis er átt við það að verðlagning sé í erlendum gjaldmiðli þótt greitt sé í krónum. Frá sjónarhóli fyrirtækja sem taka meðvitaðar ákvarðanir sem stefna í þessa átt er markmiðið að reyna að ná aukinni hagkvæmni í rekstri og takast á við óstöðugleika, háa vexti og verðbólgu sem fylgt hafa íslensku krónunni.

Fjölmyntavæðing atvinnulífsins hefur verið að þróast yfir langt tímabil og er samofin áratuga langri baráttu atvinnulífsins fyrir auknu frjálsræði í gjaldeyris- og viðskiptamálum þjóðarinnar og vaxandi alþjóðavæðingu. Minna má á að fram yfir miðja síðustu öld ríkti skömmtnar- og haftakerfi í utanríkisviðskiptum og gjaldeyrismálum. Í tíð viðreisnarstjórnarinnar árið 1960 voru sett ný lög um innflutnings- og gjaldeyrismál. Í þeim fólst m.a. að innflutningsskrifstofan svonefnda var lögð niður en gjaldeyrisviðskiptabönkunum (lengst af aðeins Landsbanki og Útvegsbanki), sem höfðu með höndum kaup og sölu á erlendum gjaldeyri, var falin meðferð leyfismála samkvæmt reglum sem ríkisstjórnin setti.

Þessi skipan mála stóð síðan að mestu óbreytt til ársins 1979 þegar sett voru ný lög um skipan gjaldeyris- og viðskiptamála. Í þeim fólst lítill háttar rýmkun á heimildum gjaldeyrisviðskiptabanka til afgreiðslu á gjaldeyrisumsóknum og breytt fyrirkomulag eftirlits. Í meginatriðum gildi þó áfram víðtækt kerfi skömmtnar og takmarkana allt fram til ársins 1993.

Takmarkanirnar fólust í grundvallaratriðum í því að gjaldeyrisviðskipti voru takmörkuð og háð leyfum, nema annað væri tekið fram. Í þessu fólst m.a. almenn sölu- og skilaskylda útflytjenda á erlendum gjaldeyri vegna útflytninga á vöru og þjónustu, bann við erlendum lántökum til lengri og skemmri tíma nema með sérstöku leyfi, sem m.a. fól í sér að innflytjendum var meinað að nýta sér greiðslufrest erlendra birgja og eftirlit vegna kaupa á erlendum gjaldeyri til greiðslu á innfluttri vöru og þjónustu. Algengt var að gengishagnaður fyrirtækja væri gerður upptækur í tengslum við gengisfellingar. Þá giltu takmarkanir á kaupum ferðamanna á gjaldeyri, sparnaður á erlendum innlánsreikningum eða með kaupum á erlendum verðbréfum var ekki leyfður o.fl.

Á árinu 1987 var gerð sú breyting að töllyfirvöldum var ekki lengur gert skylt að fylgjast með því að erlendar kröfur vegna kaupa á vörum til landsins hafi verið greiddar í banka eða greiðsla tryggð með öðrum hætti eins og áður tíðkaðist. Að öðru leyti giltu áfram víðtækar takmarkanir í gjaldeyris- og viðskiptamálum.

Segja má að allan tímann frá upptöku krónunnar til samþykktar EES samningsins hafi krónan notið mikillar lagalegrar verndar. Ástæðan er sú að krónan var frá upphafi veikur gjaldmiðill. Útflytjendur

gátu ekki selt í krónum og innflytjendur gátu ekki keypt í krónum. Þetta leiddi af sér að íslensk fyrirtæki voru jafnan í veikari stöðu en fyrirtæki í viðskiptalöndunum og berskjaldaðri fyrir öllum breytingum á gengi krónunnar sem yfirleitt voru bara í eina átt, krónan veiktist. Almennt gildir að fyrirtæki sem búa við veikari gjaldmiðil hafa jafnframt minna afl á markaðnum en þau sem búa við sterkari gjaldmiðil. Þannig geta fyrirtæki með sterkari gjaldmiðil miklu frekar haldið verði á vöru eða þjónustu sem seld er til annarra landa en þegar gjaldmiðillinn er veikur. Íslensk innflutningsfyrirtæki hafa þess vegna sjaldnast fengið lækkun á verði frá erlendum birgjum þegar gengi íslensku krónunnar hefur lækkað heldur haldið áfram að kaupa á sama verði í erlendu myntinni. Íslensk útflutningsfyrirtæki hafa líka átt erfitt með að hækka verð þegar íslenska krónan hefur hækkað og oft flutt sig á milli markaða þegar einstakir viðskiptagjaldmiðlar hafa lækkað eða hækkað. Gengissveiflur hafa minni áhrif á fyrirtæki sem búa við stöðugri gjaldmiðla, sérstaklega ef sveiflurnar eru skammvinnar en þegar frá líður koma þó gengisbreytingar fram í starfsskilyrðum fyrirtækjanna og þau þurfa að bregðast við þeim.

Á verðbólguárinum á áttunda og níunda áratugnum var mikil áraun á krónuna enda gat hún ekki með góðu móti gegnt hlutverki sínu að geyma verðmæti eða sem grundvöllur fjárskuldbindinga sem er eitt meginhlutverk gjaldmiðla. Víðtæk verðtrygging var tekin upp í lok áttunda áratugarins sem breiddist hratt út og svaraði þeirri þörf sem annars hefði verið fyrir gengistryggingu fjárskuldbindinga eða stórukna fjölmyntavæðingu á þeim tíma. Gengistrygging fjárskuldbindinga er í raun tiltekið form verðtryggingar.

Með aðild Íslands að samningnum um Evrópska efnahagssvæðið, sem kom til framkvæmda frá ársbyrjun 1994, urðu þáttaskil í gjaldeyris- og viðskiptamálum, enda byggði samningurinn á mun víðtækara frelsi í utanríkisviðskiptum en áður hafði þekkst og skuldbindingu um hið svonefnda fjórfrelsi.

Hvað gjaldeyrismál varðar var ákvæði EES um frjálsa fjármagnsflutninga til og frá landinu hvað afdrifaríkast. Ljóst var að víðtækra breytinga væri þörf á skipan gjaldeyrismála vegna aðildar að EES-samningnum. Voru því í aðdraganda samningsins gerðar mikilvægar breytingar til þess að þróa frjálsari gjaldeyrisviðskipti og leggja drög að auknu viðskiptafrelsi. Voru á árinu 1992 gerðar veigamiklar breytingar á lögum um gjaldeyrismál sem tóku gildi í ársbyrjun 1993. Í þeim fólst að meginreglan væri sú að gjaldeyrisviðskipti væru óheft, nema annað væri tekið fram. Var m.a. slakað á sölu- og skilaskyldu erlends gjaldeyris sem innlendir aðilar áttu eða eignuðust fyrir sölu á vöru og þjónustu. Var innlendum aðilum heimilað að leggja erlendan gjaldeyri sem þeir eignuðust inn á gjaldeyrisreikning í innlendum bönkum eða sparisjóðum, jafnframt því sem bönkum og sparisjóðum var heimilað að varðveita erlendan gjaldeyri sem þeim var seldur, en skyldu þó selja Seðlabankanum þann gjaldeyri sem væri umfram eðlilegar viðskiptaþarfir þeirra ef Seðlabankinn teldi nauðsyn bera til.

Skipulagsbreytingar þessar voru nauðsynlegar til þess að unnt væri að byrja að þróa gjaldeyrismarkað, styrkja stjórnun Seðlabankans í peningamálum og afla lagaheimilda til að gengi krónunnar gæti ráðist af framboði og eftirspurn á markaði. Í framhaldi af þessu var síðan gjaldeyrismarkaður settur á laggirnar í maí 1993 samkvæmt reglum sem Seðlabanki Íslands setti, þar sem markaðsaðilar voru upphaflega viðskiptabankarnir, Lánastofnun sparisjóðanna og Seðlabankinn.

Ýmis höft voru þó áfram í gildi allt til ársins 1995 og var innlendum aðilum til dæmis áfram óheimilt að taka erlend lán sem ekki tengdust viðskiptum með vöru og þjónustu. Sömuleiðis voru ýmsar heimildir háðar hámarksfjárhæðum, t.d. viðskipti innlendra aðila með erlend verðbréf.

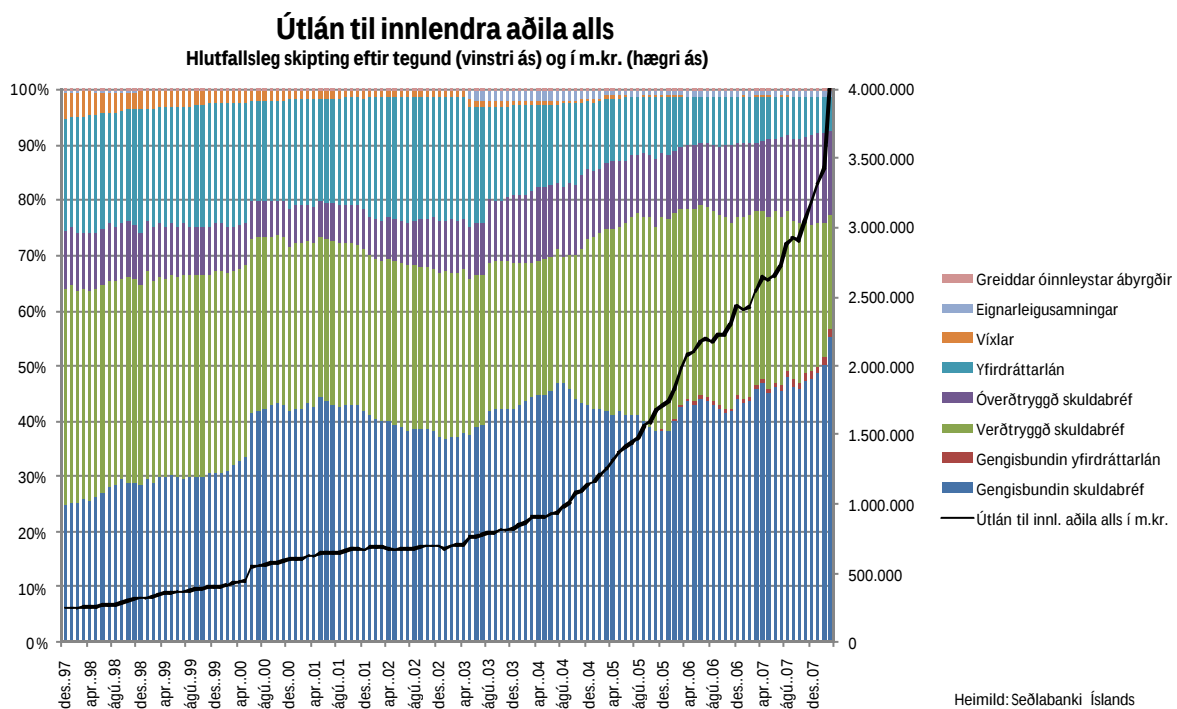
Það sýnir raunar vel hve víðtækar takmarkanir voru áður í gildi hér á landi í gjaldeyris- og viðskiptamálum, að íslensk stjórnvöld töldu þörf á því að semja um eins árs aðlögunarfrest gagnvart reglu EES-samningsins um frjálsa fjármagnsflutninga. Það var því ekki fyrr en frá og með 1. janúar 1995 sem síðustu leifar hafta og takmarkana í gjaldeyrismálum féllu niður.

Atvinnulífið og samtök þess hafa sem fyrr sagði jafnan verið leiðandi í kröfum um aukið frjálsræði í gjaldeyris- og viðskiptamálum. Eftir að fjármagnsflutningar urðu loks að fullu frjálsir árið 1995 hefur þróunin þó í ríkara mæli en áður verið markaðsdrifin og ráðist af mati markaðsaðila á því hvað þeir telja hagkvæmast hverju sinni. Er því fróðlegt að virða fyrir sér nokkrar helstu birtingarmyndir fjölmyntavæðingar sem efnahagsþróunin undanfarin ár hefur kallað fram.

## 2.2. Breytingar á fjármögnun atvinnulífs og heimila

Skýrustu birtingarmynd fjölmyntavæðingar er að finna í breytingum á fjármögnun atvinnulífs og heimila og verður hér á eftir brugðið upp upplýsingum um þróun útlána innlánsstofnana undanfarinn áratug, en samanburðarhæfar upplýsingar Seðlabanka Íslands ná aftur til ársloka 1997.

Gríðarlegur vöxtur hefur einkennt þróun útlána innlánsstofnana undanfarin ár, sérstaklega frá árinu 2004. Jafnframt hefur orðið mikil breyting á samsetningu útlána eftir tegund. Gildir þetta jafnt um útlán til innlendra aðila alls, til fyrirtækja og til heimila.



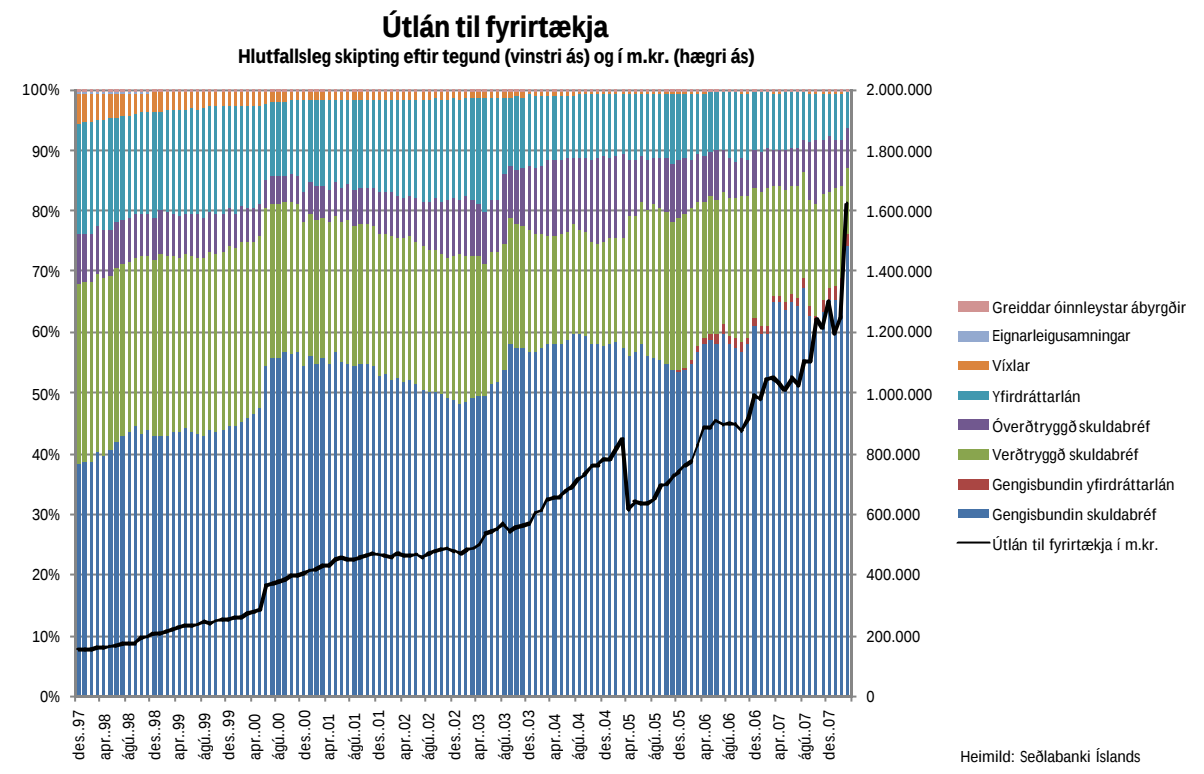
Í árslok 1997 námu útlán til innlendra aðila alls um 250 milljörðum króna, en í lok árs 2007 höfðu þau hækkað í tæplega 3,2 ma. kr. eða tæplega þrettánfaldast að nafnverði. Sé miðað við lok mars 2008 höfðu heildarútlán raunar vaxið í 4,1 ma. kr. og skýrist breytingin einkum af hækkun erlendra lána vegna gengislækkunar krónunnar í þeim mánuði. Til skýringar skal þess einnig getið að snögg hækkun og aukið vægi erlendra lána um mitt ár 2000 skýrist einkum af samruna Fjárfestingarbanka atvinnulífsins (FBA) og Íslandsbanka sem kom til framkvæmda í júní 2000, en FBA var ekki innlánsstofnun heldur fjárfestingarbanki sem hafði yfirtekið m.a. lánasafn Fiskveiðasjóðs, lönþróunarsjóðs og lönlánasjóðs, en stór hluti útlána þeirra voru gengisbundin.

Gengisbundin skuldabréf og yfirdráttarlán námu um 25% heildarútlána í árslok 1997, en í árslok 2007 hafði vægi þeirra nánast tvöfaldast í tæplega 50%. Aukið vægi gengisbundinna skuldbindingar var bæði á kostnað verðtryggðra lána í íslenskum krónum og óverðtryggðra, en meðal óverðtryggðra skuldbindinga jókst vægi skuldabréfa á kostnað yfirdráttarlána.

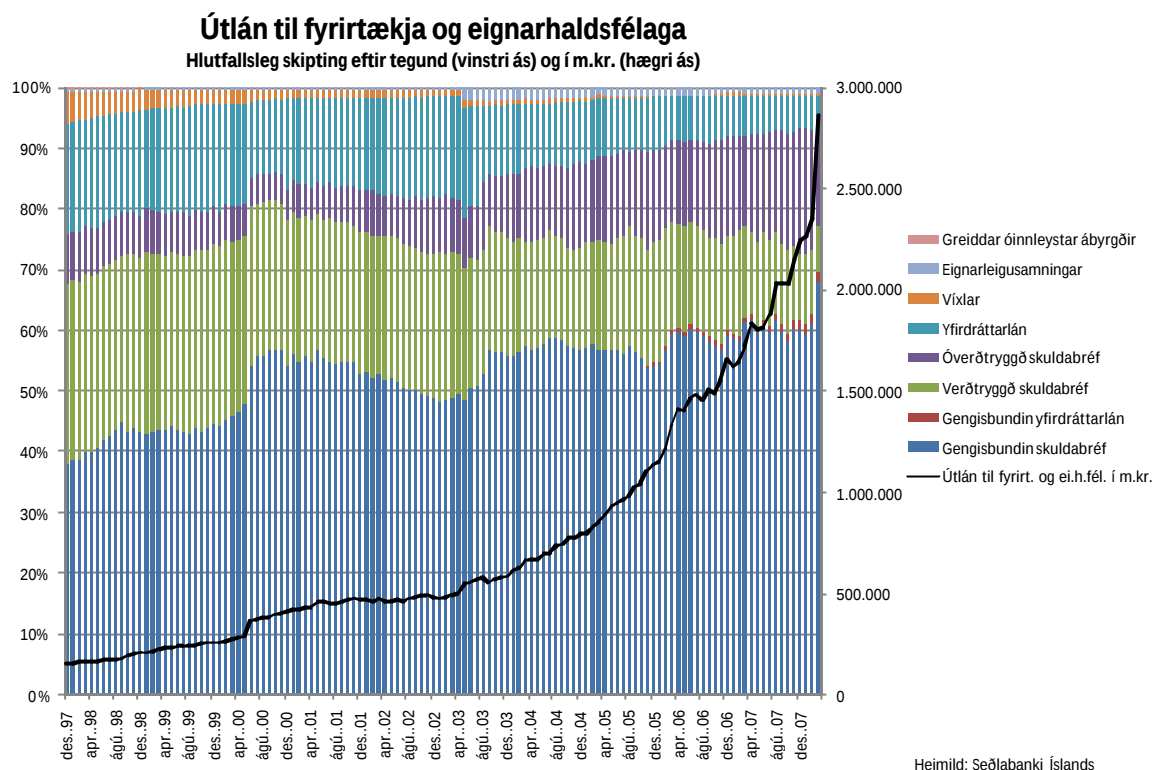


Auk þess hefur frá árinu 2001 orðið nánast samfelldur vöxtur í útlánum íslenskra innlánsstofnana til erlendra aðila. Í árslok 2007 höfðu útlán til erlendra aðila vaxið í 38,5% af samtölu útlána alls til innlendra og erlendra aðila.

Gagnlegt er einnig að skoða þróun útlána til fyrirtækja, einstakra atvinnugreina og heimila. Í árslok 1997 námu útlán til fyrirtækja 154 mö.kr., en í árslok 2007 voru þau 1.302 ma.kr. og höfðu því tæplega níufaldast að nafnvirði.



Til að meta þróun útlána til atvinnulífsins á umræddu tímabili er þó réttara að líta til samtölu útlána til fyrirtækja og eignarhaldsfélaga, enda kom sérstök flokkun eignarhaldsfélaga í gögnum Seðlabankans ekki til skjalanna fyrr en frá apríl 2005 og skýrir því þá lækkun sem varð á útlánnum til fyrirtækja á þeim tíma í mynd hér að ofan.

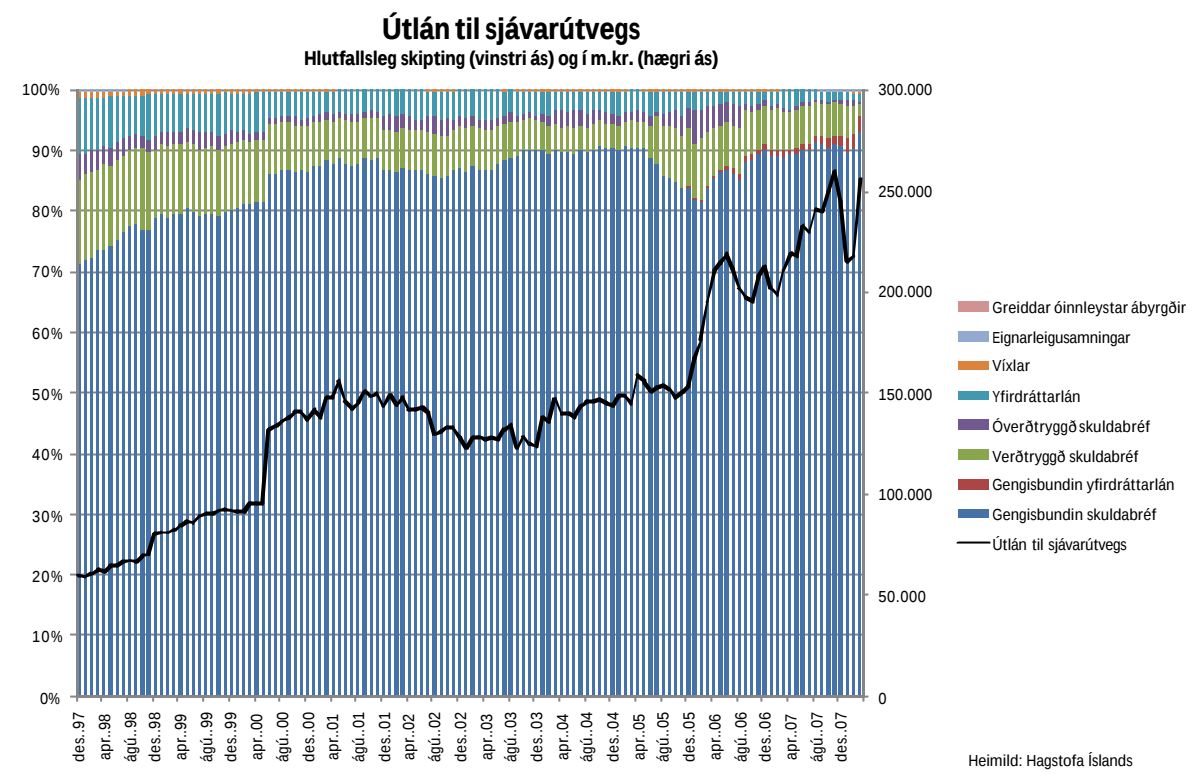


Í árslok 1997 námu útlán til fyrirtækja og eignarhaldsfélaga alls 154 mö.kr., en áratug síðar höfðu þau hækkað í 2.246 ma.kr. eða tæplega fimmtánfaldast að nafnverði, en sé litið til stöðu útlána í lok mars 2008 (2.864 ma.kr.), höfðu þau tæplega nítjánfaldast.

Hlutdeild gengisbundinna skuldbindinga atvinnulífsins er talsvert hærri en þegar horft er til útlána í heild. Hún nam tæplega 30% í árslok 1997 en hafði vaxið í rösklega 60% í árslok 2007 og tæplega 70% í lok mars 2008. Aukið vægi gengisbundinna lána er fyrst og fremst á kostnað verðtryggðra lána, en vægi óverðtryggðra skuldabréfa og yfirdráttarlána hefur verið fremur stöðugt í 20-25%. Myntsamsetning gengistryggðra lána til atvinnulífsins liggur ekki fyrir en ef marka má myntsamsetningu gengistryggðra lána til heimila<sup>1</sup> þá má ætla að lágvaxtamyntirnar japanskt jen og svissneskur franki hafi aukið hlutdeild sína verulega á síðasta ári á kostnað evru og dollara.

Það sem skýrir aukna skuldsetningu atvinnulífsins í erlendum gjaldmiðlum er viðleitni til að ná aukinni hagkvæmni í rekstri og bregðast við óstöðugleika, verðbólgu og síhækkandi vöxtum sem fylgja krónunni. Íslensk rekstrarfélög í samkeppnisrekstri hafa almennt engin tækni haft á að greiða háa vexti af lánum í íslenskri krónu og hafa því í raun verið nauðbeygð til þess að afla lánsfjár í erlendra mynt með tilheyrandi gengisáhættu. Fyrirtæki geta vissulega varið sig fyrir sveiflum á gengi gjaldmiðla með ýmsu móti og ættu að kynna sér alla möguleika í því sambandi. Gengisvörnum fylgir þó kostnaður sem meta þarf í hverju tilviki hvort réttlætanlegur sé.

<sup>1</sup> Peningamál 2008-1.



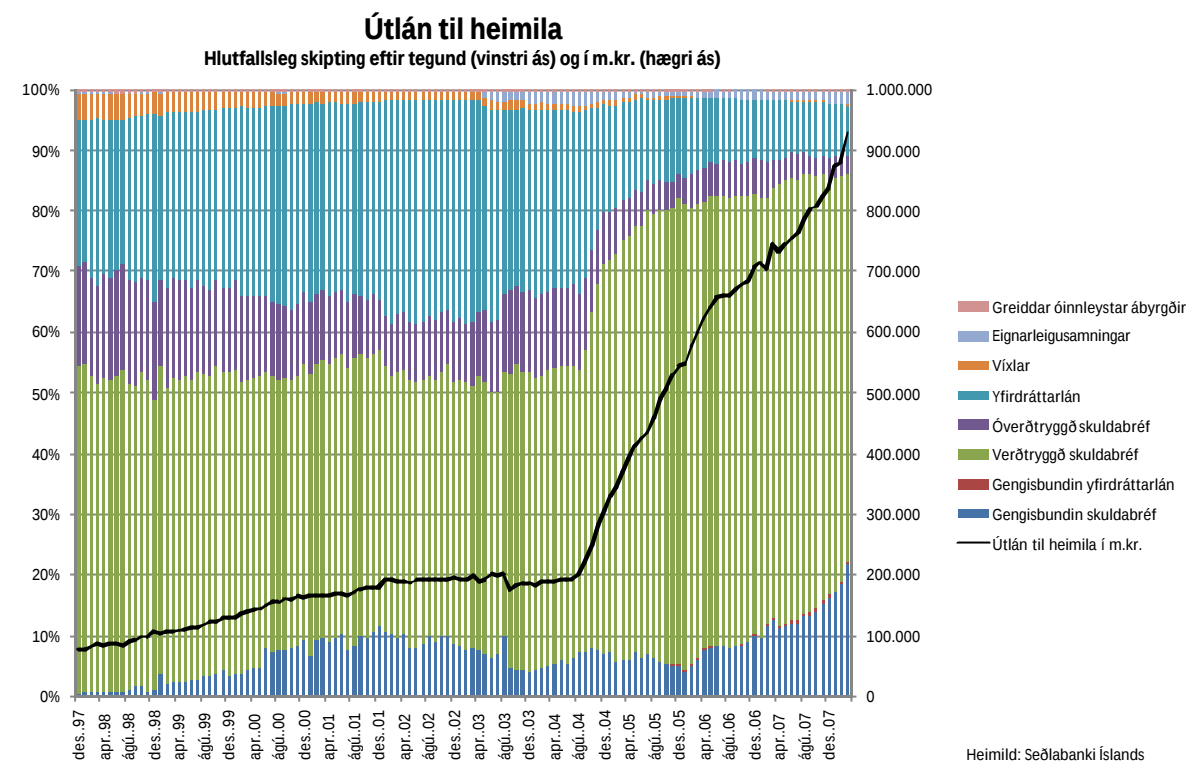
Ljóst er að staða atvinnugreina er talsvert breytileg hvað fjölmyntavæðingu áhrærir eins og upplýsingar um útlána til sjávarútvegs staðfesta þegar borið er saman við útlán til atvinnulífsins almennt og annarra atvinnugreina. Á umræddu tímabili hafa reyndar útlán til sjávarútvegs vaxið mun hægar en heildarútlán, úr rösklega 60 mö.kr. í árslok 1997 í tæplega 245 ma.kr. í árslok 2007 eða fjórfaldast að nafnvirði. Sérstaða sjávarútvegsins felst þó ekki síður í miklu vægi gengisbundinna lána. Í árslok 1997 var það þegar orðið 70% en hefur vaxið áfram síðasta áratug og var orðið 92,5% í árslok 2007 og 95,5% í lok mars 2008.

Útlán innlánsstofnana til fyrirtækja í byggingarstarfsemi voru 7.978 m.kr. í árslok 1997, þar af voru gengisbundin lán 18,1%, en í árslok 2007 höfðu útlán vaxið í 140.552 (tæplega 18-föld aukning), þar af voru gengisbundin lán 42,8%.

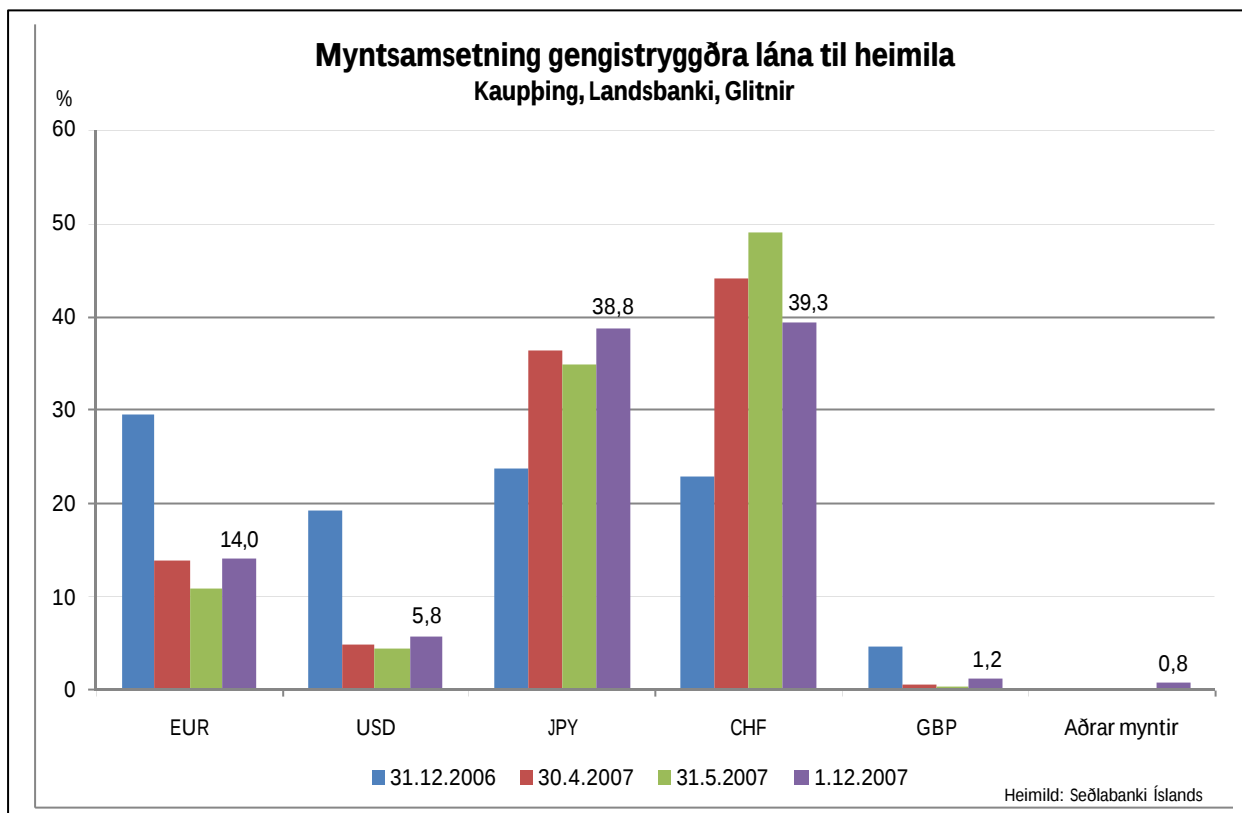
Í verslun jukust útlán úr 36.331 m.kr. í árslok 1997, þar af voru gengisbundin lán 17,4%, í 225.610 m.kr. í lok árs 2007 (ríflega 6-föld aukning), þar af voru gengisbundnar skuldbindingar 69%.

Útlán til samgöngustarfsemi námu 4.200 m.kr. í árslok 1997, þar af 26,8% gengisbundin, en jukust í 155.200 m.kr. í árslok 2007 (tæplega 37-föld aukning), þar af voru gengisbundin lán 62,5%.

Útlán til þjónustustarfsemi námu 21.358 m.kr. í árslok 1997, þar af 13,9% gengisbundin, en jukust í 444.617 m.kr. í árslok 2007 (tæplega 21-föld aukning), þar af voru gengisbundin lán 62,1%.



Gríðarlegur vöxtur hefur einnig verið í útlánum innlánsstofnana til heimila, sérstaklega frá haustinu 2004. Í árslok 1997 námu útlán tæplega 79 mö.kr. en 838 mö.kr. áratug síðar og höfðu því tæplega ellefufaldast að nafnvirði. Gengisbundin útlán til heimila voru nánast óþekkt fyrir tíu árum síðan, en hafa síðan vaxið en að vísu sveiflukennt. Í lok árs 2007 var hlutdeild þeirra tæplega 17%, en jókst í 22% í lok mars 2008 vegna gengislækkunar krónunnar. Lágvaxtagjaldmiðlarnir japanskt jen og svissneskur franki vega lang þyngst í útlánum til heimila eða tæplega 40% hvor um sig en evran vegur 14% og bandaríkjadollar 6%. Mikil breyting varð á myntsamsetningunni á árinu 2007 þar sem evra og dollar vógu samanlagt þyngra í upphafi ársins og jen og svissneskur franki.

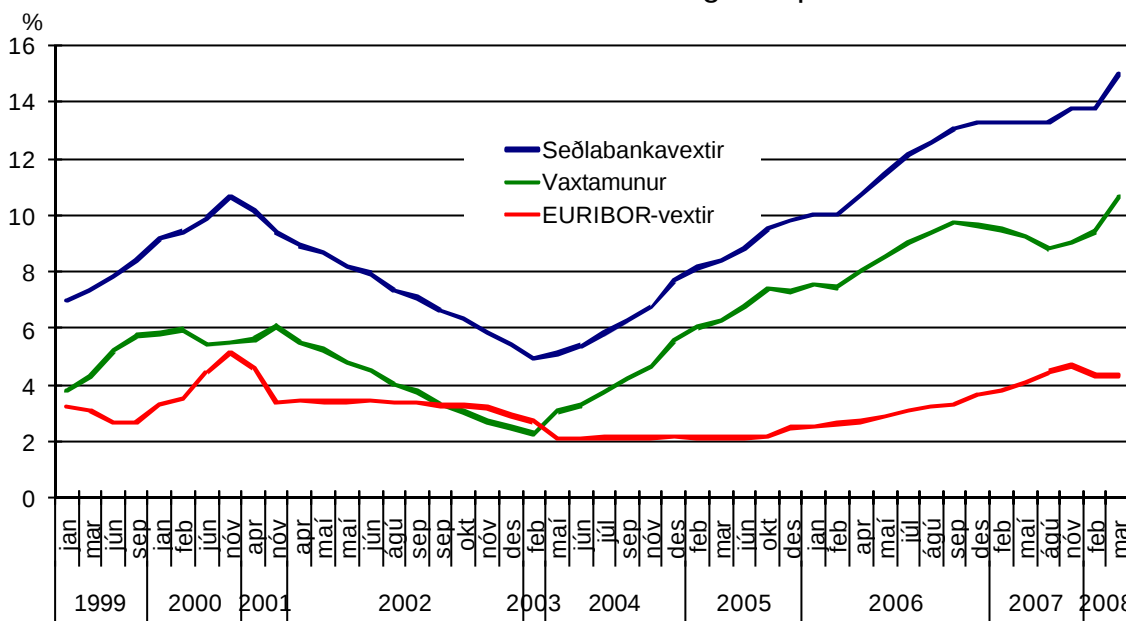


Eftir að fjármagnsflutningar voru að fullu gefnir frjálsir og höftum á gjaldeyrisviðskiptum var aflétt má segja að íslenski gjaldmiðillinn sé kominn í frjálsa samkeppni þar sem fyrirtæki, fjárfestar og aðrir einkaaðilar eiga mun meira val en áður um það í hvaða gjaldmiðlum skuldbindingar og viðskipti þeirra eru. Velja þeir milli þess kostnaðar sem fylgir því að halda sig við íslensku krónuna, í formi hárar vaxta, verðbólgu og gengisflöktis og þeirrar áhættu og fyrirhafnar sem fylgir því að tengja skuldbindingar og viðskipti við erlendan gjaldmiðil. Eftir því sem vaxtastig á Íslandi hefur farið hækkandi hefur orðið hagkvæmara að fjármagna rekstur og fjárfestingar í síauknum mæli í erlendri mynt og eftir því sem hlutdeild hins erlenda gjaldmiðils í tekjum og gjöldum fyrirtækisins vex, minnkar alla jafna áhættan við að binda skuldir og eignir í þeim gjaldmiðli. Samkeppnishæfni gjaldmiðilsins ræðst m.ö.o. einkum af vöxtum, verðbólgu og gengisflökti sem honum tengist. Samkeppnishæfni íslensku krónunnar er slök og hefur farið ört versnandi samkvæmt þessum mælikvarða og hefur tímans þungi straumur verið krónunni í óhag. Í opnu og frjálsu kerfi er niðurstaðan sú að sá gjaldmiðill gefur eftir sem ekki reynist samkeppnisfær. Í stað þess að tala um sjálfkrafa fjölmyntavæðingu er því í raun réttar að segja að krónan hafi ekki reynst samkeppnisfær sem gjaldmiðill og hefur atvinnulífið verið á undanhaldi frá krónunni vegna veikleika í hagstjórn. Hefur vaxandi fjöldi fyrirtækja valið aðra kosti enda þótt slíkri leið kunni einnig að fylgja óhagræði, kostnaður og áhætta.

Háir vextir á Íslandi og mikill vaxtamunur miðað við nálæg lönd hafa á hinn bóginn aukið áhuga erlendra fjárfesta á skammtíma fjárfestingum í íslenskum verðbréfum. Eftir að vaxtahækkunarferli Seðlabanka Íslands hafði staðið í á annað ár og stýrivextir verið ítrekað hækkaðir hófu erlendar fjármálastofnanir í ágúst 2005 að gefa út eigin bréf í íslenskum krónum, svonefnd jöklabréf. Hefur þessi útgáfa síðan vaxið að umfangi en þó sveiflast eftir aðstæðum hverju sinni. Í heild hafa verið gefin út jöklabréf fyrir u.þ.b. [500] milljarða króna til ársloka 2007 og þar af voru ennþá útistandandi um [400] ma. kr. Á meðan trúverðugleiki markaðarins var til staðar varð útgáfa jöklabréfa til þess að

styrkja gengi krónunnar. Af yfirlýsingum Seðlabanka Íslands er ljóst að um leið myndaðist hvati til að viðhalda háu vaxtastigi á Íslandi til að viðhalda sterku gengi krónunnar.

Vaxtamunur milli Íslands og Evrópu



Heimild: Seðlabanki Íslands, ECB

### 2.3. Lífeyrissjóðir og útlánastarfsemi

Lífeyrissjóðir eru stór hluti lánakerfisins. Útlán og verðbréfaeign þeirra nam 1.610 milljörðum króna í árslok 2007. Lán til fyrirtækja námu þá rúmum 160 milljörðum (10% útlána og verðbréfaeignar) og sjóðfélagalán 130 milljörðum (8% útlána og verðbréfaeignar). Útlán til fyrirtækja og einstaklinga hafa fram til þessa eingöngu farið fram í íslenskum krónum. Það kann hins vegar að breytast á næstunni því vitað er af áhuga lífeyrissjóða á því að bjóða upp á lán í erlendum gjaldmiðlum og eru sumir þeirra komnir langt í undirbúningi þess. Búast má við því að lánveitingar a.m.k. eins lífeyrissjóðs í erlendum gjaldmiðlum hefjist á þessu ári og munu aðrir sjóðir án efa sigla hratt í kjölfarið. Þetta er eðlilegt skref fyrir sjóðina í ljósi aukins vægis fjármunaeignar þeirra erlendis og vaxandi erlendra fjármunatekna.

### 2.4. Færsla bókhalds og ársreikninga í erlendri mynt

Önnur mikilvæg birtingarmynd fjölmyntavæðingar er færsla bókhalds og ársreikninga í erlendri mynt. Undanfarinn áratug hafa fjölmörg íslensk fyrirtæki haslað sér völl í Evrópu og víðar og starfsemi þeirra á erlendum mörkuðum vaxið hratt. Sameiningar og yfirtaka á erlendum fyrirtækjum hafa gert þessa þróun hraðari en ella. Til marks um leifturhraða þessarar þróunar má nefna fyrirbyggjandi opinberar tölur Seðlabanka Íslands um beina erlenda fjárfestingu og fjármunaeign Íslendinga erlendis, sem þó fela í sér vanmat vegna varfærins mats á verðmæti eigna sem ekki eru skráðar á markaði. Samkvæmt þessum upplýsingum nam bein fjármunaeign Íslendinga erlendis 23.724 m.kr. í lok árs 1998 en í árslok 2006 hafði hún vaxið í 952.092 m.kr. eða fertugfaldast að nafnvirði á aðeins átta árum. [Ath. bráðab.tölur f. 2007]. Íslenski markaðurinn er að sjálfsgöðu agnarsmár og felur því þessi hraða útrás í sér eðlilega og æskilega þróun íslenskra fyrirtækja sem vilja vaxa og ná aukinni hagkvæmni. Á útrásin sér ýmsar skýringar sem einkum verða raktar til þróunar mála á tíunda áratug

síðustu aldar. Aðild að EES-samninginum opnaði nýja markaði og áður óþekkt tækifæri til fjárfestingar og reksturs í Evrópu. Öflugir lífeyrissjóðir, einkavæðing bankakerfisins og hagstæðar aðstæður á erlendum fjármálamörkuðum auðvelduðu íslenskum fjárfestum að færa út starfsemi sína erlendis.

Í samræmi við stórauðna alþjóðavæðingu íslenskra fyrirtækja var ákveðið að heimila fyrirtækjum að færa bókhald sitt og semja ársreikninga í erlendri mynt frá og með árinu 2002<sup>2</sup>. Hefur þeim félögum fjölgað sem ákveðið hafa að nýta sér þennan möguleika. Samkvæmt upplýsingum ársreikningaskrár ríkisskattstjóra hafa, í maí 2008, 219 félög heimild til að vera með bókhald sitt og semja ársreikninga sína í öðrum gjaldmiðli en íslenskum krónum.

Skipting eftir gjaldmiðlum er þannig að 112 félög eru með dollara, 77 félög með evru, 21 með sterlingspund og fimm gjaldmiðlar skiptast á 9 félög. Allmörg félög, umfram þessi 219, hafa haft þessa heimild en eru annað hvort hætt starfsemi (afskráð) eða hafa sameinast öðrum félögum. Framan af sóttu fleiri fyrirtæki um að gera upp í bandaríkjadal en undanfarið hafa fleiri óskað heimildar um að gera upp í evru.

Fremur lítið er um stærri félög í þessum hópi en þó er 31 félag<sup>3</sup> sem beitir alþjóðlegum reikningsskilastöðlum við reikningsskil sín, þar af 13 félög skráð í Kauphöllinni. Skiptast þau þannig að 14 eru með evruna, þar af átta skráð félög, 14 eru með bandaríkjadollara, þar af fjögur skráð félög og tvö með sterlingspund, þar af annað skráð félag. Eitt óskráð félag er með japanskt yen.

Nokkur fjöldi íslenskra fyrirtækja hefur meginhluta tekna og gjalda í erlendri mynt. Hjá slíkum félögum sem starfa orðið á alþjóðlegum markaði og fjármagna rekstur sinn að mestu með lánum í erlendri mynt en nota íslenskar krónur sem uppgjörsmýnt, er fjármagnsliðurinn í rekstrinum mjög næmur fyrir breytingum á gengi íslensku krónunnar. Þegar krónan veikist sýnir þessi liður óinnleyst gengistap og hefur það oft mikil áhrif á afkomu og eigið fé fyrirtækja í slíkri stöðu. Getur oft og tíðum verið erfitt að skýra slíkar sviptingar í rekstrinum fyrir erlendum fjárfestum og lánastofnunum. Er margt sem mælir með því fyrir slík félög að taka upp erlenda uppgjörsmýnt þar sem slík breyting er líkleg til að tryggja meiri stöðugleika í afkomu, eigið fé og arðgreiðslum til hluthafa. Þá getur aðgangur að erlendum fjármálamörkuðum orðið auðveldari þar sem einfaldara verður að skýra fjárhagsstöðu fyrirtækisins fyrir erlendum fjárfestum og lánastofnunum og möguleikar á útgáfu skuldabréfa í erlendri mynt verða meiri en ella. Gengisáhætta verður vissulega áfram fyrir hendi í rekstrinum þrátt fyrir upptöku erlendarar myntar í bókhaldi, þar sem áfram eru til staðar tekjur, gjöld, skuldir og eignir í öðrum gjaldmiðlum, en hún verður samt oftast mun minni en þegar gert er upp í íslenskum krónum.

## 2.5. Skráning hlutabréfa í erlendri mynt

<sup>2</sup> Núgildandi lagaákvæði um þetta efni er að finna í lögum nr. 3/2006 um ársreikninga, sbr. 7.-10. gr. laganna.

<sup>3</sup> Meðal þessara aðila eru þessi félög: Landsvirkjun, CVC á Íslandi ehf, Össur hf, Loftleiðir-Icelandic ehf, Flaga Group hf, Sjóvík ehf, , Flugfélagið Atlanda ehf, Avion Aircraft Trading hf, Bakkavör Group hf, Atorka Group hf, Exista hf, Hlutfélagið Eimskipafélag Íslands, Icelandic Group hf, Actavis Group hf, Eignarhaldsfél. Farice ehf, Alfesca hf, Farice hf, Hampiðjan hf, Marel Food Systems hf, Landsbanki fasteignarfélag ehf og Straumur-Burðarás fjárfestingarbanki hf.

Vaxandi áhugi hefur verið á því meðal skráðra íslenskra fyrirtækja sem starfa á alþjóðlegum mörkuðum og hafa tekið upp erlenda starfrækslummynt að skrá hlutafé sitt einnig í sömu mynt. Hafa nokkur félög tekið ákvörðun um slíka breytingu og önnur lagt drög að henni. Óheppilegt er að verðmæti íslenskra fyrirtækja sem starfa á alþjóða markaði sveiflist eftir gengisflökti íslensku krónunnar. Slíkar sviptingar fæla erlenda fjárfesta frá félögunum og viðskiptum á íslenska markaðnum almennt. Tilgangur þess að skrá hlutaféð í erlendum gjaldmiðli er því einkum sá að ná fram auknum stöðugleika í verði hlutabréfa.

Samkvæmt hlutafélagalögum er það í valdi hluthafafunda að ákveða að skrá hlutabréf félags í erlendum gjaldmiðli og eru engin önnur ákvæði laga sem takmarka rétt félaga til að taka slíka ákvörðun. Engu að síður hafa verið annmarkar á að hefja skráningu og viðskipti með hlutabréf í erlendum gjaldmiðli hér á landi og hafa slík viðskipti ekki ennþá komist til framkvæmda. Seðlabanki Íslands, sem er umsagnaraðili um greiðslukerfi í notkun hér á landi, gerði athugasemdir við áform Straums-Burðaráss um að hefja skráningu hlutabréfa sinna í evrum sl. haust. Taldi Seðlabankinn að lagastoð skorti fyrir því að lokauppgjör hvers dags færi í gegnum stórgreiðslukerfi annars banka en Seðlabanka Íslands.

Nú liggur fyrir Alþingi frumvarp til laga um breytingu á lögum nr. 131/1997, um rafræna skráningu verðbréfa og er frumvarpið afrakstur starfs nefndar viðskiptaráðherra sem fór yfir lagaákvæði er varða uppgjör innlands hlutafjár sem skráð er í erlendri mynt. Komst nefndin að þeirri niðurstöðu að það væru ekki annmarkar við skráningu sem yllu vanda hvað varðar viðskipti með verðbréf í erlendum gjaldmiðli heldur hvar og hvernig peningalegt uppgjör slíkra viðskipta skyldi fara fram. Væri í raun engin ákvæði að finna í íslenskri löggjöf um uppgjör verðbréfa sem skráð eru í erlendri mynt og fæli þetta í sér óvissu og tafir á framkvæmd. Eru því í frumvarpinu lagðar til breytingar á 15. gr. laganna til að tryggja að peningalegt uppgjör verðbréfa sem skráð eru í erlendum gjaldmiðlum í íslenskri verðbréfamistöð geti óhindrað farið fram með því að verðbréfamistöð hafi milligöngu um uppgjör slíkra verðbréfa.

Þá hefur Verðbréfaskráning Íslands unnið að því í samstarfi við Seðlabanka Finnlands að bankinn taki að sér að annast uppgjör viðskipta í evrum. Sú framkvæmd hefur tafist þar sem Seðlabanki Finnlands var að innleiða nýtt stórgreiðslukerfi, en vonast er til að mögulegt verði að hefja viðskipti með hlutabréf í evrum í haust.

## *2.6. Launagreiðslur tengdar erlendum gjaldmiðlum*

Að undanfögnu hefur komið fram aukinn áhugi launamanna og fyrirtækja á að taka upp launagreiðslur að hluta tengdar erlendum gjaldmiðli, enda getur slíkt fyrirkomulag verið báðum aðilum til hagsbóta. Almennungi hefur staðið til boða að taka lán tengd erlendum gjaldmiðli til húsnæðis- og bílakaupa á mun lægri vöxtum en lán í íslenskum krónum og hafa nýtt sér slíkt í vaxandi mæli. Í því felst þó að sjálfsögðu gengisáhætta. Því getur verið skynsamlegt fyrir launafólk að semja um launagreiðslur sem að hluta tengjast erlendum gjaldmiðli og draga þar með úr gengisáhættu. Slíkt hentar að sjálfsögðu einnig erlendum starfsmönnum sem starfa hér tímabundið.

Launagreiðslur í erlendri mynt geta sömuleiðis hentað vel fyrirtækjum sem eru að hluta með tekjur í erlendum gjaldmiðlum og gera jafnvel upp rekstur sinn í erlendri mynt enda hafa ýmis fyrirtæki greitt stjórnendum og/eða gert kaupréttarsamninga við starfsfólk sitt í erlendri mynt. Getur því verið

hagræði af því að greiða einnig laun starfsmanna hér á landi að hluta eða öllu leyti í erlendum gjaldmiðli og draga þannig úr gengisáhættu.

Raunar skal minnt á að í sjávarútvegi hefur hlutaskiptakerfi tíðkast áratugum saman sem felur í sér að laun sjómanna nema ákveðinni hlutdeild af aflaverðmæti. Laun sjómanna ákvarðast þannig af aflabrogðum og fiskverði og eru því óbeint tengd gengi erlendra gjaldmiðla. Sjávarútvegurinn hefur þannig einnig að þessu leyti gengið lengra í fjölmyntavæðingu en aðrar atvinnugreinar.

Í kjarasamningum á almennum vinnumarkaði þann 17. febrúar sl. var að finna mikilvæga opnun í þessu efni þar sem samið var um að bæta sérstökum kafla í kjarasamninga sem kveður á um að heimilt skuli að greiða hluta fastra mánaðarlauna í erlendum gjaldmiðli eða tengja hluta fastra mánaðarlauna við gengi erlends gjaldmiðils með samkomulagi starfsmanns og atvinnurekanda. Fól samningurinn í sér tæknilega útfærslu á fyrirkomulagi slíkra launagreiðslna í erlendum gjaldmiðli. Þá var samið um að starfsmanni og atvinnurekanda skuli heimilt að semja um að yfirvinna, vaktaálög, bónusar og aðrar greiðslur verði gerðar upp að hluta eða öllu leyti í erlendum gjaldmiðli.

### *2.7. Önnur útgjöld og viðskipti milli fyrirtækja*

Nokkur dæmi eru um að verðlagning í samningum milli innlendra fyrirtækja sé bundin erlendum gjaldmiðli. Auk fjármálagerninga er slíkt fyrirkomulag raunar algengt í ferðaþjónustu milli ferðaskrifstofa, flugfélaga og hótela. Dæmi um samninga af þessum toga þekkjast einnig í öðrum atvinnugreinum, t.d. í byggingariðnaði og verktakastarfsemi.

Ýmis önnur viðskipti milli innlendra fyrirtækja tengd erlendum gjaldmiðli geta oft verið báðum aðilum hagfelld og er því auðvelt að ímynda sér að þau muni þróast áfram. Má sem dæmi nefna viðskipti milli annars vegar birgja sem flytur inn vörur og greiðir fyrir í erlendra mynt og hins vegar framleiðslu- eða þjónustufyrirtæki sem selur vörur eða þjónustu að hluta í erlendum gjaldmiðli. Annar eða báðir aðilar eru hugsanlega með fjármögnun og jafnvel uppgjör í erlendra mynt. Í slíkum tilvikum getur það hentað báðum aðilum og dregið úr gengisáhættu að viðskiptin séu tengd erlendum gjaldmiðli.

### *2.8. Viðskipti innanlands milli fyrirtækja og neytenda og áhrif greiðslumiðlunar*

Að undanskildum viðskiptum við erlenda ferðamenn og útlánun og innlánun bankanna í erlendum gjaldmiðlum eru ennþá fá dæmi þess að viðskipti innanlands milli fyrirtækja og neytenda fari fram í erlendum gjaldmiðli.

Verði hér áfram ríkjandi hávaxtastefna og einstaklingar sækist í auknum mæli eftir lánsfé til húsnæðis- og bílakaupa í erlendum lánum og fái í auknum mæli greidd laun í eða tengd erlendum gjaldmiðli, má ímynda sér að aukinn áhugi komi fram um að eiga einnig ýmis önnur almenn viðskipti í erlendum gjaldmiðlum og/eða verðleggja vöru og þjónustu í erlendum gjaldmiðlum.

Fyrir slíkri þróun er þó sú hindrun að hið opinbera innlenda greiðslumiðlunarkerfi er aðeins í íslenskum krónum. Jafnframt ber að hafa hugfast að vægi rafrænnar greiðslumiðlunar er mjög mikið hér á landi og fer stöðugt vaxandi. Aðstæður eru því að þessu leyti ekki sambærilegar við skilyrði t.d. í löndum Mið- og Suður-Ameríku eða á Balkanskaga þar sem erlend mynt hefur verið tekin upp.

Rétt er að hafa í huga hvaða kröfur eru gerðar á vettvangi greiðslumiðlunar, innlendar sem erlendar. Hér á landi eru starfrækt þrjú greiðslukerfi: 1) stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands, en um það fara öll greiðslufyrirmæli 10 m.kr. eða hærri og er gert upp um leið og innstæða á reikningi leyfir; 2) jöfnunarkerfi (JK-kerfi) Fjölgreiðslumiðlunar, en um það fara smærri greiðslur og fer uppgjör milli fjármálafyrirtækja fram með jöfnun tvisvar á sólarhring í gegnum stórgreiðslukerfi Seðlabankans og 3) verðbréfa-uppgjörskerfið, þar sem sambærileg aðferðafræði er notuð og í JK-kerfinu. Seðlabanki Íslands gegnir tvíþættu hlutverki varðandi greiðslumiðlun; rekstur stórgreiðslukerfisins annars vegar og yfirsýn og eftirlitshlutverk hins vegar. Á þetta við um greiðslumiðlun í krónum. Þá skal minnt á að greiðslumiðlunarkerfi fela m.a. í sér könnun á heimildum fyrir greiðslufyrirmælum og eru t.d. sjálfvirkir sn. heimildarlásar í jöfnunarkerfinu. Uppgjörstryggingar þátttakenda (fjármálafyrirtækja) eru enn fremur mikilvægur þáttur í skilvirkri greiðslumiðlun og nauðsynlegar frá sjónarmiði öryggis fjármálakerfisins, en tryggingafjárhæðir ráðast af umsömdum heimildum fjármálafyrirtækja á hverjum tíma.

Þegar um greiðslumiðlun og uppgjör í erlendum gjaldmiðli er að ræða á Seðlabanki Íslands hins vegar ekki beina aðild að framkvæmdinni og ber ekki ábyrgð á uppgjöri. Seðlabanki Íslands getur m.ö.o. aðeins rekið greiðslumiðlunarkerfi í eigin mynt, þ.e. íslenskri krónu. Hvað varðar möguleika á almennt greiðslumiðlun hér á landi í erlendum gjaldmiðli, reynir á vilja og getu innlendra fjármálafyrirtækja. Kjósi íslenskt fjármálafyrirtæki að standa að baki greiðslumiðlun í erlendri mynt, getur það samkvæmt reglum Alþjóðagreiðslubankans (BIS) aðeins gerst í samstarfi við erlendan seðlabanka með líkum hætti og lýst er í kafla 2.5 um samstarf við Seðlabanka Finnlands varðandi uppgjör viðskipta með hlutabréf í evrum.

Greiðslukerfi í verslunum og fyrirtækjum fyrir debet- og kreditkort, greiðslur í heimabönkum, hraðbönkum o.fl. bjóða almennt ekki upp á að nota aðra gjaldmiðla en íslenska krónu, auk þess sem kostnaður fylgir gjaldeyrisyfirfærslum. Tæknilegar lausnir eru þó að hluta til staðar og eru til dæmis í notkun í fríhafnarverslunum.

Hvað sem þessu líður virðist það engu að síður mat verslunarinnar að verulegt óhagræði og kostnaður myndi fylgja því fyrir almennar verslanir og fyrirtæki í landinu að vera með í gangi tvíþætt verð, verðmerkingar, uppgjör og bókhald fyrir allar helstu vörutegundir. Má því telja ólíklegt að verslunar- og þjónustufyrirtæki muni í bráð hafa frumkvæði að slíkri breytingu, þótt slíkt gæti breyst vegna utankomandi krafna eða tækniframfarum. Er því líklegt að þróun til aukinnar notkunar erlendra gjaldmiðla í almennum viðskiptum milli neytenda og fyrirtækja innanlands verði fyrst í stað á afmörkuðum sviðum t.d. í viðskiptum með dýrari innfluttar vörur.

## *2.9. Kjarasamningar tengdir erlendum gjaldmiðlum*

Kjarasamningar milli SA og stéttarféлага í erlendum gjaldmiðli í stað krónu væri stórt stökk á leið fjölmyntavæðingar og það sem beinlínis væri á færi samtakanna til þess að stuðla að þeirri þróun. Sú leið virðist þó ekki eiga upp á pallborðið hjá verkálýðshreyfingunni ef marka má viðbrögð talsmanna hennar við umræðun um vaxandi vægi erlendra gjaldmiðla í íslensku efnahagslífi. Að mati þeirra myndi misskipting auðs og ójöfnuður aukast ef einkaaðilar fari t.d. að nota evrur í öllum sínum viðskiptum.

### 3. Hvert vill atvinnulífið stefna, hverjar verða afleiðingarnar og hvaða ráðstafanir kallar það á?

Árið 2001 hafði fastgengisstefna komist í þrot og var þá tekið upp núverandi fyrirkomulag fljótandi gengis og verðbólguþéttis. Á þeim tíma gerðu Samtök atvinnulífsins sérstaka athugun á hugsanlegum leiðum í peningamálum og komust að þeirri niðurstöðu er rétt væri að gefa nýrri stefnu tækifæri og láta reynslu á komandi misserum skera úr um hvort hún reyndist viðunandi eða hvort æskilegt væri að stefna að gjaldmiðilssamstarfi. Nú eru liðin rúm sjö ár og ljóst að fyrirkomulagið hefur ekki reynst vel þar sem það markmið sem að var stefnt hefur ekki náðst. Peningastefnan fellur á prófi á grundvelli allra helstu mælikvarða, þ.e. varðandi verðbólgu, vexti og stöðugleika gengis, og þar af leiðandi hefur krónan ekki reynst samkeppnisfær sem gjaldmiðill. Samkvæmt niðurstöðu SA frá árinu 2001 ætti því að stefna að gjaldmiðilssamstarfi. Engin pólitísk niðurstaða liggur þó fyrir um það efni, en skoða þarf málið vel m.a. í ljósi fjölmyntavæðingar í atvinnulífinu undanfarin ár og hvort áframhaldandi þróun í þá átt væri skynsamleg og e.t.v. óhjákvæmileg.

Spyrja má hvort fjölmyntavæðing atvinnulífsins sé æskileg eða óæskileg og hvort hún leiði til betra eða verra ástands en nú er. Er vilji til þess að hörfa til baka í krónur, er óbreytt ástand viðunandi eða er frekari þróun æskileg? Ekki verður séð að fyrirtæki telji almennt að núverandi ástand sé viðunandi og því síður að til álita komi að hörfa til baka. Með hliðsjón af því að þróunin undanfarin ár hefur að mestu verið markaðsdrifin og afleiðing af vali atvinnulífsins um að styðjast í auknum mæli við aðra gjaldmiðla en íslensku krónuna má telja líklegt að áframhaldandi þróun í sömu átt sé æskileg.

Þá vaknar sú spurning hvort Samtök atvinnulífsins eigi að beita sér til að ýta undir eða auðvelda frekari þróun og þá í hverju slíkar aðgerðir gætu falist eða hvort samtökin eigi að vera hlutlaus í þessu efni.

Ýmsir hafa fullyrt að sjálfsprottin fjölmyntavæðing sé versti kosturinn í gjaldmiðilsmálinu og vaknar m.a. sú spurning hvaða afleiðingar það kunni að hafa ef atvinnulífið eða samtök þess lýsa beint eða óbeint vantrausti á ríkjandi mynt í landinu. Þá liggur fyrir að samkvæmt lögum nr. 22/1968 um gjaldmiðil Íslands er íslenska krónan lögeyrir í landinu. Þótt lögin fjalli einkum um einkarétt Seðlabanka Íslands til að gefa út peningaseðla, verður 3. gr. laganna vart skilinn á annan veg en þann að viðskiptaaðilar eigi almennt rétt á því að eiga viðskipti í íslenskri krónu innanlands kjósi þeir það<sup>4</sup>. Viðskipti innanlands í öðrum gjaldmiðli en krónu geti því aðeins verið valkvæð og háð vilja og samþykki beggja aðila. Gildir þetta einnig um launagreiðslur í erlendum gjaldmiðli. Auk þessa þarf m.a. að huga að því hvaða afleiðingar það gæti haf t fyrir gengi íslensku krónunnar ef þróunin verður hröð í átt til tvöfalds myntkerfis.

Á hinn bóginn má benda á að fullyrðingin um að sjálfsprottin fjölmyntavæðing sé versti kosturinn hefur fremur lítt verið rökstudd, en virðist grundvallast á viðhorfum frá sjónarhóli peningastefnunnar. Frá sjónarhóli atvinnulífsins getur slíkt viðhorf tæpast staðist. Ella hefðu fyrirtæki tæpast valið þessa leið í stórauðnum mæli.

---

<sup>4</sup> 3. gr. laganna er svohljóðandi: „Peningaseðlar þeir, sem Seðlabanki Íslands lætur gera og gefur út, og peningar þeir, sem hann lætur slá og gefur út, skulu vera lögeyrir í allar greiðslur hér á landi með fullu ákvæðisverði.“

Auk þess þarf að spyrja hvaða afleiðingar það gæti haft ef ekkert er að gert og engin viðleitni höfð í frammi til þess að auðvelda áframhaldandi fjölmyntavæðingu í atvinnulífinu. Má þar sem dæmi nefna viðskipti með verðbréf í erlendum gjaldmiðli. Ljóst er að það mun hafa mjög alvarlegar afleiðingar fyrir kauphallarviðskipti hér á landi ef ekki verður sem fyrst komið á uppgjöri viðskipta í evrum þannig að slík viðskipti geti hafist. Myndu fyrirtæki þá skrá sig í erlendum kauphöllum og viðskipti færast þangað. Er hætt við að hindranir af þessum toga gætu orðið til þess að fjármálafyrirtæki flytji höfuðstöðvar sínar úr landi.

Nú, eftir síðustu gengislækkun krónunnar er hagstæðara fyrir heimilin að taka erlend lán ef þau eru á annað borð í boði á viðráðanlegum kjörum. Þetta á bæði við um lán til skemmri tíma og til lengri tíma vegna þess að krónan er á lágu verði nú í sögulegu samhengi og gengi hennar mun væntanlega fara hækkandi þegar rofar til á fjármálamörkuðum. Mikið er rætt um hvernig fara muni á næstu tveimur árum þegar möguleiki opnast til að endurskoða vexti á húsnaðislánum banka til einstaklinga sem tekin voru á árunum 2004 og 2005. Ef íslensku fjármálafyrirtækin búa við eðlilegan aðgang að alþjóðlegum fjármálamörkuðum og krónan hefur ekki hækkað um of er augljóst að endurfjármögnun á húsnaðislánum bankanna með erlendum lánum verður aðlaðandi kostur fyrir mjög marga einstaklinga. Sérstaklega væri sá kostur spennandi ef fjármálafyrirtækin gætu byggt sjálfvirkar áhættuvarnir gegn miklum sveiflum inn í slík lán, t.d. að greitt væri hraðar af láni þegar gengi krónunnar er hátt og hægar þegar ge ngið tekur dýfu.

Þegar fyrirtæki og heimili taka ákvarðanir um aukna fjölmyntavæðingu er það gert í því skyni að auka hagkvæmni með því að lækka kostnað og minnka áhættu. Stundum er hægt að gera hvort tveggja í einu s.s. þegar útflutningsfyrirtæki taka erlend lán en mjög oft er verið að meta lægri kostnað af notkun erlends gjaldmiðils á móti aukinni áhættu og oft getur áhættan verið minni til lengri tíma en til skemmri tíma. Síðan þegar ákvörðun hefur verið tekin um að nota erlendan gjaldmiðil til að ná niður kostnaði er næsta skref að ná niður áhættu. Í öllu falli eru fyrirtæki að leita eftir auknum stöðugleika í starfsskilyrðum með því að auka fjölmyntavæðingu sína.

Fjölmyntavæðing kann að ganga svo langt að hún stuðli að auknum stöðugleika. Við þær aðstæður væri verðlag vöru og þjónustu bæði ákvarðað og gefið upp í erlendum gjaldmiðli og þá myndi verðbólga fyrst og fremst verða mæld á grundvelli erlendra verðbreytinga. Eftir því sem hagkerfið er fjölmyntavæddara þurfa fyrirtæki og heimili að takast á við breytingar í umhverfi og starfsskilyrðum og innri breytingar á grundvelli annarra gjaldmiðla en krónunnar. Það eitt og sér myndi létta álagi á krónuna og þörf fyrir að beita peningastefnu við hagstjórn. Ef fjármál hins opinbera væru í eðlilegum farvegi og hömluðu gegn þensluættu ekki að vera sérstök verðbólgutílefni í hagkerfinu umfram viðskiptalöndin. Vissulega er það alltaf svo að á uppgangstímum er þrýstingur á verðhækkunir og óábyrgir kjarasamningar leiða til hækkunar verðlags en nauðsynlegt er að gera greinarmun á verðbólgu sem er viðvarandi vegna þess að henni er fylgt eftir eða sköpuð með óábyrgri stefnu í opinberum fjármálum og peningamálum og verðbólgu sem á sér ekki peningalegar skýringar og mun hjaðna aftur þegar frá líður.

Það er hugsanlegt að fjölmyntavæðing verði svo víðtæk að Seðlabankinn telji ekki þörf fyrir háa vexti í því skyni að stuðla að innstreymi erlendra gjaldmiðla til fjárfestinga í fjárskuldbindingum í krónum. Við slíkar aðstæður gæti krónan orðið stöðug á nýjan leik. Við slík skilyrði yrði hóflegur vaxtamunur á milli krónunnar og erlendra gjaldmiðla og krónan ekki áhugaverður fjárfestingarkostur fyrir aðila sem

stunda vaxtamunarviðskipti. Fjölmyntavæðingin sem slík stuðlar ekki að veikingu gengis krónunnar að því gefnu að uppbygging eigna og skulda í erlendum gjaldmiðlum fari nokkurn veginn saman. Því til staðfestingar má nefna að á þeim tíma sem fjölmyntavæðingin hefur verið að aukast hefur gengi krónunnar bæði hækkað og lækkað. Gengissveiflurnar hafa fyrst og fremst átt rætur að rekja til vaxtastefnunnar en ekki til aukinnar fjölmyntavæðingar og frekari þróun í þeim efnum ætti ekki skapa sérstakan þrýsting á lækkun krónunnar.

#### 4. Niðurstaða

Fjölmyntavæðing atvinnulífsins, í þeim skilningi að aukinn hluti eigna og skulda, tekna og gjalda hjá fyrirtækjum og heimilum, færist yfir í aðra erlenda gjaldmiðla hefur verið að þróast yfir langt tímabil. Aðild Íslands að samningnum um Evrópska efnahagssvæðið, sem kom til framkvæmda frá ársbyrjun 1994, og ákvæði hans um frjálsa fjármagnsflutninga til og frá landinu og óheft gjaldeyrisviðskipti mörkuðu þáttaskil í þeirri þróun.

Hlutverk Samtaka atvinnulífsins og annarra samtaka í atvinnulífinu í þessari þróun hefur jafnan verið að vinna að því að fella niður allar hindranir fyrir fjölmyntavæðingu þannig að fyrirtæki hefðu alla möguleika til þess að velja á milli gjaldmiðla eftir því sem þarfir þeirra hafa gefið tilefni til. Þetta verður áfram hlutverk Samtaka atvinnulífsins. Fjölmyntavæðingin verður hins vegar alltaf knúin áfram af eftirspurn eða þörfum atvinnulífsins og heimilanna.

Íslenska krónan er í samkeppni við aðra gjaldmiðla og íslensk fyrirtæki og heimili hafa sífellt meiri möguleika til þess að nota þá í stað krónunnar. Fyrirtækin og heimilin eru sífellt að reyna að bæta stöðu sína ýmist með því að lækka kostnað eða minnka áhættu eftir föngum. Sú viðleitni leiðir til síaukinnar fjölmyntavæðingar meðan krónan er ekki samkeppnishæf.

Aukning skuldsetningar fyrirtækja í erlendum gjaldmiðlum hefur verið hröð síðustu ár samhliða gríðarlegum vexti í þróun útlána innlánsstofnana og á allra síðustu misserum hafa erlend lán til heimila einnig aukist mikið. Í lánakerfinu í heild námu gengisbundnar skuldbindingar um 25% heildarútlána í árslok 1997, en í árslok 2007 hafði vægi þeirra nánast tvöfaldast í tæplega 50%. Hlutdeild gengisbundinna skuldbindinga atvinnulífsins er talsvert hærri en þegar horft er til útlána í heild. Hún nam tæplega 30% í árslok 1997 en hafði vaxið í röklega 60% í árslok 2007 og tæplega 70% í lok mars 2008. Í árslok 2007 var hlutdeild gengisbundinna lána hæst í sjávarútvegi, 92,5%, þá kom verslun með 69,0% hlutdeild, samgöngur 62,5% og þjónustustarfsemi 62,1%. Í árslok 2007 voru 13% af heildarskuldum heimila við lánakerfið gengisbundnar. Gengisbundin útlán innlánsstofnana til heimila námu 16,7% heildarútlána í árslok 2007 og í marslok 2008 hafði hlutfallið hækkað í 22,3%.

Lífeyrissjóðir eru stór hluti lánakerfisins. Hingað til hafa lánaveitingar þeirra alfarið verið í íslenskum krónum en það kann að breytast á næstunni því vitað er um áform lífeyrissjóða að bjóða upp á lánveitingar í erlendum gjaldmiðlum þegar á þessu ári. Ef lánveitingar lífeyrissjóða í erlendum gjaldmiðlum aukast mun það út affyrir sig leiða til aukins áhuga sjóðfélaga á því að tengja hluta launa sinna við erlenda gjaldmiðla. Ef endurskoðun á vaxtakjörum á verðtryggðum húsnæðislánunum bankanna leiðir til verri kjara fyrir lántakendur getur endurfjármögnun lánanna með erlendum lánum orðið aðlaðandi kostur bæði fyrir lántakendur og bankana.

Færsla bókhalds og ársreikninga í erlendri mynt er önnur birtingarmynd fjölmyntavæðingar en heimild til þess fékkst árið 2002. Í maí 2008 hafa 219 starfandi félög heimild til að vera með bókhald og ársreikninga í erlendum gjaldmiðlum. Félög með meginhluta tekna og gjalda í erlendri mynt sjá sér hag í því að taka upp erlenda uppgjörsmýnt þar sem slík breyting er líkleg til að tryggja meiri stöðugleika í afkomu, eigin fé, arðgreiðslum til hluthafa og auðveldað aðgang að erlendum fjármálamörkuðum.

Vaxandi áhugi hefur verið á því meðal skráðra íslenskra fyrirtækja sem starfa á alþjóðlegum mörkuðum og hafa tekið upp erlenda starfrækslummynt að skrá hlutafé sitt einnig í sömu mynt. Hafa nokkur félög tekið ákvörðun um slíka breytingu og önnur lagt drög að henni. Tilgangur þess að skrá hlutaféð í erlendum gjaldmiðli er því einkum sá að ná fram auknum stöðugleika í verði hlutabréfa. Verðbréfaskráning Íslands hefur unnið að því í samstarfi við Seðlabanka Finnlands að bankinn taki að sér að annast uppgjör viðskipta í evrum og verður hægt að hefja viðskipti með hlutabréf í evrum innan skamms.

Nokkur áhugi launafólks og fyrirtækja er á því að taka upp launagreiðslur að hluta í erlendum gjaldmiðli, enda getur slíkt fyrirkomulag verið báðum aðilum til hagsbóta. Áhugi launafólks tengist auknum skuldum heimila í erlendum gjaldmiðli til húsnæðis- og bílakaupa því skynsamlegt er fyrir launafólk með skuldir í erlendum gjaldmiðlum að taka hluta launa sinna í erlendum gjaldmiðli og draga þar með úr gengisáhættu.

Í kjarasamningum á almennum vinnumarkaði þann 17. febrúar síðastliðinn var sérstökum kafla bætt við kjarasamninga sem kveður á um að heimilt skuli að greiða hluta launa í erlendum gjaldmiðli eða tengja hluta þeirra við gengi erlends gjaldmiðils með samkomulagi starfsmanns og atvinnurekanda. Búast má við því að þróun í þá átt hafi farið hægar af stað en ella vegna gengislækkunar krónunnar en ef og þegar krónan hækkar á ný má ætla að aukin ásókn verði í tengingu launa við erlenda gjaldmiðla frá þeim heimilum sem skuldsett eru í erlendum gjaldmiðlum.

Nokkur dæmi eru um að samningar og viðskipti milli innlendra fyrirtækja séu bundin erlendum gjaldmiðli. Auk fjármálagerninga er slíkt fyrirkomulag raunar algengt í ferðaþjónustu milli ferðaskrifstofa, flugfélaga og hótela. Dæmi um samninga af þessum toga þekkjast einnig í öðrum atvinnugreinum, t.d. í byggingariðnaði og verktakastarfsemi. Ýmis önnur viðskipti milli innlendra fyrirtækja tengd erlendum gjaldmiðli geta oft verið báðum aðilum hagfelld og því má búast við að þau muni þróast áfram.

Enn eru fá dæmi þess að viðskipti innanlands milli fyrirtækja og neytenda fari fram í erlendum gjaldmiðli, að undanskildum viðskiptum við erlenda ferðamenn. Fyrir slíkri þróun er þó sú hindrun að opinber innlend greiðslumiðlun er aðeins í krónum og ekki fyrirsjáanlegt að komið verði á skilvirkri og hagkvæmri greiðslumiðlun í erlendum gjaldmiðlum sem þó sýnist nauðsynleg fyrir atvinnulífið, ef slíkt skref yrði tekið. Þá bjóða bókhalds- og greiðslukerfi í verslunum og fyrirtækjum almennt ekki upp á að nota aðra gjaldmiðla en íslenska krónu og er líklegt að mikill kostnaður myndi fylgja því að leyfa almennt notkun fleiri en eins gjaldmiðils. Að mati verslunarinnar yrði verulegt óhagræði og kostnaður fylgjandi því að hafa tvíþætt verð, verðmerkingar og bókhald. Má því telja ólíklegt að verslunar- og þjónustufyrirtæki muni í bráð hafa frumkvæði að slíkri breytingu, þótt slíkt gæti breyst vegna utankomandi krafna eða tækniframfarra.

Kjarasamningar í öðrum gjaldmiðli en krónu væri stórt stökk á leið fjölmyntavæðingar. Sú leið virðist þó ekki á næsta leiti, a.m.k. ekki að frumkvæði verkálýðsfélaga, ef marka má opinber ummæli forystumanna verkálýðshreyfingarinnar sem telja slíka þróun leiða til aukins ójöfnuðar og misskiptingar.

Hlutdeild krónunnar hefur minnkað umtalsvert í lánaviðskiptum á undanförunum árum. Fyrirtæki hafa flúið hið háa innlenda vaxtastig með því að taka lán í erlendum gjaldmiðlum og sama gerðu heimilin þegar þeim stóð það til boða. Gengistryggð lán hafa komið í stað verðtryggðra lána. Sú þróun mun án efa halda áfram. Færsla bókhalds og ársreikninga í erlendum gjaldmiðlum mun fara vaxandi sem og skráning hlutafjár. Fyrirtæki munu í vaxandi mælieiga viðskipti sín í millum með tengingum við erlenda gjaldmiðla. Tenging launa við erlenda gjaldmiðla mun fara vaxandi þótt ekki séu horfur á gerð kjarasamninga í öðrum gjaldmiðlum en krónum enn um sinn. Allir þessir þættir stuðla að minnkandi hlutdeild krónunnar í viðskiptalífínu, sem, auk víðtækrar verðtryggingar og lánastarfsemi Íbúðalánasjóðs, gerir peningamálastefnu Seðlabankans bitlitla og óskilvirka. Að óbreyttu mun því óbreytt peningastefna festa krónuna í fjötra hárra vaxta og stuðla að áframhaldandi sveiflum í gengi krónunnar sem í sjálfu sér nærir áframhaldandi fjölmyntavæðingu.

Sem fyrr segir eru víðtæk viðskipti milli fyrirtækja og neytenda í erlendum gjaldmiðli ekki fyrirsjáanleg á næstunni. Það sem hugsanlega gæti hrundið af stað slíkri atburðarás er viðvarandi mikil og sveiflukennd verðbólga og vaxandi vantrú á krónunni. Þótt krónan eigi undir högg að sækja um þessar mundir er ólíklegt að verðbólgan verði svo óviðráðanleg að slíkt ástand sé framundan. Í stað þess eru meiri líkur á því að landsmönnum takist að komast í gegnum yfirstandandi erfiðleika í þjóðarþúskapnum og betra jafnvægi komist á en ríkt hefur undanfarið. Eftir stendur að markaðshlutdeild krónunnar mun halda áfram að minnka og fjölmyntavæðingin aukast skref fyrir skref.

Fjölmyntavæðingin á Íslandi er frábrugðin sams konar þróun í öðrum löndum að hin síðari ár hefur verðbólga ekki verið megindrífkrafturinn fyrir henni heldur háir vextir og miklar sveiflur í gengi krónunnar. Annars staðar hefur fjölmyntavæðing fyrst og fremst verið afleiðing mikillar verðbólgu. Það breytir hins vegar ekki því að fjölmyntavæðingin mun halda áfram meðan krónan er ekki nægilega samkeppnishæf á aðra mælikvarða sem gjaldmiðill.

Fyrirtæki hafa með fjölmyntavæðingu leitast við að auka hagkvæmni með því að lækka kostnað og draga úr áhættu. Fjölmyntavæðingin sem slík er því leið til þess að auka stöðugleika í rekstri og eftir því sem fjölmyntavæðingin gengur lengra festist stöðugleikinn sem fylgir sterkari gjaldmiðli betur í sessi. Krónan gefur vissulega eftir sem gjaldmiðill en hins vegar aukast líkurnar á því að hægt sé að halda gengi hennar stöðugu eftir því sem hlutdeild hennar minnkar. Lykilatriði í þeim efnum er að krónan sé sem minnst notuð í fjármagnsviðskiptum. Krónan getur þannig staðist sem stöðugur lítill gjaldmiðill ef hún verður ekki fyrir neinni umtalsverðri áraun og henni sé hlíft við áhrifum af sjálfstæðri peningastefnu.

Alþjóðlega fjármálakreppan sem nú gengur yfir hefur hægt á eða stöðvað um sinn þróun undanfarinna ára í átt til fjölmyntavæðingar vegna takmarkaðs aðgangs að erlendum gjaldmiðlum. Þegar lánsfjárkreppunni linnir mun að líkindum notkun erlendra gjaldmiðla aukast enn og hlutdeild krónunnar fara minnkandi. Fjölmyntavæðing eykur hins vegar ekki traust á fjármálakerfi Íslands og minnkar ekki þörf bankakerfisins fyrir lánveitanda til þrautavara í erlendum gjaldmiðlum, en í því sambandi er einkum litið til myntsamstarfs við aðrar þjóðir.