



B.Sc.

Viðskiptadeild

Gjaldeyrishöft við efnahagsá föll

Upptaka og afnám

Maí, 2020

Nafn nemanda: Gunnar Geir Baldursson

Kennitala: 290998 - 2049

Nafn nemanda: Þorbergur Steinn Þorvaldsson

Kennitala: 080698 - 2599

Leiðbeinandi: Axel Hall

Yfirlýsing um heilindi í rannsóknarvinnu

Verkefni þetta hefur hingað til ekki verið lagt inn til samþykkis til prófgráðu, hvorki héraðs né erlendis. Verkefnið er afrakstur rannsókna undirritaðra nema þar sem annað kemur fram og þar vísað til skv. heimildaskráningarstaðli með stöðluðum tilvísunum og heimildaskrá.

Með undirskrift minni staðfesti ég og samþykki að ég hafi lesið siðareglur og reglur Háskólans í Reykjavík um verkefnavinnu og skilji þær afleiðingar sem brot þessara reglna hafa í för með sér hvað varðar verkefni þetta.

Dagsetning

Kennitala

Undirskrift

Dagsetning

Kennitala

Undirskrift

Ágrip

Hagsaga Íslands síðustu 100 ára hefur einkennst af takmörkunum á utanríkisviðskipti í formi gjaldeyrishafta. Haftastefnan hófst árið 1931 sem neyðarúrræði við kreppunni miklu og voru höftin ekki afnumin fyrr en rúmum sex árutugum síðar. Íslendingar endurnýjuðu þó kynni sín við höft fremur skjótt enda voru þau innleidd á nýjan leik árið 2008 eftir hið fordæmalaus efnahagsáfall sem dundi á þjóðinni við fall bankanna. Þrátt fyrir að seinni haftasetningin hafi upphaflega verið skammtímalausn til að sporna við miklu útflæði fjármagns og hruni íslensku krónunnar voru þau ekki afnumin að mestu fyrr en árið 2017 þegar stjórnvöldum hafði loks tekist að leysa færsluvandann sem þau glímt höfðu við frá hruni.

Almennt teljast gjaldeyrishöft ekki til hefðbundinna aðgerða við hagstjórn enda getur einangrun ríkja verið sjálfskaparvíti. Framþróun síðustu áratuga hefur meðal annars náðst með auknum milliríkjaviðskiptum og hafa tímabil viðskiptafrelsis skilað af sér blómlegra efnahags- og atvinnulífi. Því er óhætt að fullyrða að almenn samstaða sé á meðal fræðimanna um skaðsemi hafta, sama hvort þau séu á fjármagn eða vöru og þjónustu. Hins vegar geta gjaldeyrishöft sem takmarka frjálst flæði fjármagns reynst nauðsynleg við tilteknar aðstæður líkt og saga Íslands hefur sýnt fram á.

Í þessari ritgerð er markmiðið að lýsa sögu gjaldeyrishafta sem þjóðhagsvarúðartæki stjórnvalda við efnahagsáföll hér á landi ásamt því að skoðuð er möguleg upptaka hafta á nýjan leik. Hér mun setning, afnám og áhrif fyrri gjaldeyrishafta verða greind og að einhverju leyti sett í samhengi við þá efnahagsvá sem Íslendingar standa nú frammi fyrir af völdum kórónuveirufaraldursins.

Formáli

Ritgerð þessi er til 12 eininga (ECTS) B.Sc.-lokaverkefnið í viðskiptafræði með lögfræði sem aukagrein við Háskólann í Reykjavík. Verkefnið var unnið á vorönn 2020 og var leiðbeinandi verkefnisins Axel Hall, lektor við Háskólann í Reykjavík. Höfundar vilja þakka Axel fyrir góða leiðsögn og ábendingar við vinnslu ritgerðarinnar.

Reykjavík 29. maí 2020,

Gunnar Geir Baldursson

Þorbergur Steinn Þorvaldsson

Efnisyfirlit

1	Inngangur	1
2	Greiðslujöfnuður og gjaldeyrismarkaðir.....	3
2.1	Greiðslujöfnuður	3
2.1.1	<i>Viðskiptajöfnuður</i>	5
2.1.2	<i>Fjármagnsjöfnuður</i>	7
2.2	Gjaldeyrismarkaður	8
2.3	Gengi	9
2.3.1	<i>Eftirspurn og framboð á gjaldeyrismarkaði</i>	9
2.4	Raungengi	12
2.4.1	<i>Tengsl raungengis og greiðslujafnaðar</i>	13
3	Hagræn áhrif gjaldeyrishafta.....	15
3.1	Gjaldeyrishöft	15
3.2	Hinn ómögulegi þríhyrningur í stjórnun peningamála	15
3.3	Tengsl efnahagskreppu og hafta á útflæði	17
4	Gjaldeyrishöft á Íslandi í gegnum tíðina	19
4.1	Fyrri gjaldeyrishöft	19
4.2	Tildrög seinni gjaldeyrishaftanna	20
4.2.1	<i>Gengi íslensku krónunnar</i>	20
4.3	Fall íslensku bankanna	22
4.4	Seinni gjaldeyrishöft	22
4.5	Áhrif gjaldeyrishafta á atvinnu- og efnahagslíf	24
4.6	Afnám seinni gjaldeyrishafta	25
4.7	Fjármagnsflutningar frá litlu sjálfstæðu myntsvæði	26
4.7.1	<i>Aflandskrónur</i>	26
4.7.2	<i>Farkrónur</i>	27
4.7.3	<i>Slitakrónur</i>	28
4.8	Stór vandamál og margar áætlanir	29
4.9	Höft að mestu afnumin	30
4.10	Tímasetning á afnámi gjaldeyrishafta	32
4.11	Hið nýja Ísland	34
5	Öll góðæri taka enda	37
5.1	Nægu safnað í kornhlöður?	37
5.2	Nýr svartur svanur	40
5.3	Aðgerðir stjórnvalda og Seðlabanka Íslands	41
5.4	Þrjár meginstoðir utanríkisviðskipta	44
5.5	Fjármagnsflótti á tímum kórónuveirunnar	49
5.6	Gengið í lyftu og stiga ásamt mögulegum stjórnþækjum	50
5.7	Tímalengd faraldursins verður ráðandi fyrir framvinduna	53
6	Umræða og lokaorð	56

Myndaskrá

Mynd 1: Eftirspurnarferill.....	10
Mynd 2: Eftirspurnarferill sem hliðrast.	11
Mynd 3: Framboðsferill.	11
Mynd 4: Framboðsferill sem hliðrast.....	12
Mynd 5: Hinn ómögulegi þríhyrningur í stjórnun peningamála (Már Wolfgang Mixa, 2016).	16
Mynd 6: Gengislækkun innlenda gjaldmiðilsins.	18
Mynd 7: Gengisþróun íslensku krónunnar á árunum 2001 til 2009 (Hagstofa Íslands, e.d.-a).	21
Mynd 8: Viðskipta- og fjármagnsjöfnuður ásamt breytingu á gjaldeyrisforða sem hlutfall af landsframleiðslu á árunum 2000 til 2008 (Seðlabanki Íslands, e.d.-c).	22
Mynd 9: Hagvöxtur á árunum 2006 til 2019 (Hagstofa Íslands, e.d.-d).....	25
Mynd 10: Atvinnuleysi eftir kyni á árunum 2005 til 2019 (Hagstofa Íslands, e.d.-h).....	25
Mynd 11: Stýrivextir Seðlabankans frá 1. janúar 2000 til 31. apríl 2020 (Seðlabanki Íslands, e.d.-f).	27
Mynd 12: Þróun gjaldeyrisforða Seðlabankans á árunum 2000 til 2020 í mö.kr. (Seðlabanki Íslands, e.d.-b).	33
Mynd 13: Hagvöxtur á árunum 2011 til 2019 (Hagstofa Íslands, e.d.-d).....	35
Mynd 14: Afkoma ríkissjóðs á árunum 2000 til 2019 í mö.kr. (Hagstofa Íslands, e.d.-b).	39
Mynd 15: Útflutningsverðmæti þriggja meginstoðanna á árunum 2008 til 2019 í mö.kr. (Hagstofa Íslands, e.d.-c; Hagstofa Íslands, e.d.-g).....	47
Mynd 16: Gengisþróun krónunnar frá afnámi gjaldeyrishafta til 30. apríl 2020 (Seðlabanki Íslands, e.d.-e).	49
Mynd 17: Umframframboð á gjaldeyrismarkaði.	51
Mynd 18: Gengisþróun krónunnar frá 1. nóvember 2019 til 30. apríl 2020 (Seðlabanki Íslands, e.d.-e).	53

1 Inngangur

Gjaldeyrismarkaðir hafa um langt skeið verið mikilvægt umfangsefni innan hagfræðinnar. Segja má að þeir séu birtingarmynd utanríkisviðskipta og grundvöllur þess að lönd geti stundað viðskipti með sem skilvirkustum hætti. Sé markaðurinn frjáls birtist lögmál framboðs og eftirspurnar þar sem jafnvægi næst fyrir tilstilli ósýnilegrar handar (Morgunblaðið, 2005). Stjórnvöld geta þó komið í veg fyrir að gjaldeyrismarkaðir lúti lögmálum frjálsa gjaldeyrisviðskipta með valdboði sínu sem meðal annars getur birst í haftasetningu (Finnur Oddsson, Björn Þór Arnarson, Björn Brynjúlfur Björnsson, Lúðvík Elíasson og Haraldur I. Birgisson, 2011). Umfjöllunarefni ritgerðarinnar eru valdboð þessi og afleiðingar í kjölfar aðgerða stjórnvalda við efnahagsáfallum.

Segja má að í hagsögu Íslands hafi skipst á tímabil viðskiptahafta og frelsis í utanríkisviðskiptum. Fyrstu höftin má rekja til upphafs 14. aldar þegar útflutningur fór að færast í aukana en á þeim tíma einokuðu norskir kaupmenn verslun hér á landi (Grétar Júníus Guðmundsson, 2008; Ásgeir Jónsson, 2013). Einokunin átti eftir að teygja anga sína allt fram til upphafs 20. aldar þar sem erlend ríki skiptust á að vera ráðandi í utanríkisverslun hér á landi. Þrátt fyrir að frelsi hafi um tíma ríkt í viðskiptum losnuðu Íslendingar ekki endanlega úr fjötrum einokunar fyrir en árið 1904 þegar landið öðlaðist heimastjórn og framkvæmdavaldið fluttist hingað heim. Þó leið ekki á löngu þar til Ísland einangraði sig sjálfviljuga frá alþjóðaviðskiptum með upptöku gjaldeyrishafta (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014). Haftastefnan hófst árið 1931 sem varnaðgerð til bráðabirgða vegna kreppunnar miklu en þó átti annað eftir að koma í ljós enda höftin ekki afnumin fyrir en árið 1994 við inngöngu Íslands í Evrópska efnahagssvæðið (Grétar Júníus Guðmundsson, 2008). Í kjölfarið tók við tímabil viðskiptafrelsis sem átti hlutdeild í einu mesta hagvaxtarskeiði í sögu landsins þar sem hin mikla uppsveifla byggðist að stærstum hluta á erlendu fjármagni. Viðskiptafrelsið var þó fljótt að snúast upp í andhverfu sína þar sem Ísland endurnýjaði kynni sín af höftum við bankahrunið árið 2008 og takmarkanir Íslands á utanríkisviðskipti þar með farnar að minna á fyrri tíma (Seðlabanki Íslands, 2009; Finnur Oddsson o.fl., 2011). Líkt og fyrri gjaldeyrishöftin áttu þau síðari að vera bráðabirgðaúrræði stjórnvalda en annað kom á daginn enda stóðu höftin í tæpan áratug. Með afnámi þeirra árið 2017 komst þó aftur á frelsi í utanríkisviðskiptum sem ríkir að mestu í dag (Seðlabanki Íslands, 2017c).

Almennt teljast gjaldeyrishöft ekki til hefðbundinna aðgerða við hagstjórn ríkja heldur þjóna þau fremur hlutverki neyðarúrræðis þegar fáir fýsilegir kostir standa til boða (Grétar

Júníus Guðmundsson, 2008). Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur til að mynda talið óskynsamlegt að beita gjaldeyrishöftum við framkvæmd peningastefnu hjá þróuðum ríkjum nema að upp komi sérstakar aðstæður sem réttlæti notkun þeirra. Óhætt er að fullyrða að almenn samstaða sé á meðal fræðimanna um skaðsemi hafta óháð birtingarformi þeirra. Saga Íslands hefur sýnt fram á að höft geti leitt til einangrunar þjóða en það getur verið sjálfskaparviti enda hefur framþróun síðustu áratugi meðal annars náðst með auknum milliríkjavíðskiptum (Ásdís Kristjánsdóttir, 2018; Samtök atvinnulífsins, 2018). Gjalddeyrishöft hafa þó reynst Íslendingum mikilvægt stjórnþæki þegar stór efnahagsáfall dýnja á þjóðinni og hafa spilað stórt hlutverk við að leggja grunninn að endurreisn efnahags- og atvinnulífsins.

Vegna þeirra efnahagslegu áskorana sem nú blasa við vegna kórónuveirufaraldursins hefur sú spurning vaknað hvort gjaldeyrishöft séu vænlegur kostur. Hagsaga Íslands hefur sýnt fram á að stjórnvöld héraðsgrípi til fremur óhefðbundinna aðgerða í utanríkis- og gengismálum og því gæti upptaka gjaldeyrishafta þótt rökrétt skref (Grétar Júníus Guðmundsson, 2008). Þar sem að fortíð skal hyggja þegar framtíð skal byggja er mikilvægt að skoða setningu, afnám og árangur fyrri gjaldeyrishafta til að meta hvort höft séu fýsilegur kostur til að bregðast við áfallinu sem fram undan er. Í því samhengi er vert að nefna að stjórnvöld virðast eiga auðvelt með að innleiða gjaldeyrishöft en erfitt með að afnema þau þar sem höftin vara yfirleitt mun lengur en efnahagsáfallin sjálf.

Vegna hinna gríðarlegu áhrifa gjaldeyrishafta á efnahag og afkomu þjóðarinnar síðastliðin 100 ár hafa höftin verið viðfangsefni fræðimanna í gegnum tíðina. Fjallað hefur verið um hvers höftin eru umkomin, hvernig þau virka og hverju þau áorka í efnahagsstjórn ríkja. Þessar umræður eru ennþá við lýði enda umhugsunarefni hvort höft séu stjórnþæki sem vert er að beita þegar útlitið dökkar og gjaldeyriskreppa er yfirvofandi. Efnahagsagan hefur einnig kennt okkur að við stöndum sífellt frammi fyrir nýjum áskorunum sem fela í sér nýjar lausnir. Stundum eru lausnirnar nýjar en í öðrum tilvikum einungis gamalt vín á nýjum belgjum. Í ljósi núverandi efnahagsvanda og mikillar gengisveikingar krónunnar undanfarna mánuði má á nýjan leik velta fyrir sér hvernig höft virka sem stjórnþæki og hverju þau gætu áorkað í aðstæðum sem þessum.

Ritgerðinni er skipt upp í tvo hluta, annars vegar fræðilega umfjöllun um greiðslujöfnuð, gjaldeyrismarkaði og gjaldeyrishöft og hins vegar sögu hafta hér á landi sem viðbrögð við efnahagsáfallum með sérstakri áherslu á afnámsferli síðari gjaldeyrishaftanna. Þá er farið yfir stöðuna í dag á þessum fordæmalausu tímum og fjallað um gjaldeyrishöft sem mögulegt stjórnþæki til að bregðast við hinu stóra efnahagsáfalli sem fram undan er.

2 Greiðslujöfnuður og gjaldeyrismarkaðir

Í íslensku orðfæri er orðið haft notað um band sem þjónar þeim tilgangi að binda saman fætur á skepnum til þess að koma í veg fyrir að þær strjúki eða slái frá sér. Þessi orðnotkun hefur síðar yfirfærst á hömlur, hindrun eða takmörkun á hinar ýmsu athafnir (Haft, 2007). Í þessari ritgerð verður fjallað um höft í formi gjaldeyrishafta en gjaldeyrishöft eru í raun hluti af stærra mengi haftu sem kölluð eru viðskiptahöft.

Gjaldeyrishöft ættu að vera flestum Íslendingum vel kunn enda hafa þau spilað stórt hlutverk í efnahagssögu landsins (Finnur Oddsson o.fl., 2011). Gjalddeyrishöft koma í veg fyrir frjálst fjármagnsflæði á milli landa og geta hentað stjórnvöldum vel þegar þau vilja ná fram ákveðnum markmiðum í efnahagsstjórn sinni eða þegar efnahagsáföll ríða yfir (Forbes, 2007). Þegar fjalla á um gjaldeyrishöft verður fyrst að horfa til greiðslujafnaðar enda koma áhrif haftanna að mestu leyti fram þar (Ásgeir Jónsson, Ásdís Kristjánsdóttir og Illugi Gunnarsson, 2018). Í því samhengi spila gjaldeyrismarkaðir veigamikil hlutverk enda eru þeir birtingarform utanríkisviðskipta. Til að auðvelda umfjöllun verður skoðað hvernig nafngengi, sem er skiptahlutfall á milli gjaldmiðla í ólíkum löndum, ákvarðar raungengi en það er skiptihlutfall á milli vöru og þjónustu. Einnig verður sýnt fram á að þegar til skamms tíma er litið og verðlag er fast þá endurspeglast raungengisbreytingar í nafngengisbreytingum og því ræður nafngengi viðskiptastraumum á milli landa til skamms tíma en raungengi til langs tíma (Parkin, 2014).

Til að öðlast betri skilning á hlutverki og tilgangi gjaldeyrishafta er nauðsynlegt að skoða samspil gengis, gjaldeyrismarkaðs og greiðslujafnaðar þegar engar hömlur eru á fjármagnsflutningum á milli landa. Megintilgangur fræðilega kaflans sem hér fylgir er því að gera grundvallaratriðum frjálsra utanríkisviðskipta skil og sýna í kjölfarið fram á þau áhrif sem gjaldeyrishöft hafa.

2.1 Greiðslujöfnuður

Síðastliðna fimm áratugi hafa miklar breytingar átt sér stað í efnahag heimsins. Þjóðir hafa færst frá því að vera einangraðar og sjálfum sér nægar í það að stunda utanríkisviðskipti og þannig hefur myndast eitt stórt markaðshagkerfi. Því hafa þjóðir orðið efnahagslega háðari hver annarri og viðskipti aukist í vaxandi mæli (Hill og Hult, 1993). Hefð er fyrir því að skipta utanríkisviðskiptum í tvo flokka, í fyrsta lagi viðskipti með afurðir og í öðru lagi viðskipti með framleiðsluþætti. Til afurða teljast vörur og þjónusta ásamt milliafurðum sem nota má í aðra framleiðslu eða aðrar fullunnar afurðir en framleiðsluþættir eru oftast taldir fjármagn, vinnuafli,

þjargir, hugvit og tækni. Vilji lönd stunda utanríkisviðskipti með árangursríkum hætti stunda þau viðskipti bæði með afurðum og framleiðsluþáttum (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).

Lengi hefur tíðkast að þjóðir skrái utanríkisviðskipti niður í greiðslujöfnuð sem heldur utan um fjárflæði til og frá viðkomandi landi. Greiðslujöfnuði má skipta upp í viðskiptajöfnuð, fjármagnsjöfnuð og breytingu á gjaldeyrisforða og heldur viðskiptajöfnuður utan um vöru og þjónustu á milli landa en fjármagnsjöfnuður utan um fjármagnsflutninga (Axel Hall, 2018; Ásgeir Jónsson, Ásdís Kristjánsdóttir og Illugi Gunnarsson, 2018). Samtala greiðslujafnaðar á ávallt að vera núll sem gerir það að verkum að viðskiptajöfnuður og fjármagnsjöfnuður eru spegilmynd hvor annars ef engar breytingar eru á gjaldeyrisforða.

$$\text{Viðskiptajöfnuður} + \text{fjármagnsjöfnuður} = \text{breyting á gjaldeyrisforða}$$

$$\text{Viðskiptajöfnuður} + \text{fjármagnsjöfnuður} = \text{greiðslujöfnuður}$$

Séu viðskiptajöfnuður og fjármagnsjöfnuður spegilmynd hvor annars ríkir jafnvægi í utanríkisviðskiptum við svokallað raungengisjafnvægi. Við þessar aðstæður er hvorki afgangur né halli á greiðslujöfnuðinum og engin breyting er á gjaldeyrisforðanum. Sé ekki jafnvægi þarf seðlabanki að grípa inn í til að samtala greiðslujafnaðarins sé núll og af því leiðir verður breyting á gjaldeyrisforða viðkomandi lands. Þetta gera seðlabankar með því að kaupa erlenda gjaldeyrinn þegar greiðslujöfnuðurinn skilar afgangi en selja síðan erlenda gjaldeyrinn þegar halli er á greiðslujöfnuðinum. Ef ójafnvægi ríkir í utanríkisviðskiptum, það er viðskiptajöfnuður og fjármagnsjöfnuður eru ekki spegilmynd hvor annars, má rita greiðslujöfnuð upp á eftirfarandi hátt (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014; Ásgeir Jónsson, Ásdís Kristjánsdóttir og Illugi Gunnarsson, 2018):

$$\text{Greiðslujöfnuður} = \text{breyting á gjaldeyrisforða}$$

Þegar vikið er frá frjálsum fjármagnsflutningum á milli landa og gjaldeyrishöft sett á koma áhrifin fram í greiðslujöfnuði. Hvort viðskipta- og/eða fjármagnsjöfnuður verður fyrir áhrifum fer eftir því hvers konar höft eru sett á en til eru nokkrar tegundir hafta. Áhrif haftanna koma til að mynda fram á viðskiptajöfnuði séu hömlur settar á inn- og/eða útflutning en á fjármagnsjöfnuði ef erlendar fjárfestingar eru heftar (Seðlabanki Íslands, 2011a).

Þegar horft er til stöðu greiðslujafnaðar til langs tíma sjá hagrænir jafnvægiskraftar til þess að samtala hans verði ávallt núll. Eðli greiðslujafnaðarins spilar þar hlutverk enda er hann tvíþætt bókhaldsjafna sem heldur utan um allt fjárflæði á milli landa. Þegar viðskipti koma

fram í greiðslujöfnuðinum eru ávallt færðar tvær færslur og eiga fjárhæðir þeirra að vera þær sömu og koma því út á sléttu. Til að mynda kemur útflutningur á vöru og þjónustu fram í viðskiptajöfnuði en greiðslan fyrir framangreinda þætti er færð í fjármagnsjöfnuð. Einstakir þættir viðskipta geta komið fram á mismunandi tíma en á endanum eru öll viðskipti gagnkvæm og þar af leiðandi haldast raunstraumar og greiðslustraumar ávallt í hendur (Seðlabanki Íslands, e.d.-c).

Þau lönd sem byggja hagþróun sína á erlendum fjármagnsinnflutningi og viðvarandi viðskiptahalla geta lent í svokölluðum greiðslujafnaðarvanda sem getur í sumum tilvikum reynst ærið verk að leysa. Vandinn lýsir sér þannig að erlent fjármagn streymir inn til landsins í gegnum greiðslujöfnuðinn og fjármagnar þar með útflæði á viðskiptajöfnuði. Á einhverjum tímapunkti myndast vilji fyrir því að flytja fjármagnið aftur erlendis en þar með breytist innstreymi yfir í útstreymi og viðskiptahallinn stendur eftir ófjármagnaður. Greiðslujafnaðarvandinn leikur fámennar þjóðir með sinn eigin gjaldmiðil iðulega grátt þar sem vandræðin koma bæði fram á gjaldeyris- og fjármagnsmarkaði. Ástæðan er sú að peningarnir streyma úr bönkunum og í gegnum gjaldeyrismarkaðinn sem skapar vandamál í bankakerfinu og á gjaldeyrismarkaðnum. Því haldast banka- og gjaldeyriskreppur iðulega í hendur og kallast tvíburakreppur. Til þess að hægt sé að leysa vandann má grípa til gengislækkunar eða haftasetningar en tilgangur beggja þessara lausna er að koma til móts við hallann á greiðslujöfnuðinum (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).

2.1.1 Viðskiptajöfnuður

Til að öðlast betri skilning á greiðslujöfnuði er nauðsynlegt að skoða betur viðskiptajöfnuð og fjármagnsjöfnuð. Venjan er sú að skipta viðskiptajöfnuði upp í þrjá þætti en þeir eru vöruskipta-, þjónustu- og þáttajöfnuður. Vöruskipta- og þjónustujöfnuður er mismunurinn á virði útflutnings og innflutnings vöru og þjónustu ákveðins lands yfir tiltekið tímabil en þáttajöfnuður samanstendur af vaxta- og launagreiðslum til og frá tilteknu landi á ákveðnu tímabili (Gústav Sigurðsson, Gylfi Zoëga, Marta G. Skúladóttir og Tryggvi Þór Herbertsson, 2000). Yfirleitt er það svo að vaxtagreiðslur af erlendum lánnum er stærsti hluti þáttajafnaðarins. Helsti ókostur þess er að lendi lönd í greiðsluvandræðum, sér í lagi þau sem eru með sjálfstæðan gjaldmiðil, munu erlendir fjárfestar krefjast áhættuálags við endurfjármögnun. Því getur herra vaxtaálag og veikara gengi innlenda gjaldmiðilsins þróast yfir í alvarlega fjármálakreppu (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).

$$\text{Viðskiptajöfnuður} = \text{vöruskiptajöfnuður} + \text{þjónustujöfnuður} + \text{þáttajöfnuður}$$

Flæði fjármagns á milli fjármálakerfa er alltaf í samhengi við greiðslujöfnuð landa og þar með viðskiptajöfnuðurinn. Til frekari útskýringar á viðskiptajöfnuðinum er vert að skoða samhengi hans og sparnaðar í þjóðhagslegu samhengi. Tíðkast hefur að innlendum aðilum innan hagkerfa sé skipt í þrjá hluta: heimili, fyrirtæki og hið opinbera. Séu útgjöld þessara þriggja aðila lögð saman fást út þjóðarútgjöld sem samanstanda af einkaneyslu (C), fjárfestingu (I) og opinberum útgjöldum (G). Séu þjóðir með lokað hagkerfi eru þjóðarútgjöld jöfn þjóðartekjum en í opnum hagkerfum þarf svo ekki að vera. Í opnum hagkerfum geta lönd aukið neyslu umfram framleiðslugetu með innflutningi og myndað viðskiptahalla við útlönd eða verið með viðskiptaafgang og þar með flutt afganginn erlendis. Bókhaldsjöfnu þjóðartekna má því setja fram á tvo eftirfarandi vegu en þar er þáttajöfnuður meðtalinn ásamt því að EX tákna útflutning en IM innflutning.

$$\text{Þjóðartekjur} = \text{þjóðarútgjöld} + \text{viðskiptajöfnuður}$$

$$Y = C + I + G + (EX - IM)$$

Eins og hér að neðan má sjá er hægt að endurraða bókhaldsjöfnunni og því er viðskiptajöfnuður mismunur á þjóðartekjum og þjóðarútgjöldum.

$$\text{Viðskiptajöfnuður } (EX - IM) = \text{þjóðartekjur } (Y) - \text{þjóðarútgjöld } (C + I + G)$$

Að öðru óbreyttu er ljóst að aukin einkaneysla, aukin opinber útgjöld og/eða vaxandi fjárfesting leiðir til verri stöðu viðskiptajafnaðar. Þegar horft er til viðskiptajafnaðar er jafnframt mikilvægt að skoða tengsl hans og þjóðhagslegs sparnaðar en venja er að skipta honum í tvennt í annars vegar sparnað heimilanna og hins vegar sparnað hins opinbera. Líkt og sést á jöfnunum hér að neðan er sparnaður ríkisins skattar að frádregnum gjöldum en sparnaður heimilanna er ráðstöfunartekjur að frádreginni neyslu. Þjóðhagslegur sparnaður er síðan sparnaður heimilanna að viðbættum sparnaði hins opinbera (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014):

$$\text{Sparnaður hins opinbera } (S_e) = \text{skattar } (T) - \text{útgjöld } (G)$$

$$\text{Sparnaður heimila/einkaaðila } (S_g) = \text{þjóðartekjur } (Y) - \text{skattar } (T) - \text{neysla } (C)$$

$$\text{Þjóðhagslegur sparnaður } (S) = S_e + S_g = Y - G - C$$

Hægt er að hugsa viðskiptajöfnuð sem mismuninn á innlendum sparnaði og fjárfestingu. Ef fjárfesting er meiri en sparnaður er halli á viðskiptajöfnuði og því þarf að fjármagna fjárfestinguna með fjármagni annars staðar úr heiminum. Sé sparnaður hins vegar meiri en

fjárfesting er afgangur á viðskiptajöfnuði og þar af leiðandi mögulegt að fjárfesta erlendis. Viðskiptajöfnuð má því rita á eftirfarandi hátt (Seðlabanki Íslands, 2017b):

$$\text{Viðskiptajöfnuður} = S - I$$

2.1.2 Fjármagnsjöfnuður

Tilgangur fjármagnsjafnaðar er að halda utan um fjármagnshreyfingar á milli erlendra og innlendra aðila byggðar á fjármálalegum eignum og skuldum. Þessar hreyfingar skýra að hluta til stöðu erlendra eigna og skulda á ákveðnu tímabili. Ef viðskipti eiga sér stað milli innlendra aðila með erlendar eignir skráist það ekki í fjármagnsjöfnuðinn ef aðilarnir eru hvor í sínu landinu og slíkt hið sama gildir um viðskipti erlendra aðila með innlendar eignir (Seðlabanki Íslands, e.d.-d). Skipta má greiðslum innan fjármagnsjafnaðar í tvo flokka, annars vegar beina erlenda fjárfestingu (hlutafjárkaup) og hins vegar skuldahreyfingar. Samkvæmt greiðslujöfnuði er það öruggara fyrir þjóðir að fjármagna sig með beinni erlendri fjárfestingu en lánsfé. Gangi fjárfestingar ekki upp lendar tapið á fjárfestunum og bera þeir því mestu áhættuna en aftur á móti fá þeir greiddan arð skili fjárfestingin hagnaði (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).

$$\text{Fjármagnsjöfnuður} = \text{eiginfjárfjöfnuður} + \text{skuldajöfnuður}$$

Í kaflanum um viðskiptajöfnuð hér að ofan var gerð grein fyrir því hvernig sparnaður myndast með tilliti til viðskiptajafnaðar en ekkert var minnst á fjármagnsjöfnuð í því samhengi. Líkt og sjá má á jöfnunni hér að neðan má rita fjármagnsjöfnuð upp sem fjárfestingu að frádregnum sparnaði á meðan viðskiptajöfnuður er sparnaður að frádreginni fjárfestingu. Af þeirri ástæðu endurspeglar viðskipta- og fjármagnsjöfnuður hvor annan.

$$\text{Fjármagnsjöfnuður} = I - S$$

Þar með opnar fjármagnsjöfnuður á þann möguleika að notaður sé erlendur sparnaður til þess að fjármagna viðskiptahallann og segja má að þjóðir sem nýta sér þetta hafi víkkað út framleiðslumöguleikajaðarinn. Sé fjármagnið notað til arðbærra fjárfestinga mun það leiða til langtímaútvíkkunar framleiðslumöguleikajaðarsins. Sé peningunum hins vegar varið á annan máta mun framleiðslumöguleikajaðarinn færast inn á við þegar að skuldadögum kemur og í kjölfarið munu lífskjör í viðkomandi landi versna (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).

Talað er um að fjármagnsjöfnuður sé hverfull og hvikull á meðan viðskiptajöfnuður sé stöðugri og breytist hægar. Eins og áður hefur komið fram geta lönd verið rekin með

viðskiptahalla svo lengi sem að fjármagn streymir inn í landið í gegnum fjármagnsjöfnuð. Hins vegar getur það gerst að innflæði á fjármagnsjöfnuði breytist yfir í útflæði og skapar það vandamál enda viðskiptahallinn þá ófjármagnaður. Ef framangreind atburðarás á sér stað geta seðlabankar gripið inn í til skamms tíma með sölu gjaldeyris en til langs tíma mun raungengi viðkomandi lands lækka, vextir hækka og/eða útlán í bankakerfinu stöðvast (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).

2.2 Gjaldeyrismarkaður

Gjaldeyrismarkaður er vettvangur þar sem gjaldmiðlar ólíkra landa ganga kaupum og sölum og er því grundvöllur utanríkisviðskipta. Hlutverk þeirra er að stýra miðlun gjaldmiðla og auðvelda viðskipti milli kaupanda og seljanda en markaðurinn samanstendur af mörgum aðilum (Seðlabanki Íslands, 2001). Líkt og á Íslandi er algengast að hvert land hafi sinn eigin opinbera gjaldmiðil en gjaldmiðlar hvers lands fyrir sig geta einungis verið notaðir til að greiða fyrir vörur eða þjónustu í því tiltekna landi. Af þessu leiðir að gjaldeyrismarkaðir eru nauðsynlegir til að fjármagnsflutningar á milli landa geti átt sér stað og lönd geti stundað viðskipti (Kári Joensen og Emil B. Karlsson, 2008). Þegar skoða á gjaldeyrismarkað tiltekins gjaldmiðils, til að mynda íslensku krónunnar, er nóg að skoða gjaldeyrismarkað krónunnar gagnvart einum erlendum gjaldmiðli, yfirleitt þeim sem mest vægi hefur í utanríkisviðskiptum. Ástæða þess er sú að gengi erlenda gjaldmiðilsins sem miðað er við ákvarðast við aðra erlenda gjaldmiðla á alþjóðamörkuðum og þar með gengi íslensku krónunnar gagnvart öðrum erlendum gjaldmiðlum. Lítið land eins og Ísland er verðþegi á erlendum krossum og ef gengi erlendra krossa væri annað en hér myndi það leiða til högnunartækifæra sem myndu breyta slíkum frávikum samstundis (Axel Hall, 2018).

Það sem oft er talið einkenna gjaldeyrismarkaði og gerir þá frábrugðna öðrum mörkuðum er að framboð af einum gjaldmiðli er spurn eftir öðrum og öfugt. Þetta þýðir að ef Íslendingar vilja kaupa erlendan gjaldeyri þurfa þeir að selja íslenskar krónur og því verða bæði framboð og eftirspurn fyrir áhrifum sem gerir það að verkum að sveiflur á gjaldeyrismörkuðum eru mun meiri en á öðrum mörkuðum. Gjaldeyrismarkaðir eru taldir samkeppnismarkaðir þar sem gengið stjórnast af framboði og eftirspurn, engar hömlur eru á markaðnum og fjöldinn allur af fjárfestum stunda þar viðskipti. Þrátt fyrir það geta stjórnvöld gripið til aðgerða, líkt og að setja á gjaldeyrishöft, sem leiðir til þess að á gjaldeyrismarkaði ríkir ekki fullkomin samkeppni en um það verður nánar fjallað síðar í ritgerðinni (Parkin, 2014).

2.3 Gengi

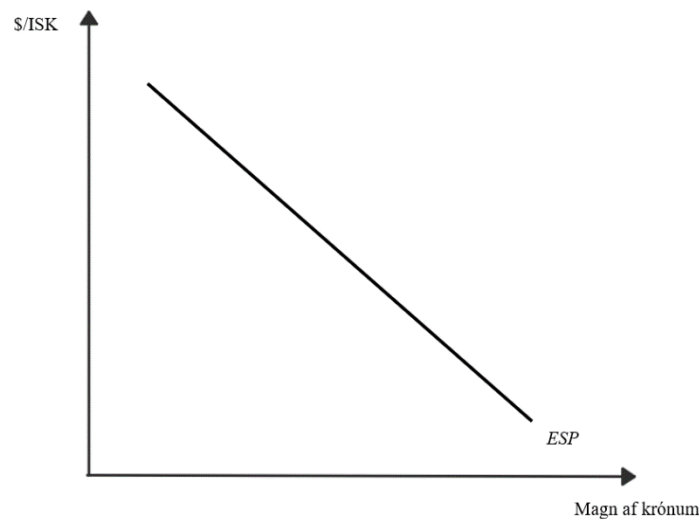
Á gjaldeyrismörkuðum þarf líkt og á öðrum mörkuðum að ákvarða verð þess sem verið er að stunda viðskipti með. Á gjaldeyrismörkuðum nefnist þetta verð nafngengi og er það jafnan skilgreint sem verð erlends gjaldeyris gagnvart hinum innlenda gjaldeyri og því er það skiptihlutfall milli tveggja gjaldmiðla (McAleese, 2004). Hins vegar ber að hafa í huga að hægt er að tala um nafngengi á tvo vegu, annars vegar hversu margar mynteiningar hver króna kaupir og hins vegar hversu margar krónur þarf í skiptum fyrir eina erlenda mynteiningu (Begg, Vernasca, Fischer og Dornbusch, 2014).

Nafngengi hefur áhrif á viðskiptastrauma á milli landa til skamms tíma en til langs tíma hefur það engin áhrif. Ástæða þess er sú að til skamms tíma hafa gengisbreytingar áhrif á hvort hagkvæmara sé fyrir þjóðir að flytja vörur inn eða úr landi. Sé gengi innlends gjaldmiðils sterkt gagnvart erlendum gjaldmiðlum er hagkvæmara að stunda innflutning í stað útflutnings en því væri öfugt farið ef gengið væri veikt. Til langs tíma hefur nafngengi þó engin áhrif á viðskiptastrauma á milli landa þar sem verðlag í löndunum sem til skoðunar eru mun breytast í takt við nafngengisbreytingar og því mun samspil verðlags og nafngengis ákvarða viðskiptastrauma (Parkin, 2014).

2.3.1 Eftirspurn og framboð á gjaldeyrismarkaði

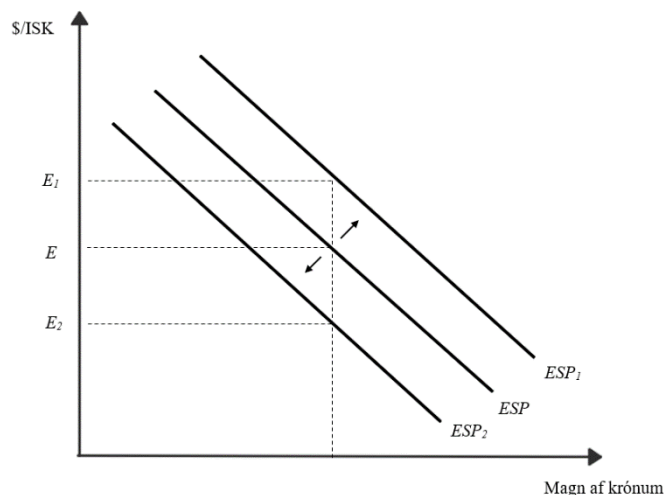
Líkt og fyrr segir heldur greiðslujöfnuður utan um öll viðskipti tiltekins lands í vörum, þjónustu og eignum við önnur lönd. Þar af leiðandi endurspeglar hann í raun eftirspurn og framboð sem myndast eftir innlendum og erlendum gjaldmiðlum á gjaldeyrismarkaði. Magn spurnar eftir gjaldeyri á gjaldeyrismarkaði er það magn sem kaupendur ætla að kaupa á ákveðnum tíma og á ákveðnu gengi. Þegar tiltekið land stundar útflutning myndast spurn eftir innlenda gjaldmiðlinum enda þarf að greiða fyrir útflutninginn í innlenda gjaldmiðlinum. Ef einstaklingar og lögaðilar vilja skipta erlendum gjaldeyri fyrir hinn íslenska spyrja þeir eftir hinum íslenska og bjóða fram þann erlenda. Sömu sögu má segja ef Íslendingar vilja skipta íslenskum gjaldeyri fyrir hinn erlenda, þá er eftirspurn þeirra erlendum gjaldeyrir en framboðið íslenskur gjaldeyrir. Magn spurnar eftir erlendum gjaldeyri ræðst af mörgum þáttum en þeir fjórir helstu eru: gengið, spurn eftir útflutningsvörum, vaxtamunur milli landa og væntingar markaðsaðila um gengisþróun (Parkin, 2014).

Ef fyrst er horft til gengisins og öðrum þáttum haldið föstum segir lögmál eftirspurnar að eftir því sem gengið veikist því meiri verði eftirspurnin sem gerir það að verkum að eftirspurnarferillinn verður niðurhallandi. Það eru tvær meginástæður fyrir því að gengi hefur áhrif á magn spurnar eftir gjaldeyri og eru þær nefndar útflutningsáhrif og hagnaðarsjónarmið. Því meira magn af vöru og þjónustu sem Íslendingar vilja flytja út því meiri verður spurn eftir íslenskum krónum á gjaldeyrismarkaði. Virði útflutnings Íslands veltur á verði vara og þjónustu sem það flytur út í gjaldmiðli erlendu kaupendanna og þar með veltur verðið á genginu. Hagnaðarsjónarmið byggjast á þeirri hugmynd að því meiri hagnaðar sem vænta má af því að eiga tiltekinn gjaldmiðil þeim mun meiri eftirspurn sé eftir honum á gjaldeyrismarkaði (Parkin, 2014).



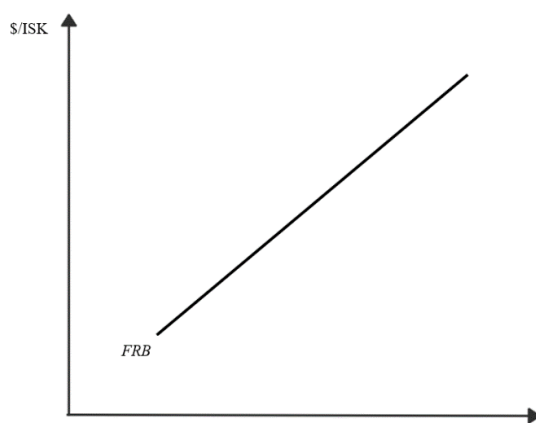
Mynd 1: Eftirspurnarferill.

Þeir þættir sem breyta spurninni eftir krónum og hliðra þar af leiðandi eftirspurnarferlinum er spurn eftir útflutningsvörum Íslands, vaxtamunur innanlands og erlendis og að lokum væntingar um gengisþróun. Í fyrsta lagi hliðrast eftirspurnarferillinn til hægri ef spurn eftir útflutningi Íslands eykst en til vinstri ef eftirspurnin minnkar. Í öðru lagi hliðrast ferillinn ef vaxtamunurinn á milli Íslands og annarra landa breytist. Hækki vextir á Íslandi umfram önnur lönd hliðrast eftirspurnarferillinn til hægri en til vinstri ef þeir lækka. Í þriðja og síðasta lagi hafa væntingar um gengisþróun landa áhrif á eftirspurnarferilinn á þann veg að sé búist við styrkingu krónunnar hliðrast ferillinn til hægri en til vinstri sé búist við veikingu (Parkin, 2014).



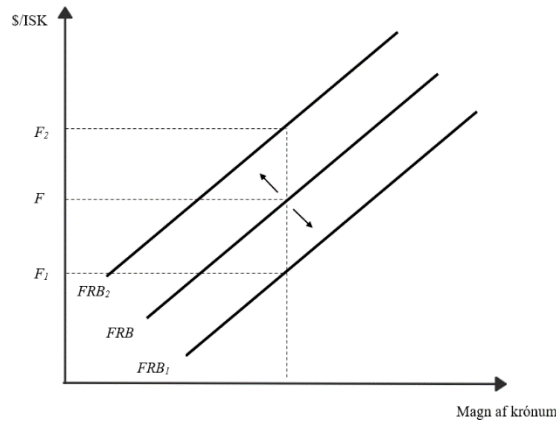
Mynd 2: Eftirspurnarferill sem hliðrast.

Magn framboðs af gjaldeyri á gjaldeyrismarkaði er það magn sem aðilar markaðarins stefna á að selja á ákveðnum tíma á ákveðnu gengi. Líkt og eftirspurnin ræðst framboðið af mörgum þáttum og eru þessi atriði þau sömu nema að því leyti að framboðshliðin verður fyrir áhrifum innflutnings í stað útflutnings. Ef fyrst er horft til gengisins og öðrum þáttum jafnframt haldið föstum segir lögmál framboðs að því hærra sem gengi gjaldmiðils er þeim mun meira sé framboðið af gjaldmiðlinum á gjaldeyrismarkaði. Framboðsferillinn er upphallandi af tveimur ástæðum en þær eru innflutningsáhrif og hagnaðarsjónarmið. Þessar ástæður eru hliðstæðar ástæðum þess að eftirspurnarferillinn er niðrhallandi en í stað útflutningsáhrifa hefur innflutningurinn nú áhrif. Því meira sem flutt er inn af vöru og þjónustu þeim mun meira verður framboðið af innlenda gjaldeyrinum á gjaldeyrismarkaði. Eftir því sem gengi innlenda gjaldmiðilsins er sterkara þeim mun ódýrari verður innflutningur, magn innflutnings á vöru og þjónustu eykst og framboðið af innlenda gjaldeyrinum á gjaldeyrismarkaði eykst. Hagnaðarsjónarmið á framboðshliðinni eru síðan í raun spegilmynd eftirspurnarhliðarinnar (Parkin, 2014).



Mynd 3: Framboðsferill.

Þegar aðrir þættir en gengi gjaldmiðilsins breytast hliðrast framboðsferillinn og eru þeir þættir þeir sömu og hliðra eftirspurnarferlinum en í stað útflutningsáhrifa koma innflutningsáhrif. Ef framboðið eykst vegna einhverra þessara framangreindu þátta hliðrast framboðsferillinn til hægri en minnki það hliðrast ferillinn til vinstri líkt og nefnt var í tengslum við eftirspurnarferilinn (Parkin, 2014).



Mynd 4: Framboðsferill sem hliðrast.

2.4 Raungengi

Þegar rætt var um gengi hér að framan var ávallt talað um nafngengi en það er skiptihlutfall tveggja gjaldmiðla sem ekki tekur tillit til verðlags í mismunandi löndum. Raungengi bætir um betur enda byggir það bæði á nafngengi og tekur tillit til ólíks verðlags sams konar vara í mismunandi löndum (Axel Hall, 2018). Raungengi er því skiptihlutfallið á milli innlendrar og erlendrar vöru og þjónustu umreiknað í heimamynt landsins sem til skoðunar er (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014). Raungengi byggir á lögmáli sem kallað er jafnvirði verðs en samkvæmt lögmálinu getur verðlag innanlands ekki vikið frá verðlagi í útlöndum nema aðeins til skamms tíma (Ásgeir Jónsson, Ásdís Kristjánsdóttir og Illugi Gunnarsson, 2018). Ástæða þess er sú að sé verðlag hærra/lægra í einu landi en annars staðar mun gengi þess gjaldmiðils veikjast/styrkjast og í kjölfarið er jafnvirði verðs aftur komið á (Parkin, 2014).

$$\text{Raungengi } (M) = \frac{P_{\text{heima}}}{E \cdot P_{\text{erlendis}}}$$

Jafnan hér að ofan er mælikvarði sem sýnir skiptihlutfall innlendra og erlendra vara þar sem M stendur fyrir raungengi, E fyrir nafngengi og P fyrir verðlag (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014). Þó má reikna raungengi á tvo aðra vegu, annars vegar sem hlutfallslegan framfærslukostnað reiknaðan með sambærilegum hætti og hér að ofan og hins vegar sem hlutfall launakostnaðar á framleidda einingu („Hækkandi raungengi“, 1997). Seinni

mælikvarðinn byggist á framleiðnileiðrétum launum í heimalandi og erlendis ásamt nafngengi og er það oft nefnt raungengi launa (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).

Nafngengi hefur engin áhrif á viðskiptastrauma á milli landa til langs tíma en það gerir raungengi hins vegar. Ástæða þess er sú að raungengi mælir samkeppnisstöðu innlendra framleiðanda samanborið við erlenda og hefur þar af leiðandi áhrif á innflutning og útflutning þjóða. Ef hækkun launa umfram framleiðniaukningu og verðlagshækkun er meiri en þekkist í öðrum löndum mun það leiða til verri samkeppnisstöðu framleiðenda innanlands. Því mun herra raungengi leiða til þess að innflutningur verði hlutfallslega ódýrari en að sama skapi verður framleiðsla innanlands hlutfallslega dýrari og því minnkar útflutningur. Sömu sögu má segja ef nafngengið lækkar að öðru óbreyttu en það leiðir til herra raungengis (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).

Rammagrein 1

Samkvæmt kenningum hagfræðinnar er sambandi nafngengis og raungengis háttað á ólíka vegu eftir því hvort til skamms eða langs tíma sé litið. Til skamms tíma er verðlag í ólíkum löndum fast og því hafa breytingar á nafngengi áhrif á raungengið.

$$\text{Raungengi } (M) = \frac{\bar{P}_{\text{heima}}}{E \cdot \bar{P}_{\text{erlendis}}}$$

Frjáls viðskipti og öflugir togkraftar gera það að verkum að til langs tíma stefnir raungengi á einn en verð og gengi lagar sig að því. Þar sem verðlag er breytilegt til langs tíma mun nafngengi og verðlag ákvarðast saman grundvallað á því að raungengið stefni á einn og því hafa nafngengisbreytingar engin áhrif á raungengið.

$$\text{Raungengi } (M) = \frac{P_{\text{heima}}}{E \cdot P_{\text{erlendis}}} = \frac{E \cdot P_{\text{heima}}}{P_{\text{erlendis}}} = 1$$

Sé raungengi tiltekins gjaldmiðils hátt eru vörur þess lands bæði dýrar innanlands og erlendis en einnig eru erlendar vörur ódýrari en vörurnar innanlands. Við þessar aðstæður verður útflutningur óhagstæður og innflutningur hagstæður en sé raungengið lágt verður útflutningur hagstæður og innflutningur óhagstæður (Axel Hall, 2018).

2.4.1 Tengsl raungengis og greiðslujafnaðar

Raungengi og greiðslujöfnuður eru nátengd hugtök en líkt og vikið var að hér að ofan er raungengi mælikvarði á samkeppnisstöðu landa. Raungengi hefur því áhrif á þróun utanríkisviðskipta sem í kjölfarið hefur áhrif á stöðu viðskiptajafnaðarins. Tengslin á milli

raungengis og greiðslujafnaðar ganga í báðar áttir en séu sveiflur í raungenginu hefur það áhrif á greiðslujöfnuðinn og sé ójafnvægi í greiðslujöfnuðinum hreyfir það raungengið. Ef tiltekið land með sjálfstæðan gjaldmiðil er með viðskiptaafgang/viðskiptahalla á greiðslujöfnuði leiðir það til aukningar/minnkunar á framboði á gjaldeyri sem í kjölfarið þrýstir nafngenginu upp/niður. Á þann veg mun raungengi sjálfstæða gjaldmiðilsins hækka/lækka og staða viðskiptajafnaðarins versna/batna (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).

Oft er talað um svokallað jafnvægisraungengi en það er raungengisstigið sem er í takt við jafnvægi í utanríkisviðskiptum. Ef raungengi tiltekens lands lækkar frá jafnvægispunktinum mun það leiða til viðskiptaafgangs en hækkun mun leiða til viðskiptahalla (Ásgeir Jónsson, Ásdís Kristjánsdóttir og Illugi Gunnarsson, 2018). Framleiðni er meðal þeirra þátta sem hafa áhrif á jafnvægisraungengið og mun framleiðniaukning í tilteknu landi auka kaupmátt þjóðarinnar á alþjóðavettvangi. Aukin framleiðniaukning hefur ekki bein áhrif á raungengið en þó getur raungengið orðið fyrir áhrifum vegna svokallaðra auðsáhrifa. Þau lýsa sér þannig að í kjölfar framleiðniaukningar í tilteknum geirum geta fyrirtæki þar boðið starfsmönnum betri laun. Hins vegar smitast launahækkunin yfir í aðra geira þrátt fyrir að framleiðniaukning hafi ekki átt sér stað þar. Í þeim geirum þar sem ekki hefur átt sér stað framleiðniaukning en laun hafa hækkað er einungis hægt að bregðast við launahækkunum með hærra verðlagi sé gert ráð fyrir að framleiðniaukning sé ekki möguleg. Þetta leiðir til hærra raungengis og í kjölfarið fylgir verðbólga. Hafi tiltekið hagkerfi ofhitnað á framangreindan veg og innlend eftirspurn þar af leiðandi aukist er það ekki tiltekið vandamál að halli sé á viðskiptajöfnuðinum svo lengi sem fjármagnsjöfnuðurinn sé jákvæður og peningar streymi inn í landið. Um leið og innflæði á fjármagnsjöfnuði hins vegar minnkar mun það leiða til aðlögunar í hagkerfinu og dregur úr hallanum á greiðslujöfnuðinum. Til að það gerist þarf raungengi að lækka og almenn eftirspurn að dragast saman enda upphaflega ekki innistæða í öllu hagkerfinu fyrir launahækkunum né aukningu í eftirspurn (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).

3 Hagræn áhrif gjaldeyrishafta

3.1 Gjaldeyrishöft

Samkvæmt kenningum hagfræðinnar hefur frjálst flæði fjármagns í för með sér margvíslegan ávinning fyrir þjóðir. Innflæði fjármagns í formi erlendrar lántöku getur gert löndum kleift að fara út í arðbærar fjárfestingar og beinni erlendri fjárfestingu fylgir aukin tækniþróun, aðgangur að alþjóðlegum tengslum og betri stjórnunarhættir í heimalandinu. Þar að auki fylgja ýmsir kostir útflæði fjármagns en það gerir einstaklingum og fyrirtækjum meðal annars kleift að fjárfesta erlendis og dreifa betur áhættunni af eignasafni sínu. Það er því ekki að undra að mörg þróuð lönd hafi losað um gjaldeyrishöft enda margir vænlegir kostir sem fylgja frjálssu fjárflæði. Þrátt fyrir framangreinda kosti hefur losun gjaldeyrishafta í sumum löndum haft í för með fjármálakreppur sem hefur gert það að verkum að endurmat hefur átt sér stað um fýsileika frjálss flæðis fjármagns (Forbes, 2007).

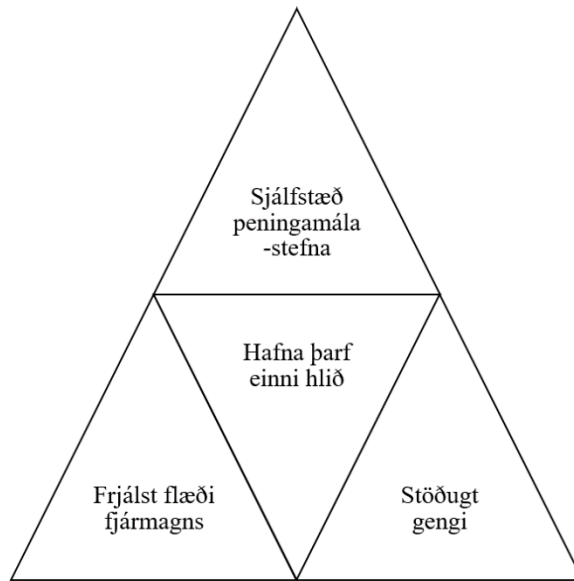
Gjaldeyrishöft eru höft í utanríkisviðskiptum sem koma í veg fyrir frjálst fjárflæði á milli landa og geta verið sett fram á margvíslegan hátt ásamt því að taka á sig ýmiss konar myndir (Forbes, 2007). Gjaldeyrishöftum fylgja ýmsir kostir en því til stuðnings má vísa til kenningar sem nefnd hefur verið „næstbesta lausnin“. Sú kenning byggir í raun á Paretó skilyrðunum en sé eitt þeirra óuppfyllt í almennu jafnvægi gefa hin skilyrðin ekki vísbendingar um hagkvæmni lengur. Þessi takmörkun á Paretó leiðir til þess að „næstbesta lausnin“ verður ákjósanlegasti kosturinn undir slíkum kringumstæðum. „Næstbesta lausnin“ getur því átt við þegar að gjaldeyrishöftum kemur en verði markaðsbrestir á fjármálamörkum geta hömlur á fjárflæði aukið hagsæld landa (Lipsey og Lancaster, 1956; Ariyoshi o.fl., 2000).

Við setningu gjaldeyrishafta hafa stjórnvöld úr nokkrum tegundum haft að velja. Hægt er að setja fram magnbundin gjaldeyrishöft sem eru höft á tiltekið magn af fjármagni, verðbundin gjaldeyrishöft sem eru höft á tiltekna upphæð af fjármagni, höft á innflæði eða útflæði fjármagns ásamt höftum á allt fjármagnsflæði til og frá landi. Þar að auki er hægt að setja fram gjaldeyrishöft á ákveðnar tegundir fjármagns svo sem beina erlenda fjárfestingu, bankalán og þar fram eftir götunum og einnig á ákveðna aðila í efnahagslífinu svo sem einstaklinga, lögaðila, banka og ríkisstjórnir (Forbes, 2007).

3.2 Hinn ómögulegi þríhyrningur í stjórnun peningamála

Þegar fjallað er um gjaldeyrishöft er gjarnan vísað til kenningarinnar um hinn ómögulega þríhyrning. Þríhyrningurinn samanstendur af þremur æskilegum valkostum í efnahagsstjórn

ríkja en þó geta stjórnvöld einungs valið tvo af þessum þremur valkostum. Þessir valkostir eru frjálst flæði fjármagns, stöðugt gengi og sjálfstæð peningamálastefna.



Mynd 5: Hinn ómögulegi þríhyrningur í stjórnun peningamála (Már Wolfgang Mixa, 2016).

Í efnahagsmálum eru allir þessir valkostir eftirsóttir en ástæðan fyrir því að stjórnvöld geta einungs valið tvo af þremur valkostanna er að ríki getur haft: (1) sjálfstæða peningamálastefnu og frjálst fjárflæði en fórnar þá stöðugu gengi, (2) frjálst fjárflæði og stöðugt gengi en fórnar sjálfstæðri peningamálastefnu og (3) sjálfstæða peningamálastefnu og stöðugt gengi en fórnar ótakmörkuðu fjárflæði. Ákveði stjórnvöld tiltekins lands að taka upp gjaldeyrishöft velja þau stefnu þrjú þar sem að hömlur eru settar á frjálst fjárflæði (Hamada og Takeda, 2001). Með þessari nálgun geta stjórnvöld með auðveldari hætti stjórnað samtímis gengi og vaxtastigi en það getur þótt eftirsóknarvert þegar tilteknar efnahagsaðstæður koma upp. Séu höft sett samtímis á út- og innflæði ætti fjárflæði til og frá landinu að minnka en séu einungis sett höft á útflæði mun nettófjármagnsflæði aukast til muna (Kristrún M. Frostadóttir, 2011).

Fræðimenn hafa fært ýmiss konar rök fyrir ágæti gjaldeyrishafta við tilteknar efnahagsaðstæður. Gjalddeyrishöft geta hjálpað þjóðum að halda í sjálfstæða peningamálastefnu og dregið úr þrýstingi á gengið. Þar að auki geta höft hentað vel til að vernda fjármála- og peningalegan stöðugleika í langvarandi fjármagnsflæði en einnig gagnast stjórnvöldum við að nálgast ódýrt fjármagn sem ríkið notar í útgjöldum sínum (Ariyoshi o.fl., 2000). Höft á gjaldeyrishöft geta jafnframt hjálpað löndum sem treysta mikið á innstreymi erlends fjármagns enda eru þau lönd fremur viðkvæm fyrir því ef innflæðið stöðvast skyndilega en slíkt getur leitt til fjármálakreppu og veikingu innlenda gjaldmiðilsins. Mikið innflæði fjármagns

getur hins vegar leitt til styrkingar gengisins sem um leið dregur úr samkeppnishæfni innlendra framleiðanda á alþjóðavettvangi. Sé þessu fjármagni ekki fjárfest í arðbærar fjárfestingar getur það leitt til offjárfestingar og þenslu í hagkerfinu sem getur reynst erfitt að takast á við (Ariyoshi o.fl., 2000).

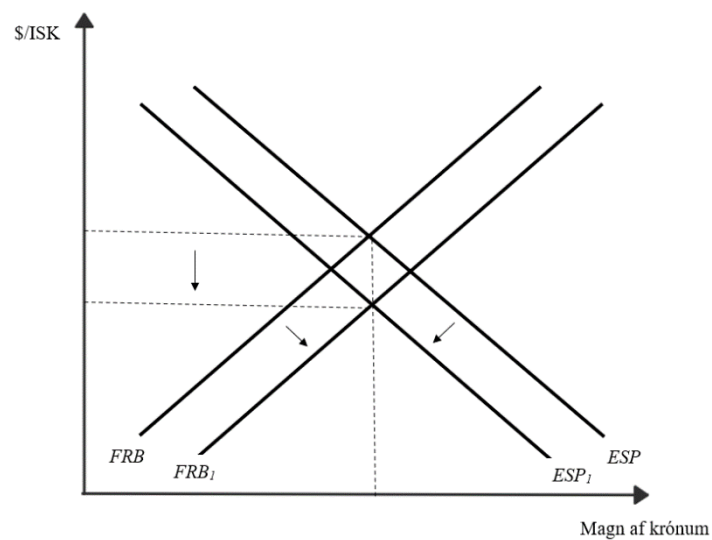
3.3 Tengsl efnahagskreppu og hafta á útflæði

Þegar efnahagskreppur skella á myndast aukin óvissa um áhættu og ávöxtun fjárfestinga. Þar með geta tvær meginforsendur erlendra fjárfestinga, aukin áhættudreifing og ávöxtun, brostið ansi skjótt sem leiðir til fjaðrafoks á fjármálamörkuðum. Í þessum aðstæðum er algengt að fjárfestar leiti í náðarfaðm stærri og öruggari gjaldmiðla og því geta sjálfstæð lítil mynsvæði átt undir högg að sækja þegar áföll ríða yfir. Í kjölfarið getur myndast fjármagnsflótti þar sem innlendir og erlendir aðilar flytja á skömmum tíma mikið magn fjármagns úr landi sem hefur í för með sér óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði og mikla veikingu innlenda gjaldmiðilsins (Lubin, 2020). Við þessar aðstæður má grípa til setningar gjaldeyrishafta er þjóna þeim tilgangi að verja gengi innlenda gjaldmiðilsins. Höftin eru gjarnan talin þjóðhagsvarúðartæki enda ekki á meðal hefðbundinna aðgerða í peninga- og gengismálum. Með haftasetningu getur skapast mikilvægt svigrúm til endurskipulagningar og gerir meðal annars stýrivaxtalækkun mögulega sem er almennt talið mikilvægt til að örva efnahagslífið í efnahagsáföllum (Kristrún M. Frostadóttir, 2011; Grétar Júníus Guðmundsson, 2008).

Myndist mikill þrýstingur á gengi innlendra gjaldmiðla í kjölfar efnahagsáfalla hafa seðlabankar stóru hlutverki að gegna. Til skamms tíma geta þeir reynt að stemma stigu við veikingunni með því að selja úr gjaldeyriforða sínum í þeirri von að framboðsaukningin af innlenda gjaldmiðlinum gangi aftur til baka. Þetta er oft og tíðum skammvinn lausn því ef framboðið gengur ekki til baka getur forðinn verið fljótur að ganga til þurrðar. Ef slíkt gerist er aðeins tvennt í stöðunni, láta markaðsöflin ráða og leyfa gengi innlenda gjaldmiðilsins að falla eða setja á gjaldeyrishöft (Seðlabanki Íslands, 2011b; Kristrún M. Frostadóttir, 2011). Ein meginástæða þess að stjórnvöld koma í veg fyrir mikla gengisveikingu er til þess að sporna við lífskjaraskerðingu almennings (Hörður Ægisson, 2012). Í kjölfar gengisveikingar verður innflutt vara og þjónusta dýr sem leiðir gjarnan til verðbólgu. Gengisveiking getur þó haft mismikil áhrif á kaupmátt almennings þar sem áhrif veikingar á verðlag er háð efnahagslegum aðstæðum hverju sinni. Í þessu samhengi má styðjast við mælikvarða sem nefnist gengisleki en hann mælir hversu mikil áhrif gengisbreytingar hafa á verðlag (Þorsteinn Friðrik

Halldórsson, 2018). Stjórnvöld geta brugðist við veikingunni með höftum á útflæði en það dregur úr framboði af innlenda gjaldmiðlinum á markaði (Kristrún M. Frostadóttir, 2011).

Taki lönd ákvörðun um að setja höft á bæði fjármagnshreyfingar til og frá landinu verður skyndileg stöðvun á innflæði fjármagns (Kristrún M. Frostadóttir, 2011). Þetta getur haft mikil áhrif á efnahag þjóða, sérstaklega þeirra sem hafa viðskiptahalla og treysta á stöðugt innflæði fjármagns til að fjármagna hallann. Í kjölfarið þurfa viðkomandi þjóðir því að knýja fram viðskiptaafgang til að samtala greiðslujafnaðar verði núll en til að það gerist þarf raungengislækkun að eiga sér stað (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).



Mynd 6: Gengislækkun innlenda gjaldmiðilsins.

4 Gjaldeyrishöft á Íslandi í gegnum tíðina

4.1 Fyrri gjaldeyrishöft

Segja má að saga Íslands sé að stórum hluta saga einangraðar þjóðar. Í gegnum aldirnar hafa skipst á tímabil hafta og frelsis en takmarkanir í utanríkisviðskiptum landsins má rekja til upphafs 14. aldar þegar verslun var í fjötrum einokunar Norðmanna (Ásgeir Jónsson, 2013). Á næstu öldum skiptust erlendar þjóðir á að vera ráðandi í verslun hér á landi og var einokuninni ekki aflétt fyrr en árið 1854 með undirritun fríverslunarлага er heimiluðu Íslendingum að versla með jöfnum kjörum við flestallar þjóðir. Þrátt fyrir undirritun laganna og tímabils viðskiptafrelsis átti einokunin eftir að teygja anga sína fram til upphafs 20. aldar þar sem utanríkisverslun hafði áfram verið undir áhrifum erlendra þjóða. Það var ekki fyrr en árið 1904 er Ísland fékk heimastjórn sem algjört verslunarfrelsi kom á og miklar framfarir urðu í íslensku efnahagslífi (Jón Sigurðsson, 1988). Eftir að heimastjórn var fengin stunduðu Íslendingar frjálst utanríkisviðskipti í tæplega þrjá áratugi eða allt til ársins 1931 er fyrstu gjaldeyrishöftin voru tekin upp hér á landi. Í millitíðinni, eða árið 1918, höfðu Íslendingar hlotið fullveldi en svo virðist sem verslunarfrelsið sem fylgt hafði heimastjórninni hafi reynst Íslendingum of stór böggull að bera þar sem þeir settu sér sjálfir takmarkanir fljótlega eftir að hafa losnað undan þeim (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).

Gjaldeyrishöftin sem tóku gildi árið 1931 má rekja til kreppunnar miklu er hófst árið 1929 í Bandaríkjunum. Höft þessi voru tekin upp til að ná betri stjórn á íslensku krónunni ásamt því að vernda gjaldeyrisforða Landsbanka Íslands en sá banki er forveri Seðlabanka Íslands og hafði leyfi til seðlaprentunar. Ástæða þess að Ísland tók upp gjaldeyrishöft var að útflutningsvörur landsins höfðu fallið í verði um helming en þar að auki höfðu ríki sem Íslendingar stunduðu viðskipti við aukið innflutningshöft sín og tolla sem leiddi til þess að skortur skapaðist á gjaldeyri. Ekki leið á löngu þar til að reglugerð sem herti enn frekar á reglum um gjaldeyrisviðskipti og takmarkanir á innflutning á vörum og þjónustu var samþykkt ásamt því að skilaskylda var sett á. Höft þessi voru töluvert gagnrýnd af stjórnmalaflokkum en þau voru meðal annars talin hindra alþjóðlega samvinnu, trufla viðskiptalífið og skapa atvinnuleysi. Þrátt fyrir þessa gagnrýni var höftunum ekki aflétt fyrr en rúmum sex áratugum síðar, árið 1995, eftir að Ísland varð aðili að Evrópska efnahagssvæðinu (EES) en frjálst flæði fjármagns er ein af meginstoðum EES-samningsins. Samningurinn kveður á um bann við gjaldeyrishöftum nema aðeins sé um tímabundna ráðstöfun að ræða þegar mikill óstöðugleiki ríkir á gjaldeyris- og fjármagnsmarkaði (Finnur Oddsson o.fl., 2011).

4.2 Tildrög seinni gjaldeyrishaftanna

Út frá sjónarhorni viðskiptafrelsis má segja að Íslendingar hafi staðið í sambærilegum sporum við afnám gjaldeyrishaftanna árið 1995 og við upphaf 20. aldar. Ísland hafði samkvæmt reglum EES-samningsins losað um hömlur á utanríkisviðskipti og því algjört viðskiptafrelsi komið á eftir rúma sex áratugi í höftum. Með viðskiptafrelsinu hófst eitt mesta vaxtaskeið í sögu landsins þar sem gríðarlega mikið af erlendu fjármagni streymdi hingað til lands. Fjárstreymið var þó aðallega í formi lána í stað eiginfjárframlaga en þar skilur á milli viðskiptafrelsisins við upphafs 20. aldar og árin eftir gildistöku EES-samningsins. Skorturinn á beinni erlendri fjárfestingu og mikil erlend lántaka hafa verið taldir einir helstu veikleikar íslensku útrásarinnar og má í raun segja að hin mikla erlenda lántaka hafi leitt til falls fjármálakerfisins sem endaði með upptöku hafta á nýjan leik árið 2008 (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).

Á fyrstu árunum eftir gildistöku samningsins var erlenda fjármagnið sótt með beinum lántökum og fjármagnið sem streymdi inn í íslenskt efnahagslíf voru þar með erlend endurlán. Á árunum 1998 til 2002 voru íslensku bankarnir einkavæddir en Búnaðarbanki og Kaupþing sameinuðust undir nafni Kaupþings, stærsti hluti ríkisins í Landsbanka Íslands var seldur og Fjárfestingarbanki atvinnulífsins var sameinaður Glitni (Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson, 2010a). Á svipuðum tíma og einkavæðing bankanna hófst fóru bankarnir að gefa út skuldabréf á erlendum mörkuðum en með því stækkuðu efnahagsreikningarnir töluvert. Bankarnir létu þó ekki þar við staðar numið og gáfu skuldabréf út í enn meiri mæli eftir árið 2004 sem endurspegladist í sjöföldun á samanlögðum efnahagsreikningi bankanna þriggja á árunum 2004 til 2007 (Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson, 2010b). Þessi mikla útrás varð bönkunum á endanum að falli sem átti eftir að hafa gríðarlegar efnahagslegar afleiðingar í för með sér.

4.2.1 Gengi íslensku krónunnar

Fyrir gildistöku samningsins um Evrópska efnahagssvæðið var ákveðið að hefja skyldi viðskipti með íslensku krónuna á millibankamarkaði. Á markaðnum fara fram gjaldeyrisviðskipti með íslenskar krónur fyrir Bandaríkjadali og opnaði markaðurinn þann 23. maí 1993. Tilgangur millibankamarkaðarins var að láta lögmál framboðs og eftirspurnar stjórna gengi krónunnar en fram að því hafði Seðlabankinn skráð gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónunni út frá daglegum innbyrðis breytingum (Seðlabanki Íslands, 2001). Frá árinu 1983 hafði fastgengisstefna verið við lýði þar sem Seðlabankinn hélt genginu föstu með inngripum á markaðnum til þess að halda genginu innan ákveðinna viðmiðunarmarka. Þessi stefna var

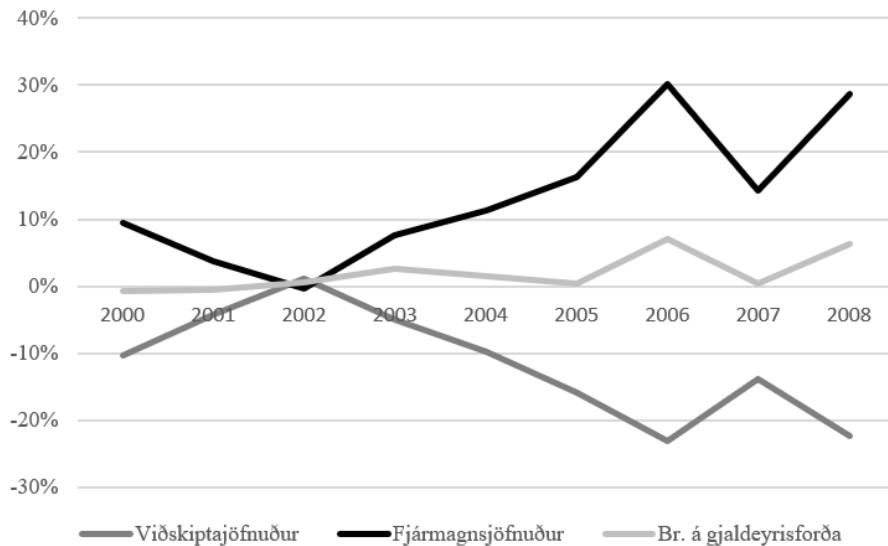
afnumin árið 2001 þegar stjórnvöld tóku ákvörðum um setja gengið á flot ásamt upptöku verðbólguþröskulmíða (Finnur Oddsson o.fl., 2011).

Líkt og sést á mynd 7 hér að neðan var nokkuð stöðug styrking á gengi krónunnar frá árslokum 2001 fram til ársins 2006. Á þessum tíma þótti hagstætt að taka erlend endurlán og var erlendar lánsfjármögnun farið að gæta víða í íslensku efnahagslífi og á meðal almennings. Þessari erlendu lánsfjármögnun fylgdi mikil gengisáhætta og sér í lagi hjá fyrirtækjum sem hvorki höfðu tekjur í erlendri mynt né yfir erlendum eignum að ráða. Þessi þróun var stór veikleiki íslensku útrásarinnar og átti eftir að verða mörgum fyrirtækjum og heimilum að falli. Þegar efnahagskreppan skall á veiktist gengi íslensku krónunnar gríðarlega og þar með hækkaði höfuðstóll erlendu lánanna í íslenskum krónum talið. Hefði fjármögnun íslenskra fyrirtækja byggt meira á beinni erlendri fjárfestingu í stað erlendar lántöku hefði líklega ekki farið eins og illa og raun bar vitni (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).



Mynd 7: Gengisþróun íslensku krónunnar á árunum á árunum 2001 til 2009 (Hagstofa Íslands, e.d.-a).

Ástæður fjármagnsinnstreymisins á árunum fyrir efnahagskreppuna má rekja til mikils vaxtamunar við útlönd ásamt hækkandi gengi krónunnar frá árinu 2006. Fjármagnið kom meðal annars til vegna „venjulegra“ fjárfestinga og skuldaskjala sem oft hafa verið nefnd jöklabréf. Jöklabréf þessi voru gefin út af erlendum aðilum í íslenskum krónum og því áttu erlendir aðilar töluverðar eignir í íslenskum krónum sem síðar átti eftir að reynast vandamál þegar að losun gjaldeyrishafta kom (Seðlabanki Íslands, 2009; Gylfi Magnússon, 2007). Þetta mikla innstreymi endurspegladist í stöðugum vexti á fjármagnsjöfnuði allt frá árinu 2002 fram til efnahagshrunsins árið 2008 þar sem jöfnuðurinn náði hámarki.



Mynd 8: Viðskipta- og fjármagnsjöfnuður ásamt breytingu á gjaldeyrisforða sem hlutfall af landsframleiðslu á árunum 2000 til 2008 (Seðlabanki Íslands, e.d.-c).

4.3 Fall íslensku bankanna

Það var um miðjan september árið 2008 að fjármálafyrirtæki um allan heim lentu í vandræðum en ástæðuna má rekja til bandaríska fjármálafyrirtækisins Lehman Brothers. Bankinn hafði sótt um greiðslustöðvun þann 15. september en það hrinti af stað atburðarás er leiddi til mikilla hræringa á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Ísland varð þar ekki undanskilið en við þessar aðstæður féllu viðskiptabankarnir þrír, Kaupþing, Glitnir og Landsbanki Íslands, í októberbyrjun árið 2008 (Seðlabanki Íslands, 2019). Í ljósi þessara aðstæðna var gripið til fordæmalausrar lagasetningar á heimsvísu sem Íslendingar hafa kallað neyðarlögin. Þessi lagasetning veitti fjármálaeftirlitinu víðtækar heimildir til að skipta gömlu viðskiptabönkunum þremur upp, taka yfir starfsemi þeirra og mynda nýja banka ásamt því að innistæður í bönkunum fengu forgang yfir aðrar kröfur. Þetta var gert til að tryggja að innistæður landsmanna myndu ekki glatast en slíkt hefði strítt gegn hagsmunum innistæðueigenda og rúið traust þeirra gagnvart fjármálakerfinu (Þorbjörn Þórðarson, 2018).

4.4 Seinni gjaldeyrishöft

Hið fordæmalaus efnahagsáfall sem dundi á íslensku þjóðinni árið 2008 varð til þess að gjaldeyrishöft voru aftur tekin upp hér á landi, einungis 14 árum eftir inngöngu Íslands í Evrópska efnahagssvæðið. Við fall íslensku bankanna varð nær ómögulegt að verða sér úti um erlendan gjaldeyri þar sem alþjóðleg greiðslumiðlun hafði að mestu stöðvast hér á landi. Því

voru gjaldeyrishöft í raun komin á þó að Alþingi hafi ekki samþykkt heimild fyrir gjaldeyrishöftum fyrr en 28. nóvember 2008. Með samþykkt þessari fékk Seðlabankinn heimild til að setja á takmarkanir sem bönnuðu alla fjármagnsflutninga til og frá landinu að undanskildum greiðslum fyrir vöru og þjónustu. Þegar löggin voru sett á árið 2008 kom skýrt fram í greinargerð að höftin væru neyðarúrræði og mikilvægt að afnema þau eins fljótt og mögulegt var enda talið að þau myndu hafa talsvert neikvæð áhrif á efnahag landsmanna (Finnur Oddsson o.fl., 2011).

Tilgangur haftanna var að koma í veg fyrir gríðarlegan fjármagnsflóttu og mikla gengisveikingu íslensku krónunnar. Áður en höftin voru sett á hafði gengið fallið um 25% á einungis einni viku og ef ekki hefði verið fyrir höftin hefði gengið fallið enn frekar (Baldursson, Portes og Thorlaksson, 2017). Lítil mótmæli voru meðal aðildarþjóða Evrópska efnahagssvæðisins þrátt fyrir að fjórfrelsi sé tryggt í samningnum. Ástæðuna má líklega rekja til þess að höftin voru hluti af aðgerðaáætlun sem Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn setti fram og því greinilegt að um neyðarúrræði væri að ræða (Finnur Oddsson o.fl., 2011). Þá er vert að nefna að höftin voru söguleg fyrir þær sakir að í fyrsta sinn lagði Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn til að þróað ríki tæki upp gjaldeyrishöft en fram af því hafði sjóðurinn einungis hvatt þróunarlönd til að grípa til haftasetningar (Sigurgeirsdóttir og Wade, 2014).

Ákveðið var að höftin skyldu vera í formi magntakmarkana en slík höft eru talin strangasta form gjaldeyrishafta. Fræðimenn telja að slík tegund gjaldeyrishafta sé sérstaklega skaðleg efnahagslífi til langs tíma þar sem takmarkanirnar bjaga fjárfestingarákvarðanir ásamt því að draga úr hagkvæmni og verðmætasköpun hagkerfa. Ef horft er til reynslu þróaðra ríkja má sjá að gjaldeyrishöft hafa lítil sem engin jákvæð áhrif á hagvöxt efnahagskerfa ásamt því að fylgni er á milli gjaldeyrishafta og hærri verðbólgu (Finnur Oddsson o.fl., 2011). Með höftunum voru skordur settar á fjármagnsjöfnuð þar sem lokað var á fjármagnsflutninga á milli landa. Hins vegar voru viðskipti með vörur og þjónustu leyfð og því gætti áhrifanna minna í viðskiptajöfnuði (Seðlabanki Íslands, 2009).

Árin fyrir hrún hafði halli verið á greiðslujöfnuði sem fjármagnaður var með erlendu fjármagni. Þegar efnahagskreppan skall á og höftin lokuðu á fjármagnshreyfingar á milli landa gat slíkt ekki lengur staðist þar sem viðskiptahallinn hefði setið eftir ófjármagnaður. Því þurfti Ísland að aðlaga sig að breyttum aðstæðum með því að þvinga fram raungengisveikingu sem dró úr innflutningi og jók útflutning í þeim tilgangi að knýja fram viðskiptaafgang og þar með halda greiðslujöfnuði í jafnvægi (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014). Þó hefðu Íslendingar getað gripið til annarra ráðstafana en gjaldeyrishafta enda hefði verið hægt að

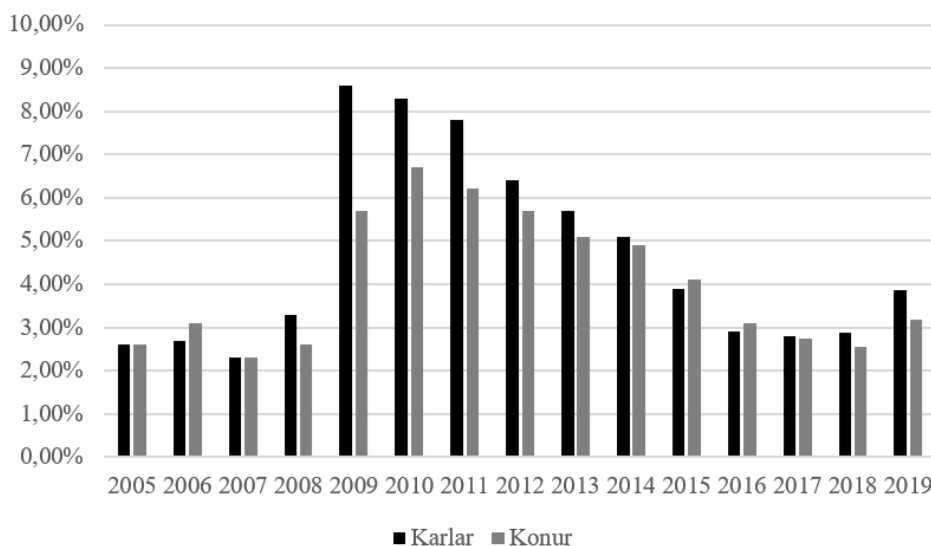
fjármagna útlæði fjármagnsjafnaðarins með því að skila miklum viðskiptaafgangi. Með þessari ráðstöfun hefðu lífskjör landsmanna versnað mikið enda myndi innflutningur vara hríðfalla í kjölfar mikillar raungengislækkunar og neysla almennings hefði jafnframt þurft að dragast mikið saman. Þó hefði þessi aðgerð líklegast ekki gengið upp enda almenningur óreiðubúinn að taka á sig svo mikla lífkjaraskerðingu (Baldursson, Portes og Thorlaksson, 2017).

4.5 Áhrif gjaldeyrishafta á atvinnu- og efnahagslíf

Saga Íslands hefur sýnt fram á að gjaldeyrishöft geta reynst mikilvægt stjórnþæki þegar efnahagsáfall ríða yfir. Með haftasetningu myndast tækifæri til endurskipulagningar í hagkerfum ásamt því að stýrivaxtalækkun verður möguleg sem getur verið mikilvægur liður í því að örva hagkerfi þegar samdráttur á sér stað. Því geta gjaldeyrishöft reynst gagnleg til skamms tíma á meðan mesta höggið ríður yfir en sé horft til langs tíma er það almenn skoðun fræðimanna að höft hafi neikvæð áhrif á efnahagskerfi (Edison og Reinhart, 2001). Þar sem höft eru oftast talin skaðleg hvatti Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn ríki til afnáms hafta á utanríkisviðskiptum en með árunum hefur þessi andstaða hans til hafta minnkað til muna (Sigurgeirsdóttir og Wade, 2014). Höftin eru talin leiða til missetningar fjármagns þar sem fjárfestar geta ekki fjárfest erlendis en þar gætu vænlegustu fjárfestingarkostirnir legið (Graham, Peltomäki og Sturludóttir, 2015). Haftasetning getur því leitt til þess að skráð félög á markaði séu yfirverðlögð enda fjárfestingarkostir í sumum tilvikum af skornum skammti líkt og eftir efnahagshrunið hér á landi. Þar með eru fjármagnsviðskiptin stjórnþækiavædd enda stjórnvöld sem koma í veg fyrir að fjárfest sé erlendis og því fjárfestingar ekki lengur ákvarðaðar á hinum frjálsa markaði heldur fremur á pólitískum vettvangi (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014). Til lengri tíma litið eru gjaldeyrishöft skaðleg hagvexti ríkja þar sem þau hafa hamlandi áhrif á vöxt og framgang atvinnulífs. Áhrifin geti komið fram á ýmsa vegu en þau hafa til að mynda neikvæð áhrif á fyrirtæki þar sem erfiðara er fyrir þau að ná rekstrarlegum markmiðum sínum ásamt því að fyrirtæki auka yfirleitt ekki umsvif sín á tímum hafta. Einnig eiga sprota- og nýsköpunarfyrirtæki erfiðara með að sækja á erlenda markaði þar sem höftin loka á fjármagnsflutninga á milli landa. Höft leiða þar að auki til minni fjárfestinga sem eykur frekar á atvinnuleysi eins og raungerðist í efnahagsáfallinu 2008 en jafnframt fylgir því ónýtt framleiðslugeta í landinu (Íslandsstofa, 2011; Finnur Oddsson o.fl., 2011).



Mynd 9: Hagvöxtur á árunum 2006 til 2019 (Hagstofa Íslands, e.d.-d).



Mynd 10: Atvinnuleysi eftir kyni á árunum 2005 til 2019 (Hagstofa Íslands, e.d.-h).

4.6 Afnáam seinni gjaldeyrishafta

Við setningu gjaldeyrishaftanna árið 2008 tóku stjórnvöld það fram að höftin yrðu einungis tímabundin ráðstöfun á meðan að stöðugleika væri náð í hagkerfinu. Sumir eru þó þeirrar skoðunar að það hafi aldrei raunverulega komið til greina að aflétta höftunum um leið og versta áfallið væri yfirstaðið þar sem fyrst þyrfti að eiga sér stað uppgjör í tengslum við fall gömlu bankanna. Líkt og tíminn átti eftir að leiða í ljós voru þessar efasemdaraddir ekki sprotnar úr engu þar sem stærstur hluti gjaldeyrishaftanna var við lýði í liðlega níu ár og árið 2020 hafa

þau ekki enn verið fyllilega afnumin. Á þessum tæpa áratug sátu stjórnvöld þó ekki auðum höndum en til að mynda voru settar fram þrjár áætlanir er miðuðu að afnámi haftanna. Markmið þeirra var að leysa úr vandanum sem skapast hafði vegna falls gömlu bankanna og líklegra fjármagnsflutninga úr landi enda var það grundvöllur fyrir því að mögulegt væri að afnema höftin (Stjórnarráð Íslands, e.d.-a; Baldursson, Portes og Thorlaksson, 2017).

4.7 Fjármagnsflutningar frá litlu sjálfstæðu myntsvæði

Því hefur verið haldið fram að uppgjör íslensku bankanna sé gott dæmi um vandamálin sem fylgja því að flytja mikið fjármagn frá litlu sjálfstæðu myntsvæði. Þetta vandamál hefur verið nefnt færsluvandi og byggist á hættunni sem gæti stafað af því að erlendir og innlendir aðilar flytji á stuttum tíma gríðarlegt fjármagn úr landinu sem myndi leiða til mikils gengisfalls krónunnar. Ef Ísland væri hluti af stærra myntsvæði, til að mynda Evrusvæðinu, væri hættan á gengisfalli hins vegar úr sögunni þar sem fyrrnefndir fjármunir væru þá einungis lítill hluti hinna gríðarlegu fjármuna sem tilheyra stærri myntsvæðum. Rót færsluvandans liggur í hinu mikla innflæði fjármagns á árunum fyrir hrun en líkt og rakið var hér að ofan margfaldaðist peningamagn í umferð á skömmum tíma eftir að einkavæðing bankanna hófst. Eftir hrun var stærstur hluti þessa fjármagns lausafé í bönkum landsins en talið var að þessir peningar myndu streyma frá landinu um leið og höftunum yrði aflétt. Það myndi leiða til gríðarlega neikvæðs fjármagnsjafnaðar og veikingar krónunnar og því skipti tímasetning afnáms öllu máli (Baldursson, Portes og Thorlaksson, 2017; Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2015).

Segja má að færsluvandi Íslands eftir hrun hafi verið þrískiptur og skiptist í aflandskrónur, farkrónur og slitakrónur. Eðli þessara þriggja þátta er allt hið sama, þetta voru krónur sem líklegar voru til að leita út fyrir landsteinana eftir að gjaldeyrishöftin yrðu afnumin. Eignarhald þessara króna var hins vegar ólíkt enda aflands- og slitakrónur að mestu í eigu erlendra fjárfesta en farkrónur aðallega í eignarhaldi innlendra aðila. Gert var ráð fyrir því að allar þessar krónur samsvöruðu 100–150% af íslenskri landsframleiðslu og því væri þetta mikið útflæði í gegnum fjármagnsjöfnuðinn sem og gjaldeyrismarkaðinn (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2015).

4.7.1 Aflandskrónur

Á árunum 2005–2008 hækkaði Seðlabanki Íslands stýrivexti sína en þar með myndaðist aukin spurn eftir íslensku krónunni. Þessir háu vextir leiddu til vaxtamunarfjárfestinga þar sem erlendir fjárfestar fluttu fjármagn hingað til lands í stríðum straumum en gera má ráð fyrir að

gríðarlega fjárfestingarþörf og þurftu þeir aðgang að erlendum mörkuðum til að geta dreift áhættunni í eignasöfnum sínum. Þá var einnig misvægi í eignasöfnum einstaklinga enda hafði töluverð eignamyndun átt sér stað í krónum á meðal margra frá hruni og þar með orðið eftirsóknarvert að fjárfesta erlendis (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2015).

Ef misvægið í eignasöfnum er skoðað nánar kemur í ljós að vandinn var ekki einhliða, það er Íslendingar voru ekki einir um það að vilja fjárfesta erlendis og dreifa áhættunni af sínum eignasöfnum. Eignadreifingaviðmið ættu í raun að hvetja erlenda fjárfesta til að flytja fjármagn hingað til lands enda er lítil fylgni á milli íslenskra og erlendra eigna ásamt því að arðsemi eigna hérlendis hefur löngum verið sérstæð. Til þess að erlendir aðilar myndu vilja flytja fjármagn hingað til lands eftir hrun þurfti Ísland að tryggja að eftirsóknarvert væri að fjárfesta hér á landi. Gjaldeyrishöftin drógu hins vegar úr áhuga erlendra aðila til fjárfestinga enda hefðu þeir ekki getað selt íslensku eignirnar og flutt fjármagnið aftur frá landinu. Þar með var mikilvægt að afnema gjaldeyrishöftin til þess að auka beina erlenda fjárfestingu hér á landi eftir hrun (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).

4.7.3 Slitakrónur

Eins og nefnt var hér að framan gripu stjórnvöld til neyðarlaga við fall íslensku bankanna sem veitti fjármálaeftirlitinu víðtækar heimildir til inngripa í rekstri viðskiptabankanna þriggja og til stofnunar á nýjum bönkum. Með þessu voru innlán gömlu bankanna og innlendar eignir er stóðu undir virði innlána flutt yfir í nýjan banka. Eftir stóðu því gömlu bankarnir með kröfur, að stórum hluta frá erlendum aðilum, sem fóru í slitameðferð. Þar með fengu innistæður forgang fram yfir aðrar kröfur og því var kröfuröð bankanna breytt. Með þessu voru 1.400 ma.kr. fluttir úr gömlu bönkunum til innistæðueigenda í nýju bönkunum en innistæðurnar héldu fullu nafnverði. Neyðarlögin voru fordæmalaus á heimsvísu en þó þekktist í Bandaríkjunum að kröfuhafaröð hafi verið breytt og innistæður fái forgang fram yfir aðrar kröfur (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).

Slitameðferð gömlu bankanna stóð fram til ársins 2015 en þá náðust samningar við kröfuhafa (Baldursson, Portes og Thorlaksson, 2017). Stærstur hluti kröfuhafa í slitabúunum voru skuldabréfaeigendur sem fyrir setningu neyðarlaganna voru jafnir innistæðueigendum í kröfuröðinni en voru nú orðnir réttminni. Þar sem nýju bankarnir tóku eignir úr gömlu bönkunum til að standa undir innistæðunum fengu skuldabréfaeigendur minna greitt til baka en áður var talið. Heildarkröfur slitabúana námu um 9.767 ma.kr. en það náðist að innheimta

um 4.975 ma.kr. sem nemur um 51% og þar af leiðandi nam heildartapið um 4.792 mö.kr. (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).

Þrátt fyrir að töluvert af eignum hafi verið færðar yfir í nýju bankanna með setningu neyðarlaganna stóðu eftir ýmsar eignir í gömlu bönkunum, bæði innlendar og erlendar. Til að ljúka mætti slitameðferð gömlu bankanna þurfti að koma þessum eignum í verð enda sala þeirra grundvöllur fyrir því að greiðsla til kröfuhafa gæti átt sér stað. Þegar horft er til greiðslna til kröfuhafa eftir sölu eignanna skiptir merkimiðinn innlend eða erlend eign miklu máli upp á fjármagnsjöfnuð landsins. Þar sem færslur erlendra eigna streyma ekki í gegnum fjármagnsjöfnuðinn eiga sér engin viðskipti stað á gjaldeyrismarkaðnum vegna þeirra og þar af leiðandi verður gengi krónunnar ekki fyrir áhrifum. Innlendar eignir eru hins vegar önnur saga enda mun útflæði á virði þeirra skapa færsluvanda við greiðslu til erlendra kröfuhafa. Eignir föllnu bankanna námu um 2.213 mö.kr. en af þeim voru 900 ma.kr. innlendar eignir og 1.314 ma.kr. erlendar eignir. Ef þessar miklu innlendu eignir hefðu streymt út í gegnum fjármagnsjöfnuðinn hefði gengi íslensku krónunnar fallið töluvert og því var ljóst að grípa þurfti til einhverra ráðstafana til að leysa færsluvandann (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014).

4.8 Stór vandamál og margar áætlanir

Allt frá setningu til afnáms gjaldeyrishaftanna átti sér stað mikil vinna er miðaði að því að leita lausna við færsluvandanum til að afnám haftanna yrði að veruleika. Til að mynda skipuðu stjórnvöld að minnsta kosti þrjár nefndir ásamt því að þrjár áætlanir voru settar fram (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2015; Stjórnarráð Íslands, e.d-a). Fyrsta áætlunin leit dagsins ljós árið 2009 en henni var skipt upp í tvo áfanga, fyrri áfanginn sneri að afnámi hafta á innstreymi erlends gjaldeyris en seinni áfanginn sneri að afnámi hafta á útstreymi. Sett voru fram tiltekin skilyrði sem uppfylla þurfti áður en að þessir tveir áfangar gætu gengið í gegn (Seðlabanki Íslands, 2009). Skilyrðin fyrir innstreymi voru fljótt uppfyllt enda leið ekki á löngu þar til að grænt ljós var gefið á innstreymi erlends fjármagns. Ástæður þess má rekja til jákvæðra áhrifa innstreymisins á bæði styrkingu krónunnar og gjaldeyrisforða Seðlabankans en þar að auki átti innstreymið að skapa aukið svigrúm fyrir útstreymi (Finnur Oddsson o.fl., 2011).

Önnur afnámsáætlunin var síðan sett fram árið 2011 en hún skiptist líkt og sú fyrri í tvo megináfanga. Fyrri áfanginn sneri að lökkun aflandskróna ásamt auknum heimildum til að nota þær til fjárfestinga hér á landi en líkt og fyrr hefur komið fram þurfti sérstakt leyfi frá

Seðlabankanum til að hægt væri að ráðstafa aflandskrónum hér á landi (Seðlabanki Íslands, e.d-a). Þetta var meðal annars framkvæmt með gjaldeyrisútboðum en við gerð seinni áætlunarinnar námu aflandskrónurnar um 465 mö.kr. (Stefán Jóhann Stefánsson, 2012). Seinni áfangi áætlunarinnar miðaði síðan að afnámi hafta á almenn gjaldeyrisviðskipti. Hins vegar var tekið fram að þessi hluti áætlunarinnar yrði ekki framkvæmdur fyrr en viðunandi árangri yrði náð varðandi lækkun aflandskróna en einnig þurftu ýmis önnur skilyrði að vera uppfyllt, til að mynda í tengslum við gjaldeyrisforða Seðlabankans (Seðlabanki Íslands, e.d-a).

Þriðja og síðasta afnámsáætlunin var síðan samþykkt af ríkisstjórninni árið 2015. Þar var kynnt til sögunnar þrískipt lausn sem átti að vera grundvöllur fyrir afnámi haftanna. Í fyrsta lagi gerði áætlunin ráð fyrir stöðuleikaskilyrði sem framkvæmt yrði með 39% stöðugleikaskatti, í öðru lagi yrðu haldin útboð sem beindust að aflandskrónum á læstum reikningum og í þriðja lagi var stefnt að losun hafta á almenning svo framarlega sem fyrri aðgerðir gengu upp (Sigurður Hannesson, 2015).

4.9 Höft að mestu afnumin

Í október árið 2016 samþykkti Alþingi lagabreytingu sem miðaði að losun gjaldeyrishafta á einstaklinga og lögaðila, bæði erlenda og innlenda. Lagabreytingin var sett fram í tveimur áföngum en fyrri áfanginn losaði um takmarkanir á beinar erlendar fjárfestingar, gerði einstaklingum kleift að fjárfesta árlega í einni erlendri fasteign, fjárfestingar í fjármálagerningum útgefnum í erlendum gjaldeyri ásamt öðrum peningakröfum voru leyfðar og þá voru fyrirfram- og uppgreiðslur erlendra lána heimilaðar að upphæð 30 m.kr. Síðari áfanginn sem kom til framkvæmda þann 1. janúar 2017 jók enn fremur á frelsi á fjármálamörkuðum. Áfanganum fylgdu heimildir til fjárfestinga í fjármálagerningum útgefnum í erlendum gjaldeyri ásamt því að heimilaðar voru fyrirfram- og uppgreiðslur erlendra lána upp að 100 m.kr. Þar að auki voru innistæðuf lutningar innan fyrrgreinds hámarks heimilaðir og heimildir einstaklinga voru rýmkaðar varðandi kaup og sölu á erlendum gjaldeyri með reiðufé. Að lokum voru skilyrði um innlenda vörsluaðila á erlendum verðbréfafjárfestingum felld niður og jafnframt var vörsluf lutningur verðbréfa heimilaður (Stjórnarráð Íslands, 2017).

Með framangreindum aðgerðum voru gjaldeyrishöftin sem komið var á eftir efnahagsáfallið árið 2008 að mestu afnumin þann 14. mars 2017 (Morgunblaðið, 2017). Losun haftanna þótti takast vel til enda hafði undirbúningur staðið yfir í fjölda ára. Í kjölfar afnámsins urðu óvenjumiklar sveiflur í gengi krónunnar en þær voru þó að hluta til fyrirsjáanlegar enda

loksins mögulegt fyrir fjárfesta að flytja fjármagn erlendis. Þessar sveiflur í genginu stóðu þó ekki lengi yfir og haustið 2017 hafði verulega dregið úr þeim. Sveiflurnar mátti meðal annars rekja til erlendra fjárfestinga lífeyrissjóðanna enda hafði á haftatímanum þó nokkuð verið fjallað um mikilvægi áhættudreifingar á lífeyrissparnaði landsmanna (Stjórnarráð Íslands, 2018).

Lánshæfiseinkunn Íslands jókst í kjölfar afnámsins en matsfyrirtækið Standard & Poor's ákvað að hækka lánshæfiseinkunn ríkissjóðs í A. Með losun fjármagnshaftanna taldi Standard & Poor's að Ísland væri að draga úr greiðslujafnaðaráhættu ásamt því að styrkja stöðu landsins á erlendri grundu. Bandaríska matsfyrirtækið Fitch Ratings ákvað einnig að hækka lánshæfiseinkunn íslenska ríkisins og áttu tvær hækkanir sér stað á einungis hálfu ári (Stjórnarráð Íslands, 2018). Þar sem lánshæfismat endurspeglar getu ríkisins til að standa við innlendar og erlendar skuldbindingar skipta lánshæfismöt miklu máli á fjármálamörkuðum og hafa veruleg áhrif á þau kjör sem íslenska ríkinu býðst (Stjórnarráð Íslands, e.d.-b).

Í maí 2019 voru frekari skref í átt að frjálsu fjárflæði stigin er samþykktar voru lagabreytingar er fólu í sér að sérstökum takmörkunum á aflandskrónur var að hluta til aflétt. Breytingarnar fólu í sér þrenns konar heimildir fyrir aflandskrónueigendur til flutnings fjármagns af reikningum sem háðir voru takmörkunum: (1) Aflandskrónueigendur fengu almennar heimildir til að flytja aflandskrónur erlendis með losun þeirra á reikningum hérlendis og kaupum á erlendum gjaldeyri, (2) þeir aflandskrónueigendur sem átt höfðu aflandskrónueignir samfelld frá árinu 2008 fengu sérsakar heimildir til að losna undan takmörkunum laganna og halda þeim hér á landi sem fullgildum álandskrónum og (3) einstaklingar fengu heimildir til taka út af reikningum sem háðir voru sérstökum takmörkunum allt að 100 m.kr. (Stjórnarráð Íslands, 2019a). Aflandskrónueigendur notfærðu sér þessar breytingar enda lækkaði staða aflandskróna um 11 ma.kr. og var stærstum hluta þeirra skipt í erlendan gjaldeyri. Eftirstandandi aflandskrónueignir eru því um 62 ma.kr. en stærstur hluti þessara eigna er í innlánnum og innistæðubréfum Seðlabankans eða um 44 ma.kr. (Stjórnarráð Íslands, 2019b).

Þrátt fyrir að lagabreytingarnar sem tóku gildi árið 2019 hafi falið í sér nokkuð viðtækar heimildir til úttekta af reikningum háðum takmörkunum eru ennþá þrenns konar höft við lýði. Í fyrsta lagi eru hömlur á gjaldeyrisviðskipti milli erlendra og innlendra aðila þegar notast er við íslensku krónuna og viðskiptin fara ekki fram með milligöngu fjármálafyrirtækis. Í öðru lagi eru hömlur á afleiðuviðskipti sem ekki eru ætluð til áhættuvarna og íslenska krónan er í

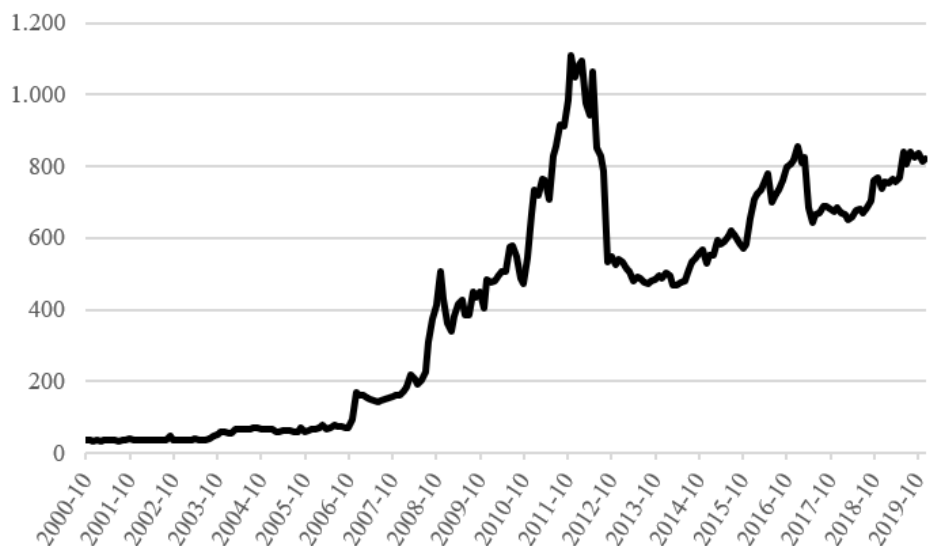
samningi gagnvart gjaldeyri. Í þriðja lagi eru takmarkanir á fjármagnshreyfingar milli landa með krónur vegna viðskipta með aflandskrónueignir (Stjórnarráð Íslands, 2019b).

Miðað við þróun síðastliðinna ára má gera ráð fyrir að frekari breytingar verði gerðar á lögum nr. 37/2016 er fjalla um meðferð krónueigna sem enn eru háðar takmörkunum. Skipaður hefur verið starfshópur sem ætlað er að skila fjármála- og efnahagsráðherra drögum að lagafrumvarpi er snýr að nýjum heildarlögum um gjaldeyrismál. Í því gætu einnig falist breytingar á lögum nr. 87/1992 er fjalla um almenn gjaldeyrismál hér á landi ásamt nauðsynlegum breytingum annarra laga. Því gætu þau höft sem eftir standa verið afnumin á næstu árum og þar með opnað fyrir fullt fjármagnsflæði (Stjórnarráð Íslands, 2019b). Þó ber að hafa í huga að þær aðstæður sem upp eru komnar vegna tilkomu kórónuveirufaraldursins gætu haft áhrif á þessi áform stjórnvalda líkt og fjallað verður um síðar í ritgerðinni.

4.10 Tímasetning á afnámi gjaldeyrishafta

Eftir að samningar náðust á milli Seðlabankans og bróðurparts aflandskrónueiganda töldu stjórnvöld mögulegt að afnema höftin á einstaklinga, fyrirtæki og lífeyrissjóði hér á landi. Samkomulagið snerist um kaup Seðlabankans á aflandskrónum fyrir erlendan gjaldeyri en þó var ekki notast við skráð markaðsgengi. Þess í stað keypti Seðlabankinn aflandskrónueignirnar á viðmiðunargenginu 137,5 krónur fyrir evru en það var um 20% yfir skráðu markaðsgengi þegar aðgerðirnar voru kynntar (Seðlabanki Íslands, 2017c).

Þessi tímasetning var þó ekki einungis fyrir valinu vegna samninganna við aflandskrónueigendur enda var einnig horft til stöðu gjaldeyrisforða Seðlabankans. Við afnámið var gjaldeyrisforðinn í sögulegu hámarki en hann stóð í 809 mö.kr. og hafði til að mynda aukist um 220 ma.kr. frá því í júní 2015. Það er því engin furða að stjórnvöld hafi beðið með að afnema höftin á einstaklinga, fyrirtæki og lífeyrissjóði þegar áætlun afnáms leit dagsins ljós árið 2015 enda var þjóðin mun betur í stakk búin til þess tveimur árum seinna (Morgunblaðið, 2017).



Mynd 12: Þróun gjaldeyrisforða Seðlabankans á árunum 2000 til 2020 í mö.kr. (Seðlabanki Íslands, e.d.-b).

Góð staða gjaldeyrisforðans var þó ekki eina ástæðan fyrir hentugleika til afnáms þar sem staða þjódarbúsins í heild sinni hafði aldrei verið betri frá hruni. Í því samhengi má líta til skulda ríkissjóðs en segja má að skuldastaðan árið 2017 hafi kúvenst eftir að skuldirnar höfðu náð miklu hæðum eftir hrun. Þar spilaði stefna stjórnvalda stórt hlutverk enda lögðu þáverandi fjármálaráðherrar mikið upp úr því að greiða niður skuldir hins opinbera hratt og örugglega (Magnús Halldórsson, 2019). Í lok maí 2017, stuttu eftir að stærstur hluti haftanna hafði verið afnuminn, námu skuldir ríkissjóðs rúmlega 950 m.kr. sem jafngildi 36,5% af vergri landsframleiðslu (Lánamál ríkisins, 2017). Þessu til samanburðar má nefna að í júní árið 2012 námu skuldir ríkissjóðs tæpum 1,6 ma.kr. sem jafngildi 90,1% af vergri landsframleiðslu en á því ári náðu skuldirnar sögulegu hámarki (Lánamál ríkisins, 2012; Þingskjal 1576, 2018–2019). Rekja má þennan góða árangur í niðurgreiðslu skulda til jákvæðrar afkomu ríkissjóðs ásamt þeim tekjum sem runnið hafa til ríkisins vegna stöðuleikaframlaga föllnu fjármálafyrirtækjanna. Stöðugleikaframlögin námu samtals um 385 mö.kr. og var ákveðið að nota þau til niðurgreiðslu skulda. Þessi framlög byggðu á innlendum eignum slitabúanna sem kröfuhafar samþykktu að gefa eftir og runnu þess í stað til ríkisins. Hafa ber í huga að þegar skuldir ríkissjóðs eru skoðaðar sem hlutfall af vergri landsframleiðslu spilar hagvöxtur þar inn í. Sé hagvöxtur á milli ára lækkar skuldahlutfallið þó svo að skuldirnar standi í stað (Landsbankinn, 2018a). Á árunum 2012–2017 var hagvöxtur hér á landi og náði hann hámarki árið 2016 í 6,6% af vergri landsframleiðslu sem skýrir að hluta til þessa miklu prósentubreytingu í skuldastöðu ríkisins á milli þessara ára (Hagstofa Íslands, e.d.-e).

Þá voru fleiri þættir sem gerðu það að verkum að tiltekin tímasetning hentaði vel enda var nokkuð mikill vaxtamunur við útlönd sem dró úr hvatanum að flytja fjármagn úr landi ásamt því að fjármagn streymdi inn í landið vegna góðra ávöxtunarmöguleika. Raunvaxtamunur við útlönd var einnig nokkuð svipaður og á fyrsta ársfjórðungi 2015 en á því ári voru margir þeirrar skoðunar að réttur tími væri fyrir afnám enda talið líklegt að fjármagn myndi streyma inn til landsins (Seðlabanki Íslands, 2017a; Samtök atvinnulífsins, 2015). Þar að auki var verðbólga undir markmiðum Seðlabankans sem styrkti stöðuna til afnáms enda er verðbólga birtingarmynd þess hvort efnahagslíf sé ofþanið (Landsbankinn, e.d.-a). Land með mikla verðbólgu ætti erfitt með að afnema höft enda myndi kenningin um jafnvirði verðs gefa til kynna að veiking á nafngengi innlenda gjaldmiðilsins væri væntanleg. Samkvæmt spákaupmennskusjónarmiðum vilja aðilar selja gjaldmiðil ef veiking er væntanleg sem hefði leitt til aukins framboðs krónunnar og enn meira gengisfalls hefði mikil verðbólga verið við afnám. Hins vegar var verðbólga hér á landi lág og þar með stóð hún ekki í vegi fyrir afnámi.

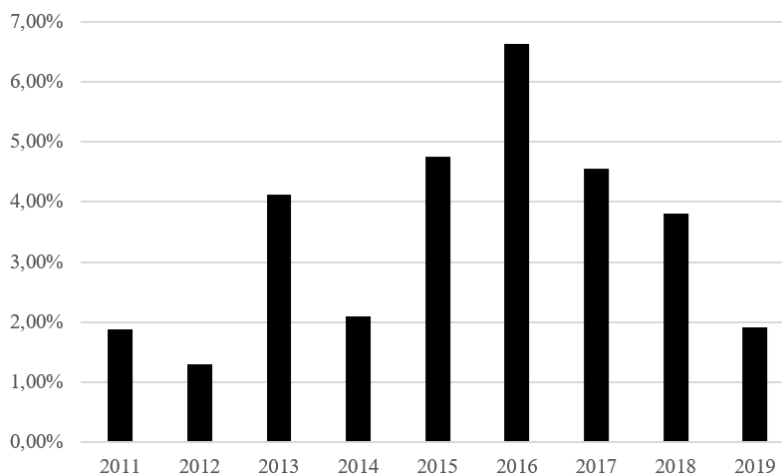
4.11 Hið nýja Ísland

Árið 2011 hófst nýtt hagvaxtarskeið hér á landi sem átti eftir að standa yfir fram til ársins 2019. Hagsveiflan átti eftir að leiða til breytinga í efnahagsmálum hér á landi þar sem fjármál hins opinbera bötnuðu verulega og í kjölfarið var tekið upp hugtakið hið nýja Ísland. Hagsveifluna má að hluta til rekja til gjaldeyrishaftanna en eftir að uppgangur hófst í ferðapjónustunni flæddi mikið af erlendum gjaldeyri inn til landsins. Fjármagnið leitaði hins vegar ekki aftur út úr landinu enda stóðu höftin þar í vegi fyrir og þar með lokaðist fjármagnið hér inni (Magnús Halldórsson, 2019).

Hagvaxtarskeiðið á árunum 2011–2019 var að mörgu leyti frábrugðið hinum fyrri, sér í lagi þegar horft er til uppsveiflunnar á árunum 1993–2008. Það var þó ekki gríðarlega mikill hagvöxtur sem einkenndi tímabilið 2011–2019 enda var meðaltal hans 3,42% samanborið við 4,32% á árunum 1995–2008 (Hagstofa Íslands, e.d.-f). Fremur var það sterkur grunnur sem þótti einkennandi fyrir hagsveifluna sem hófst sumarið 2010. Í stað mikillar skuldaaukningar á meðal heimila og fyrirtækja líkt og átti sér stað í hagsveiflunni fyrir hrun var aukinn sparnaður og viðskiptaafgangur helsta einkenni þessarar uppsveiflu. Þar með fór uppsveiflan ekki saman við aukna neyslu og lántökur líkt og áður enda aðgengi að erlendum lánamörkuðum takmarkað eftir efnahagsáfallið (Rögnvaldur Már Helgason, 2017; Magnús Halldórsson, 2019). Á sama tíma breyttust fjármagnsstraumar þar sem fjármagnsjöfnuðurinn fór að verða jákvæður og Ísland því orðið fjármagnsútflytjandi en í hagsögu Íslands hefur þessu yfirleitt verið öfugt farið

og Ísland verið fjármagnsinnflytjandi (Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014). Slíkar hagsveiflur hafa því verið óþekktar hér á landi en svo virðist sem Íslendingar hafi óttast annað hrun og þar með haldið að sér höndum í neyslu og takmarkað erlent fjármagnsinnflæði (Rögnvaldur Már Helgasson, 2017; Magnús Halldórsson, 2019).

Líkt og sjá má á mynd 13 hér að neðan fylgdi uppsveiflunni samfelldur hagvöxtur fram til ársins 2019 en það mun líklegast taka breytingum miðað við núverandi aðstæður enda spáir Seðlabanki Íslands neikvæðum hagvexti fyrir árið 2020. Í þeirri sviðsmynd skiptir samdráttur ferðaþjónustunnar mestu máli en það var einn af drifkröftum hagvaxtarins eftir hrun (Morgunblaðið, 2020b). Með fækkun ferðamanna er ljóst að ein af grunnstoðum í útflutningstekjum Íslands muni veikjast verulega enda hefur hún um það bil 35% vægi í útflutningstekjum Íslendinga (KPMG, 2020). Vangaveltum höfunda um efnahagshorfur á næstunni verða þó gerð frekari skil síðar í ritgerðinni.



Mynd 13: Hagvöxtur á árunum 2011 til 2019 (Hagstofa Íslands, e.d.-d).

Höftin sáu ekki einungis til þess að erlendur gjaldeyrir kæmist ekki aftur út úr landinu heldur tryggðu þau jafnframt að ákjósanlegt fjármagn streymdi hingað til lands í formi langtímafjárfestinga. Með höftunum var komið í veg fyrir að erlendir aðilar gætu stundað vaxtamunafjárfestingar hér á landi sem hugsaðar voru til skamms tíma þar sem ekki var mögulegt að taka út skammfenginn gróða og flytja fjármagnið erlendis. Það var talið jákvætt að uppsveiflan árið 2010 byggðist á langtímafjárfestingum enda slæmt ef uppvöxturinn hefði verið byggður á kviku fjármagni sem líklega myndi leita út úr hagkerfinu fljótt með tilheyrandi vandræðum í fjármagnsjöfnuði og á gjaldeyrismarkaði. Uppvaxtartímabilið sýndi þar með fram á mikilvægi þess að fjármagn streymi hingað til lands undir réttum formerkjum. Mikilvægt getur reynst að fá erlent fjármagn til landsins, sér í lagi fyrir fyrirtæki, þar sem í kjölfarið verður augin framleiðsla og kaupmáttur sem leiða mun til betri lífsskjara. Því er það eftirsóknarverð

staða að menn sjái hag sínum borgið í að flytja fjármagn til viðkomandi lands svo framarlega sem fjármagnið sé komið til að vera (Rögnvaldur Már Helgason, 2017).

Almennt er talið að uppsveiflunni, sem líkt og fyrr segir var að hluta til byggð á gjaldeyrishöftum, hafi lokið með gjaldþroti WOW air. Með gjaldþroti félagsins var skarð höggvið í framboð flugferða hingað til lands sem ekki var nægjanlega uppfyllt af öðrum flugfélögum (Magnús Halldórsson, 2019). Með því dró úr komu ferðamanna og samdráttur varð í útfluttri eftirspurn Íslands í fyrsta sinn frá árinu 2008 (Rögnvaldur Már Helgason, 2017).

5 Öll góðæri taka enda

5.1 Nægu safnað í kornhlöður?

Reynslan er ólygnust segir í íslenskum málshætti. Það má til sannmælis færa að kreppur séu að ýmsu leyti lærdómsríkar þrátt fyrir að geta leikið marga grátt. Ein af meginforsendum þess að ríki komist út úr efnahagskreppum er að staða ríkissjóðs sé sterk og geti þar með hjálpað efnahagskerfinu að komast yfir erfiðasta hjallann í bataferlinu (Brynjar Níelsson, 2020). Á vegferð ríkja úr kreppum getur tímalengd efnahagsbatans einnig skipt miklu máli enda gerir skjótur bati það að verkum að hægt sé að takast með hraði á þeim vandamálum sem staðið er frammi fyrir (Morgunblaðið, 2011). Þar með er óhætt að segja að Ísland hafi orðið fyrir mikilli gæfu þegar ferðamannabyltingin hófst eftir hrun enda leiddi hún til mun skjótari bata en nokkurn hefði órað fyrir. Í kjölfarið hófst uppsveifla hér á landi sem stjórnvöld notfærðu sér til að bæta skuldastöðu ríkisins ásamt því að reka ríkissjóð með afgangi í nokkur ár í þeirri viðleitni að búa í haginn fyrir næsta efnahagssamdrátt (Magnús Halldórsson, 2019). Þessi afgangur er nokkuð merkilegur fyrir þær sakir að útgjöld ríkissjóðs hafa verið stigvaxandi frá hruni og eru fá þróuð ríki heims með jafn há útgjöld sem hlutfall af landsframleiðslu og Ísland (Brynjar Níelsson, 2020). Um skeið virtist ekkert lát vera á þessum útgjaldaaukningum enda voru uppi kröfur um enn frekari útgjöld sem þó var af mörgum talið varasamt enda þarf ekki mikið út af að bregða í íslensku efnahagslífi til þess að rekstur ríkissjóðs fari út af sporinu (Samtök atvinnulífsins, 2017). Í ljósi núverandi efnahagshorfa munu útgjöldin ekki dragast saman á næstunni sem þó er skiljanlegt enda upp komin allt önnur staða í íslensku efnahagslífi en var á tímum hagvaxtarins eftir hrun.

Í uppsveiflunni vænkaðist þó ekki einungis efnahagur ríkisins enda áttu miklar breytingar sér stað á skuldastöðu heimila og fyrirtækja. Á árunum fyrir efnahagshrunið átti sér stað mikil skuldasöfnun á meðal heimila og fyrirtækja og var söfnunin mjög mikil í alþjóðlegum samanburði, sama hvort miðað sé við landsframleiðslu eða ráðstöfunartekjur. Til að mynda má nefna að árið 2004 voru íslensk heimili þau þriðju mest skuldsettu í heimi sé miðað við landsframleiðslu. Skuldsetningin átti sér þó ýmsar skýringar, til að mynda hve margir Íslendingar tóku lán við húsnæðis kaup í stað þess að leigja, öflugt lífeyriskerfi sem tryggði framtíðartekjustreymi en þar með gat fólk leyft sér skuldsetningu á seinni hluta ævinnar ásamt lágum meðalaldri þjóðarinnar í samanburði við önnur lönd á sínum tíma (Seðlabanki Íslands, 2004). Þessi mikla skuldsetning leiddi til þess að árið 2009 hafði Ísland sett heimsmet í skuldasöfnun heimila sem átti að hafa slæm áhrif í hruninu (Jónas Atli Gunnarsson, 2018).

Eigið fé margra heimila sem voru mikið skuldsett minnkaði verulega en ástæðuna má rekja til verðtryggingar, hárrar verðbólgu og lækkunar húsnæðisverðs (Velferðarráðuneyti, 2013).

Á hagvaxtarskeiðinu sem hófst þremur árum eftir hrun tókst hins vegar vel að greiða niður þessar skuldir og á milli árunna 2007 og 2019 lækkuðu þær um 500 ma.kr. Það er um 20% lækkun skulda en á sama tíma hefur íbúðaverð hækkað sem leitt hefur til aukins eigin fjár í fasteignum ásamt því að kaupmáttur launa hefur aukist um tæplega fjórðung. Greiðslubyrðin á skuldum heimilanna hefur þar með lækkað en árið 2019 glímdu einungis 7% landsmanna við íþyngjandi greiðslubyrði sem þýðir að 40% eða meira af útborguðum launum fari í niðurgreiðslu skulda (Kjarninn, 2019).

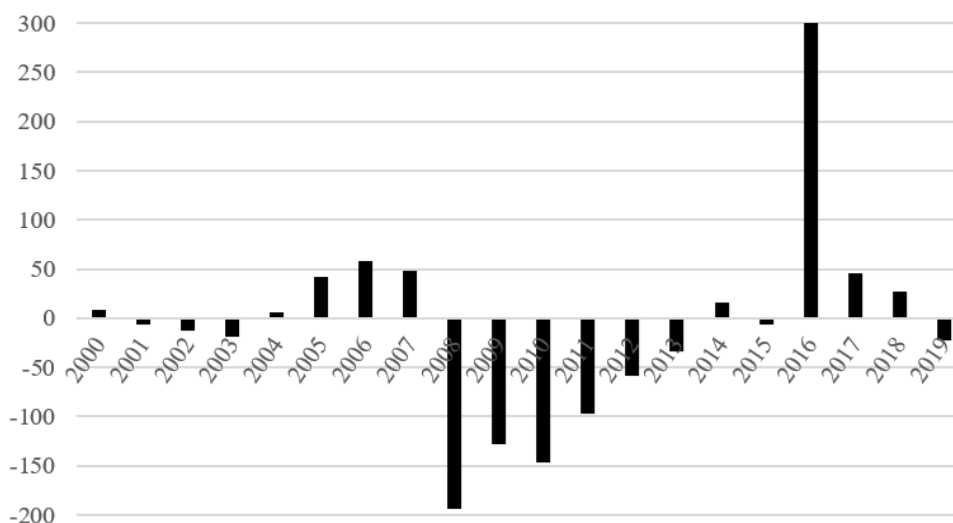
Þar með eru heimili landsins betur í stakk búin til að takast á við efnahagsáföll en árið 2008 enda hafa íbúar landsins haldið að sér höndum hvað lántökur varðar (Kjarninn, 2019). Íslensk heimili og fyrirtæki hafa einnig dregið úr erlendri lántöku sem tíðkaðist fyrir hrun en þar með hverfur gengisáhættan sem þeim fylgir. Mikil áhætta getur fylgt erlendri lántöku, sér í lagi ef fyrirtæki og einstaklingar hafa engar tekjur erlendis frá, þar sem veiking krónunnar getur leitt til mikillar aukningar í greiðslubyrði lánsins (Eyjan, 2020).

Þrátt fyrir að margt jákvætt hafi gerst á undanförunum tíu árum eru sumir þeirrar skoðunar að ekki hafi nægilega verið búið í haginn á þessum góðæristímum. Ef skoðuð er fjármálaáætlun hins opinbera fyrir árin 2018–2022 var gert ráð ráð fyrir 1,5% afgangi að jafnaði af rekstri ríkissjóðs á tímabilinu. Áætlunin byggir hins vegar á þeirri forsendu að á öllu tímabilinu verði kröftugur hagvöxtur líkt og síðastliðin ár en það er frekar óraunhæf og bjartsýn spá. Myndi spáin ganga eftir yrði þetta eitt lengsta samfellda hagvaxtarskeið í sögu landsins sem varla getur talist ábyrgt að treysta á enda ljóst að efnahagssveiflan myndi taka enda líkt og þær sem á undan henni komu (Samtök atvinnulífsins, 2017). Þar með var ljóst að ekki mátti mikið út af að bregða svo ríkissjóður yrði rekinn með halla og er lykilforsenda áætlunarinnar nú þegar brostin.

Síðastliðinn áratug hefur mikil áhersla verið lögð á niðurgreiðslu skulda og hafa stjórnvöld stefnt að því að skuldahlutfall ríkissjóðs muni svipa til árunna fyrir hrun. Líkt og með rekstur ríkissjóðs er kröftugur hagvöxtur lykilforsenda þess að skuldahlutfallið lækki ásamt því að treyst er á arðgreiðslur og eignasölu við niðurgreiðslu skulda. Ef samdráttur verður í hagkerfinu er ljóst að hagvöxtur og arðgreiðslur munu dragast saman ásamt því að torveldara verður að selja eignir sem leiða mun til þess að lækkun skuldahlutfalls mun ganga hægar fyrir sig. Gríðarlega mikilvægt er að skuldir lækki þar sem fjármagnskostnaður hefur mikil áhrif á

getu stjórnvalda til að lækka skatta á landsmenn og fjárfesta í innviðaupbyggingu og grunnþjónustu (Samtök atvinnulífsins, 2017).

Á tímum uppsveiflu og hagvaxtar hefur löngum verið talið skynsamlegt að stjórnvöld haldi að sér höndum hvað varðar útgjöld og fjárfestingar enda mikilvægt að búið sé í haginn fyrir komandi samdrátt. Hins vegar jukust útgjöld ríkisins verulega á þessum tíma og árið 2017 voru fá þróuð ríki heims með jafn há útgjöld sem hlutfall af landsframleiðslu og Ísland. Þegar skoðuð er áætlun stjórnvalda frá árinu 2017 eru engin áform um að draga úr opinberum útgjöldum og er gert ráð fyrir að þau verði svipuð í umfangi árið 2022 og þegar áætlunin var kynnt þrátt fyrir að spáð sé viðvarandi hagvexti. Þar með eru stjórnvöld að ýta undir þenslu í hagkerfinu í stað þess að draga úr henni, líkt og löngum hefur verið talið rétt að gera á hagvaxtarskeiðum, sem gerir það að verkum að stefnan var að mörgum talin óábyrg og áhættusækin. Þessu til stuðnings má nefna að samkvæmt áætluninni stefna útgjöld stjórnvalda herra en þau gerðu í uppsveiflunni fyrir hrun (Brynjar Níelsson, 2020; Samtök atvinnulífsins, 2017). Mikilvægt er að hafa í huga að haldi ríkisútgjöld áfram að hækka mun ekki skapast svigrúm til að minnka álögur á íbúa landsins en Ísland er háskattaland í alþjóðlegum samanburði. Í raun voru það skattahækkningar eftir hrun sem spiluðu stóran þátt í því að ríkissjóður skilaði afgangi í nokkur ár eftir að halli hafði verið á árunum eftir efnahagsfallið. Þar með er ekki hægt að leggja jákvæða afkomu ríkissjóðs til jafns við nægjanlegs aðhalds í ríkisfjármálum enda hefur aðhaldsstig á hagvaxtarárunum valdið vonbrigðum á meðal margra. Þar má nefna að mun minni afgangur hefur myndast á nýliðnu vaxtaskeiði, að undanskildu árinu 2016 vegna stöðugleikaframlaga, samanborið við vaxtaskeiðið fyrir efnahagskreppuna þrátt fyrir mikinn tekjuvöxt ríkisins (Samtök atvinnulífsins, 2017).



Mynd 14: Afkoma ríkissjóðs á árunum 2000 til 2019 í mö.kr. (Hagstofa Íslands, e.d.-b).

5.2 Nýr svartur svanur

Eftir fjármálakreppuna sem hófst árið 2008 reyndist nauðsynlegt að takast á við þær skuldir sem safnast höfðu í kjölfarið og var góðærið sem fylgdi á eftir hruninu á tímabilinu 2011 til 2019 nýtt til þess. Það er gömul saga og ný að öll hagvaxtarskeið taka enda og því mikilvægt fyrir stjórnvöld að greiða niður skuldir og safna gjaldeyrisforða líkt og gert var á þessum tíma. Frá árinu 2014 hefur ríkissjóður skilað afgangi fjórum sinnum en það getur reynst mikilvægt til þess að jafna út hallarekstur ef til hans kemur líkt og reyndist á síðasta ári (Samtök atvinnulífsins, 2017). Þetta uppvaxtarskeið var einnig nýtt til þess að afnema gjaldeyrishöftin að mestu sem leiddi til greiðari aðgangs að lánamörkuðum þar sem lánshæfiseinkunn ríkisins og fjármálageirans jókst til muna (Seðlabanki Íslands, 2017-b). Þessi framsýni stjórnvalda virðist hafa borgað sig þar sem staða ríkissjóðs er af mörgum talin góð fyrir komandi áskoranir.

Ein af bjargföstum hugmyndum Evrópubúa um útlit svana breyttist árið 1697 þegar Hollendingurinn Willem de Vlamingh var fyrstur Evrópumanna til að sjá svartan svan í Ástralíu. Fram af því var það viðtekin skoðun að allir svanir væru hvítir enda heldur svartsvanurinn sig fremur í Ástralíu en annars staðar í heiminum. Þannig varð til sú myndlíking að svartir svanir tákni það að okkur hætti til þess ráðs að geta í eyðurnar með tilbúnum staðreyndum sem síðar meir geta verið afsannaðar (Biswan, 2020; Ploetz, Hulcr, Wingfield og Beer, 2013). Þessi líking átti eftir að þróast í gegnum aldanna rás enda setti líbanski rithöfundurinn Nassim Nicholas Taleb árið 2007 fram nýja kenningu um svartan svan í tengslum við fjármálakreppur og efnahagsáföll. Hann lýsti svörtum svani sem ófyrirsjáanlegum og óvæntum atburði sem hefur í för með sér miklar og alvarlegar afleiðingar (Vacante o.fl., 2012). Síðan þá hefur hugtakið verið mikið notað í kauphöllum heimsins og notað yfir sjaldgæfa atburði sem komið hafa eins og skrattinn úr sauðarleggnum. Til að mynda hefur hlutabréfahruninu árið 1929 og bankahruninu árið 2008 verið líkt við svarta svani enda voru fáir sem sáu þessa atburði fyrir.

Á ný hefur svartur svanur hafið sig til flugs með tilkomu kórónuveirufaraldursins sem gjarnan er kallaður COVID-19. Faraldurinn sem skolið hefur á eins og stormsveipur geisar nú um allan heim og hefur haft gríðarleg áhrif á heimsbúskapinn. Þegar þetta er skrifað hafa fleiri þúsund manns beðið manna, rúmlega tvær milljónir sýkst, landamærum hefur víðast hvar verið lokað ásamt því að fólksflutningar liggja að mestu niðri (Kristján Róbert Kristjánsson, 2020). Mikilla efnahagslegra áhrifa er einnig að gæta enda hefur faraldurinn valdið miklu tjóni í heimsbúskapnum og hafa aðgerðir stjórnvalda sem miða að því að hemja útbreiðslu veirunnar haft mikil áhrif á framleiðslukeðjur um allan heim. Þar með hefur framleiðslugeta á heimsvísu

snarminnkað ásamt því að framboð og spurn eftir vöru og þjónustu hefur breyst í kjölfar aukinnar óvissu og ótta í samfélaginu. Þessi ófyrirsjáanlegi efnahagssamdráttur og óvissa um komandi horfur hefur valdið fjaðrafoki á fjármálamörkuðum þar sem eignaverð hefur lækkað ásamt því að áhættuálag á fjölda fjárskuldbindinga hefur hækkað. Þar með hefur aðgengi að lánsfé orðið torveldara og dýrara sem líklegt er að muni auka efnahagsleg áhrif faraldursins (Seðlabanki Íslands, 2020a).

5.3 Aðgerðir stjórnvalda og Seðlabanka Íslands

Stór hluti jarðarbúa sætir nú einhvers konar útgöngu- eða samkomubanni og er Ísland engin undantekning þar á. Þessar víðtæku aðgerðir hafa leitt til samdráttar í einkaneyslu og tímabundinna lokana fyrirtækja sem endurspeglast í auknu atvinnuleysi enda heimili landsins farin að halda að sé höndum varðandi útgjaldaákvörðanir (Seðlabanki Íslands, 2020c). Ef svartsýnustu efnahagsspár ganga eftir gæti átt sér stað einn mesti samdráttur hér á landi í heila öld og því augljóst að stjórnvöld þurfi að spyrna við af miklum krafti til að reyna að lágmarka neikvæð efnahagsleg áhrif faraldursins. Hingað til hafa stjórnvöld sett fram tvær aðgerðaáætlanir sem miða að því að vinna gegn efnahagsáfallinu og nemur umfang þeirra um 290 mö.kr. (Morgunblaðið, 2020a).

Fyrri áætlun stjórnvalda var kynnt þann 21. mars og nam um 230 mö.kr. sem jafngildir um 8% af landsframleiðslu. Þær aðgerðir voru þrískiptar og miðuðu að því að verja grunnstoðir samfélagsins, skapa öfluga viðspyrnu í efnahagslífinu og tryggja afkomu fyrirtækja og almennings (Stjórnarráð Íslands, 2020c; Jóhann K. Jóhannsson, 2020). Meðal þeirra aðgerða sem settar voru fram er þátttaka ríkisins í launagreiðslum fyrirtækja að allt að 75%, brúarlán til fyrirtækja sem tryggð eru að hluta með ríkisábyrgð, afnám og frestun á greiðslu opinberra gjalda, styrkveitingar til ferðaþjónustu ásamt því að fjárfestingar eru boðaðar í tækniinnviðum. Aðgerðir þessar sem stjórnvöld hafa sett fram miða að því að verja störf og auðvelda fyrirtækjum og heimilum að takast á við tímabundið tekjutap sem þau gætu orðið fyrir. Þá gerir hlutastarfaleiðin fyrirtækjum og launafólki kleift að halda ráðningasambandi en þannig má draga úr þeim tíma sem það tekur fyrirtæki að ná viðspyrnu á ný eftir að faraldurinn hefur gengið yfir. Með þessum aðgerðum er afkoma heimilanna höfð í brennidepli enda er eitt meginmarkmið hlutastarfaleiðarinnar að verja afkomu fólks í kjölfar þrenginga á vinnumarkaði en jafnframt hefur fólki í sóttkví verið tryggðar greiðslur en það er mikilvægur liður í ábyrgri ákvarðanatöku einstaklinga. Einnig hefur verið heimilað að taka út séreignarsparnað sem nemur að hámarki 800 þ.kr. á mánuði í 15 mánuði og þar að auki munu stjórnvöld fara í sérstakt

fjárfestingaráttak sem nemur um 20 mö.kr. þar sem aukinn kraftur verður settur í fasteignafremkvæmdir, upplýsingatækni og samgöngubætur (Stjórnarráð Íslands, 2020c).

Seinni áætlunin sem var kynnt mánuði seinna nam um 60 mö.kr. og henni má skipta í þrjú hluta. Fyrsti hlutinn er stuðningspakki fyrir fyrirtæki en í honum felast meðal annars að einyrkjar og minni fyrirtæki sem loka þurftu starfsemi sinni vegna lögboðs stjórnvalda varðandi sóttvarnaraðgerðir gætu fengið styrki. Einyrkjar þessir og fyrirtæki þurfa hins vegar að uppfylla ströng skilyrði en gera má ráð fyrir því að styrkirnir nái til allt að 14.000 fyrirtækja. Jafnframt voru kynnt til leiks sérstök lán til lítilla fyrirtækja sem munu njóta 100% ríkisábyrgðar en lán þessi eru að hámarki 6 m.kr. á fyrirtæki. Fyrirtæki geta fengið slík lán til viðbótar við brúarlánin ef velta þeirra er undir 500 m.kr. og tekjufall þeirra hefur orðið meira en 40%. Þau fyrirtæki sem skiluðu hagnaði árið 2019 og áttu að skila tekjuskatti í ár munu geta frestað þeim greiðslum. Annar hluti áætlunarinnar snýr að félagslegum aðgerðum en í honum felst meðal annars sumarnám, sköpuð verða sumarstörf fyrir námsmenn ásamt því að ýmis félagsleg úrræði verða styrkt. Þá munu framlínustarfsmenn heilbrigðiskerfisins fá greiddar álagsgreiðslur vegna baráttunnar sem munu nema um 1 ma.kr. Í þriðja og síðasta hlutanum verður stuðlað að frekari nýsköpun ásamt því að sprotastarfsemi verður efl. Þar munu frumkvöðlasjóðir frá frekari greiðslur ásamt því að endurgreiðslur vegna rannsóknar og þróunar vinnu verða hækkaðar úr 20% í 25% svo eitthvað sé nefnt (Þórður Snær Júlíusson, 2020c).

Stjórnvöld gerðu upphaflega ráð fyrir að um 20–30 þúsund manns myndu nýta sér hlutabótaúrræði ríkisstjórnarinnar en ljóst er að ef ástandið dregst inn í sumarið muni stór hluti starfsfólks í ferðaþjónustu þurfa að nýta sér þetta hlutabótakerfi eða missa vinnuna og fara á atvinnuleysisbætur (Alexander Kristjánsson, 2020). Samtök ferðaþjónustunnar telja að hér sé um að ræða 25–30 þúsund manns og því ljóst að ríkissjóður verði fyrir miklum áhrifum enda bæði mikill kostnaður sem fylgir bótum að undanskildum þeim gríðarlegu fjármunum sem ferðamenn skila í ríkissjóð í gegnum virðisaukaskatt, áfengisgjöld og önnur opinber gjöld (Dagný Hulda Erlendsdóttir, 2020; Þorsteinn Friðrik Halldórsson, 2020b). Því er gríðarlega mikilvægt að ferðamannastraumurinn aukist hingað til lands um leið og faraldurinn hefur gengið yfir að mestu til að sporna við uppsögnum og miklu tekjutapi ríkissjóðs. Til að þetta gangi eftir eru stjórnvöld að undirbúa markaðsáttak sem mun hefjast erlendis um leið og aðstæður leyfa en þar verður Ísland kynnt sem tilvalinn áfangastaður (Ernst & Young, 2020). Þá hafa stjórnvöld hvatt til ferðalaga innanlands og hafa þau meðal annars ákveðið að veita öllum íbúum landsins sem eru eldri en 18 ára gjafabréf til þess að ferðast innanlands og veita þannig íslenskri ferðaþjónustu beinan stuðning (Þorsteinn Friðrik Halldórsson, 2020a). Þó

hefur komandi markaðsherferð stjórnvalda á erlendri grundu verið gagnrýnd þar sem algjör óvissa ríkir um framtíð ferðaiðnaðarins á Íslandi og þar með gæti auglýsingakostnaðurinn verið óskilvirk nýting á fé almennings (Þór Saari, 2020).

Það er ljóst að hagspár Seðlabankans sem settar voru fram í upphafi þessa árs munu ekki standast enda hafa miklar breytingar átt sér stað frá því að fyrsta rit *Peningamála* þessa árs kom út í febrúarbyrjun. Því hefur Seðlabankinn sett fram tvær sviðsmyndir um mögulega þróun efnahagsmála en þær byggja á þjóðhagslíkani Seðlabankans og gögnum frá OECD. Hafa ber í huga að forsendurnar sem spárnar byggjast á eru miðaðar við stöðuna þegar þetta er ritað enda geta þær breyst ógnarhratt en það fer allt eftir þróun faraldursins. Sviðsmyndirnar taka ýmsa þætti með í reikninginn, til að mynda þróun hagvaxtar á heimsvísu, þróun olíu-, eigna og hrávöruverðs og samdrátt í ferðaþjónustu hér á landi. Í byrjun árs hafði Seðlabankinn gert ráð fyrir hagvexti upp á 1% en sú spá hefur nú tekið miklum breytingum og má vænta viðsnúnings upp á allt að 6% þar sem sviðsmyndirnar gera ráð fyrir 2,5–5% neikvæðum hagvexti. Þá er ljóst að upphafleg spá um vöxt í einkaneyslu muni að öllum líkindum ekki standast og í stað 2,4% vaxtar muni hún líklegast dragast saman um 1–4%. Þá er útlit fyrir að atvinnuleysi muni aukast, sem nú þegar er farið að koma í ljós, og líklegt að það gæti orðið allt að 7% en í upphafi árs var búist við 4% atvinnuleysi (Seðlabanki Íslands, 2020c).

Fyrstu aðgerðir Seðlabankans vegna faraldursins voru tilkynntar þann 11. mars en þá hafði peningastefnunefnd ákveðið að lækka stýrivexti um 0,5% og vextir þar með orðnir 2,25%. Þá var meðaltalsbindiskylda innlánsstofnana einnig lækkuð niður í 0% en þessar aðgerðir slaka á taumhaldi peningastefnunnar (Seðlabanki Íslands, 2020d). Um það bil viku seinna tilkynnti Seðlabankinn að ákveðið hefði verið að lækka stýrivexti bankans aftur um 0,5%, þar með voru vextir orðnir 1,75% og hafa aldrei verið lægri frá upptöku verðbólguþröskulmáls árið 2001 (Seðlabanki Íslands, 2020e; Milla Ósk Magnúsdóttir, 2019). Fáum dögum síðar tilkynnti Seðlabankinn að keypt yrðu ríkisskuldabréf í ljósi versnandi stöðu ríkissjóðs en vegna mikilla útgjalda ríkisins í tengslum við COVID-19 var ljóst að lántaka yrði nauðsynleg til að mæta hallanum (Seðlabanki Íslands, 2020f). Í því samhengi má nefna að á tíma uppsveiflunnar eftir hrun hefðu stjórnvöld mátt leggja áherslu á að skila meiri afgangi á rekstri ríkissjóðs, sérstaklega í ljósi þess að tekjur ríkisins jukust mikið á þessum árum. Ef búið hefði verið enn betur í haginn en gert var hefði ríkissjóður ekki þurft að afla sér jafn mikils lánsfjár og nú er raunin enda gert ráð fyrir miklum halla (Morgunblaðið, 2020d). Því er farið að koma í ljós að lykilforsendan frá árinu 2017 um kröftugan hagvöxt fram til ársins 2022 er strax brostin og þar með hallarekstur á ríkissjóði líklegur á næstu árum.

Með stýrivaxtalækkunum Seðlabankans hefur bankinn reynt að bregðast við miklum samdrætti í efnahagslífinu í þeirri viðleitni að örva hagkerfið. Samkvæmt kenningum hagfræðinnar geta stýrivaxtalækkarnir leitt til verðbólgu en þó spáir Seðlabankinn að lækkarnir í kjölfar kórónuveirufaraldursins séu ekki til þess fallnar að verðbólga muni aukast. Ástæður þess má rekja til mikils umróts sem nú er að eiga sér stað í efnahagsmálum heimsins og þar með vegast á nokkrir kraftar sem geta haft áhrif á verðbólgu hérlandis. Þar má nefna áföll í útflutningsgreinum og innlends samdráttar sem hefur leitt til ófyrirséðar veikingar krónunnar. Á móti þessu vega miklar lækkarnir á olíu- og hrávöruverði, minni verðbólga á heimsvísu ásamt miklum viðsnúningi í innlendri efnahagsþróun sem valdið hefur slaka í þjóðarbúinu og endurspeglast í minni notkun á framleiðsluþáttum ásamt auknu atvinnuleysi (Gylfi Magnússon, 2008; Seðlabanki Íslands, 2020c).

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur einnig sett fram spár um efnahagshorfur hér á landi en þær eru talsvert svartsýnni en sviðsmyndir Seðlabankans. Gert er ráð fyrir 7,2% samdrætti í landsframleiðslu árið 2020 ásamt því að atvinnuleysi á þessu ári muni nema 8%. Þó er spáð viðsnúningi á næsta ári þar sem búist er við að hagvöxtur og atvinnuleysi muni verða 7%. Spár Alþjóðagjaldeyrissjóðsins byggja á þeim forsendum að útbreiðsla faraldursins muni dragast saman á síðari hluta þessa árs sem leiða muni til þess að hægt verði að afnema hluta þeirra takmarkana sem stjórnvöld hafa sett á um allan heim (Jóhann Bjarni Kolbeinsson, 2020a). Framangreindar spár setja fram töluvert neikvæðar sviðsmyndir af komandi tímum og ljóst að sama hvaða spá muni ganga eftir muni faraldurinn hafa mikil áhrif.

5.4 Þrjár meginstoðir utanríkisviðskipta

Það er orðið þekkt stef að íslenskt atvinnulíf sé ekki nægilega fjölbreytt og talið er mikilvægt að bæta við nýjum atvinnugeirum til að sveiflur í þeim stærstu hafi minni áhrif á þjóðarbúskapinn. Undanfarin ár hafa ferðaþjónusta, orkubúskapur og sjávarútvegur vegið mest í útflutningstekjum þjóðarinnar en á síðastliðnum tveimur árum hafa áföll dunið yfir þessum þremur meginstoðum íslensks efnahagslífs og þar með veikt þær (Þórður Snær Júlíusson, 2020b).

Óhætt er að segja að fyrir tilkomu kórónuveirufaraldursins hafi flest ferðaþjónustufyrirtæki hér á landi þegar verið í veikri stöðu. Á síðastliðnu ári hefur greinin orðið fyrir miklum áföllum en upphafspunktur þeirrar atburðarásar má rekja til gjaldþrots WOW air. Í kjölfarið minnkaði framboð flugsæta hingað til lands sem leiddi til 20% fækkunar ferðamanna árið 2019 og þar með lækkaði velta um 10% í greininni (KPMG, 2020). Ekki bætti

úr skák þegar Icelandair þurfti af grípa til kyrrsetningar á Boeing 737 MAX flugvélum sínum ásamt því að launakostnaður hefur hækkað með samþykkt lífskjarasamninganna. Mörg fyrirtæki innan ferðaþjónustunnar hafa gagnrýnt andvaraleysi stjórnvalda frá falli WOW air enda hefur ferðaþjónustan nú í nokkur ár verið stærsta atvinnugrein landsins og átt stærstu hlutdeildina í útflutningstekjunum auk þess að veita fjölda fólks atvinnu (Þorsteinn Friðrik Halldórsson, 2020b). Þá hefur sjávarútvegurinn einnig orðið fyrir áfalli þar sem loðnubrestur hefur orðið á seinustu tveimur árum. Ljóst er að bresturinn er mikið högg fyrir þjóðarbúið enda loðnan talin einn mikilvægasti fiskistofn landsins. Þessi brestur hefur sérstaklega slæm áhrif á einstök fyrirtæki og sveitarfélög sem reiða sig á loðnuveiðar og því mikilla staðbundinna áhrifa að gæta (Stjórnarráð Íslands, 2020a). Til að bæta gráu ofan á svart hefur þriðja grunnstoðin mætt miklum erfiðleikum og hefur orðrómur gengið um að álverinu í Straumsvík verið lokað tímabundið (Morgunblaðið, 2020c).

Enn eitt höggið ríður nú yfir vegna kórónuveirufaraldursins enda hefur veiran nú þegar haft afdrifarík áhrif á grunnstoðir ríkisins. Ferðaþjónustan hefur þó orðið fyrir talsvert meiri röskun af völdum kórónuveirufaraldursins en aðrar atvinnugreinar enda hefur ferðamannastraumur hingað til lands minnkað til muna og óvissa ríkir um ferðabókanir fyrir komandi sumar (KPMG, 2020). Þá er algjörlega óvitað hversu lengi faraldurinn muni standa yfir og einnig er óvíst hversu langur tími muni líða þangað til að ferðamannastraumurinn muni aukast á ný (Þorsteinn Friðrik Halldórsson, 2020b). Því hefur Seðlabankinn sett fram tvær sviðsmyndir er snúa að íslenskri ferðaþjónustu og gera þær ráð fyrir mismiklum samdrætti í komum ferðamanna hingað til lands. Samkvæmt mildari sviðsmyndinni má gera ráð fyrir 37% fækkun í komu ferðamanna frá síðasta ári sem leiða muni til 14% samdráttar í heildarútflutningi. Dekkri sviðsmyndin spáir hins vegar að ferðamönnum muni fækka um helming sem gerir það að verkum að liðlega fimmtungs samdráttur yrði í heildarútflutningi milli ára (Seðlabanki Íslands, 2020c; Seðlabanki Íslands, 2020b). Jafnframt spáir Seðlabankinn því að fækkunin verði mest um mitt árið 2020 en þá er gert ráð fyrir allt að 90% fækkun í komu ferðamanna miðað við sama tíma í fyrra (Sveinn Ólafur Melsted, 2020).

Ferðamálastofa hefur jafnframt sett fram spár sem byggja á þremur sviðsmyndum um komu ferðamanna hingað til lands og áhrif kórónuveirufaraldursins á rekstur ferðaþjónustufyrirtækja. Samkvæmt öllum þremur sviðsmyndunum er ljóst að hrun blasi við í íslenskri ferðaþjónustu og þar með greinilegt að nýr raunveruleiki sé fram undan. Bjartsýnasta spáin gerir ráð fyrir 43% samdrætti í heimsóknum ferðamanna til landsins á meðan að grunnsviðsmyndin gerir ráð fyrir allt að 57% samdrætti. Hins vegar gera svartsýnustu spár

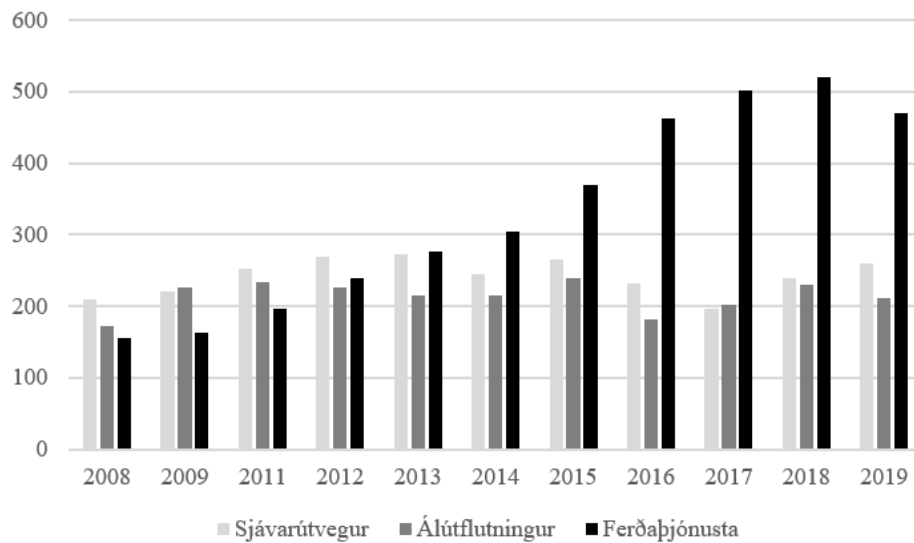
ferðamálastofu ráð fyrir allt að 69% samdrætti og því neikvæð teikn á lofti í ferðaþjónustunni (KPMG, 2020).

Það er ljóst að sama hvaða spá gengur eftir mun kórónuveirufaraldurinn hafa gríðarleg áhrif á útflutningstekjur Íslands þar sem ferðaþjónustan vegur mest í útflutningsverðmætum landsins. Árið 2018 námu útflutningsverðmæti ferðaþjónustunnar um 500 mö.kr. sem á þeim tíma var nærri þrisvar sinnum meira en útflutningsverðmæti sjávarafurða sem vega næst mest í útflutningstekjunum. Einnig er skemmst frá því að segja að útflutningsverðmæti ferðaþjónustunnar eru talin vera helmingi meiri en samanlögð útflutningsverðmæti áls og sjávarafurða (Landsbankinn, 2018b). Jafnframt vegur framlag greinarinnar um 9% af vergri landsframleiðslu og árið 2019 námu tekjur af erlendum ferðamönnum um 35% af gjaldeyristekjum þjóðarinnar. Bæði þessi hlutföll eru mjög há í samanburði við aðrar þjóðir en sem dæmi vegur ferðaþjónustan um 5,4% af vergri landsframleiðslu Spánar og 16,6% af gjaldeyristekjunum. Miðað við sviðsmyndir Ferðamálastofu má búast við lækkun gjaldeyristekna sem nemur allt að 330 mö.kr. og því mikilvægt að ferðaþjónustan taki við sér um leið og faraldurinn hefur gengið yfir (KPMG, 2020).

Almennt er talið að ferðaþjónustan standi hallari fæti en aðrar greinar landsins sé horft til eiginfjárstöðu og reksturs. Á meðan að tekjur ferðaþjónustufyrirtækja hafa einungis aukist um 3% frá árinu 2016 hefur skuldsetning þeirra við íslensku bankanna aukist um 84% á sama tíma. Þá er þriðjungur lánanna í erlendra mynt og því hefur veiking krónunnar frá áramótum aukið á skuldavandann þar sem engar erlendar tekjur berast á meðan ástandið varir. Þessi mikla skuldsetning gerir það að verkum að flest þessara hátt skuldsettu fyrirtækja muni eiga í miklum erfiðleikum að standa við skuldbindingar sínar á meðan að engar tekjur berast og ekki ólíklegt að einhver fyrirtæki muni verða gjaldþrota líkt og verið hefur að gerast um allan heim (KPMG, 2020).

Frá árinu 2011 hefur mikil uppsveifla í íslenskri ferðaþjónustu gert það að verkum að fjöldi starfa hefur skapast er snúa að greininni (Viðskiptablaðið, 2017). Árið 2009 voru um 8.500 manns starfandi í ferðaþjónustu sem jafngilti um 5,1% af heildarfjölda starfa á þeim tíma (Ferðamálastofa, 2011). Í byrjun þessa árs voru hins vegar um 23.300 launþegar starfandi í greininni sem jafngildir um 16% af íslensku vinnuafli. Þetta er nokkuð hátt hlutfall í samanburði við aðrar þjóðir enda stendur ferðaþjónustan undir um 6,9% af vinnuafli í OECD ríkjum. Ferðamannaiðnaðurinn hér á landi er því fremur mannfrek atvinnugrein sem gerir

það að verkum að óvænt áföll hafa mun meiri áhrif á íslenskt efnahagslíf en hjá öðrum þjóðum (KPMG, 2020).



Mynd 15: Útflutningsverðmæti þriggja meginstöðanna á árunum 2008 til 2019 í mö.kr. (Hagstofa Íslands, e.d.-c; Hagstofa Íslands, e.d.-g).

Þrátt fyrir að faraldurinn hafi haft mest áhrif á ferðaþjónustuna hefur markaður með íslenskt sjávarfang farið hratt minnkandi. Ísland hefur verið þekkt fyrir útflutning sinn á ferskum sjávarafurðum en með lokun hótela, mótuneyta, veitingastaða og fiskborða í matvöruverslunum bæði hérlendis og erlendis hefur markaðurinn víða horfið. Þar að auki ríkir nú mikil óvissa um stöðu dreifikerfa og birgja víðs vegar um heiminn enda hefur starfsemi fyrirtækja víða verið takmörkuð eða lögð niður. Þá er mögulegt að upp komi þær aðstæður að loka þurfi útgerðarfyrirtækjum og fiskvinnslum vegna starfsfólks í sóttkví eða vegna samkomubanns en slíkt hefði í för með sér talsverðan samdrátt í framboði á íslenskum sjávarafurðum (Þórður Snær Júlíusson, 2020d). Til að koma til móts við þessa miklu örðugleika sem fylgt hafa stöðnun í kaupum á ferskum fiski hafa sjávarútvegsfyrirtæki lagað sig að aðstæðum og fryst fisk í miklum mæli. Undanfarið hefur salan á frystum fiski verið þökkaleg sem má meðal annars rekja til þess að fólk víðs vegar um heim hefur hamstrað vegna hræðslu við matarskort. Ef ástandið fer ekki skána er líklegt að sjósókn muni dragast saman sem leiða mun til frekari umsókna um hlutastarfaleiðina og veikja stöðu ríkissjóðs (Jóhann Bjarni Kolbeinsson, 2020b).

Sjávarútvegurinn er mjög mikilvægur íslensku efnahagslífi enda námu gjaldeyristekjur greinarinnar um 260 mö.kr. árið 2019 en á síðasta ári nam heildar vöru- og þjónustuútflutningur landsins um 1.344 mö.kr. (KPMG, 2020). Með miklum samdrætti í spurn eftir ferskum fiski hefur næstarðbærasta stoðin veikst töluvert enda nam sala á ferskum fiski um 80 mö.kr. á síðasta ári og telja má að mjög ólíklegt sé að svipaðri sölu verði náð í ár. Fyrirtæki í greininni

binda hins vegar vonir við að sala á frystum fiski muni haldast þökkaleg þangað til aðstæður batna og spurn eftir fersku sjávarfangi tekur að aukast (Þórður Snær Júlíusson, 2020a; Jóhann Bjarni Kolbeinsson, 2020b).

Þar sem einkaneysla hefur dregist saman á heimsvísu má gera ráð fyrir því að spurn eftir áli muni dragast lítillega saman á næstu mánuðum. Ástæður þess má rekja til minnkandi spurnar eftir ýmsum vörum sem eru að hluta til framleiddar úr áli en þar má nefna raftæki sem flokkast ekki sem nauðsynjavörur. Hins vegar hefur faraldurinn leitt til aukinnar spurnar eftir ýmsum vörum framleiddum úr áli, til að mynda lækningatækjum, og því vegur sú aukna eftirspurn upp á móti minnkun spurnar eftir öðrum vörum (Jennifer G, 2020). Eins og fyrr sagði glímur eitt af álverunum hér á landi við mikla rekstrarörðugleika og mun á næstunni fara fram sérstök endurskoðun á starfsemi álversins þar sem rekstrarhæfi fyrirtækisins verður metið. Erfiðleikana má rekja til lágs álverðs á heimsvísu ásamt ósamkeppnishæfs orkuverðs og því er stærsti hluti rekstrarvandamála ekki til kominn vegna kórónuveirufaraldursins (Kjarninn, 2020a). Þrátt fyrir að mikil óvissa ríki um áhrif faraldursins á áliðnað um allan heim er líklegt að veiran muni leiða til enn frekari rekstrarörðugleika álversins fari svo að eftirspurn dragist meira saman. Þar sem gjaldeyriskjör þjóðarinnar af álframleiðslu námu um 212 mö.kr. yrði slæmt ef álverið í Straumsvík myndi loka. Með lokuninni myndu störf tapast sem myndi hafa í för með sér aukinn fjölda einstaklinga á atvinnuleysisbótum, aukinn kostnað ríkissjóðs og minni einkaneyslu þessara einstaklinga (KPMG, 2020).

Samdráttur þessara þriggja atvinnugreina hefur átt þátt í því að gengi krónunnar hefur veikst um tæp 12% á fyrstu fjórum mánuðum ársins. Gengið hefur þó verið að veikjast allt frá því í júní 2017 en einungis þremur mánuðum áður höfðu gjaldeyrishöft verið afnumin hér á landi (Þórður Snær Júlíusson, 2020d; Landsbankinn, e.d.-b). Gengisfall hefur átt sér stað þrátt fyrir inngrip Seðlabankans á gjaldeyrismarkaðnum en á síðasta ári stundaði Seðlabankinn gjaldeyrisviðskipti á alls 12 dögum, meðal annars vegna útflæðis afgangsróna og til þess að sporna við miklu skammtímaflökti í genginu (Ástgeir Ólafsson, 2020). Þar sem óvissa ríkir um þróun faraldursins og hvenær skilyrðin fara að batna í þremur stærstu atvinnugreinum landsins

má búast við frekari gengisveikingu á næstunni. Því er vert að skoða hvort stjórnvöld þurfi að grípa til mögulegra stjórnátækja til að sporna við frekari gengisveikingu.



Mynd 16: Gengisþróun krónunnar frá afnámi gjaldeyrishafta til 30. apríl 2020 (Seðlabanki Íslands, e.d.-e).

5.5 Fjármagnsflótti á tímum kórónuveirunnar

Mikillar svartsýni gætir nú meðal stjórnvalda víða um heim varðandi efnahagshorfur þessa árs vegna kórónuveirufaraldursins. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáir því að að kreppan sem nú ríður yfir muni verða ein sú versta frá kreppunni miklu árið 1929 og að hagvaxtarspár flestra ríkja heims muni ekki standast (BBC, 2020). Jafnframt hafa fræði- og stjórnmálamenn héraðs búið sig undir verri efnahagssamdrátt en á árunum 2009–2010 ef svartsýnar spár ganga eftir (Jóhann K. Jóhannsson, 2020). Þessi tíðindi koma þó ekki mörgum á óvart þar sem aðgerðir stjórnvalda um allan heim hafa leitt til mikilla takmarkana á flutningi fólks, vöru og þjónustu. Fjármagnsflutningar hafa þó að mestu verið óhindraðir en þar gæti orðið breyting á þar sem fjármagnsflótti er víða farinn að gera vart við sig með tilheyrandi afleiðingum á gjaldeyrismarkaði viðkomandi þjóða (Lubin, 2020).

Ástæðu þessa fjármagnsflóttas má rekja til gríðarlegrar óvissu um ávöxtun og áhættu fjárfestinga. Oft er talað um að tvær meginforsendur erlendra fjárfestinga séu betri ávöxtun og áhættudreifing í eignasöfnum en segja má að með hinni miklu óvissu sem nú ríkir séu forsendurnar brostnar. Því hefur fjármagn farið að streyma aftur til heimalands síns, líkt og fólk hefur verið að gera, og líklegt að það muni haldast þar meðan ástandið varir. Staðan er talin einna verst á upprennandi mörkuðum þar sem fjárfestar halda að sér höndum og leita frekar í áhættuminni fjárfestingar þó að ákveðin óvissa ríki um fjárfestingar alls staðar í heiminum. Þar með getur skapast vandamál á gjaldeyrismarkaði þeirra landa sem glíma við mikinn

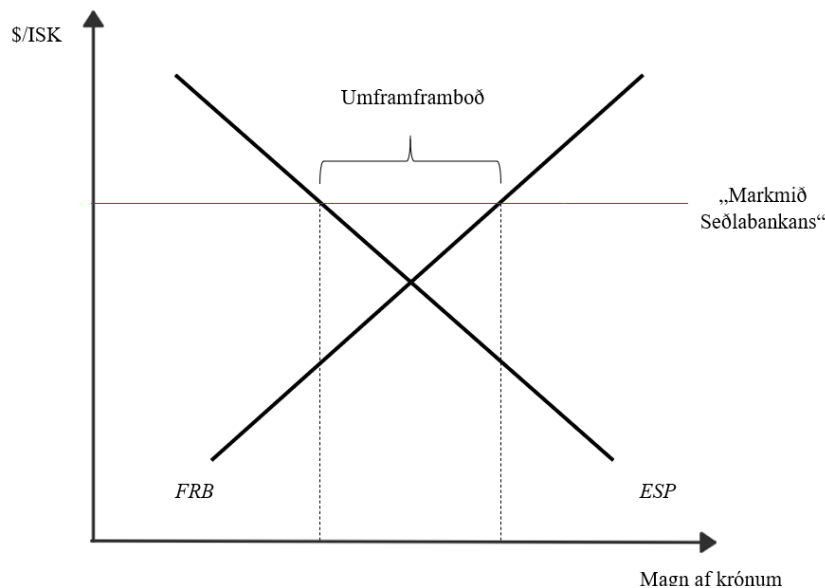
fjármagnsflóttá enda mun gengið veikjast nema gripið sé til aðgerða af hálfu stjórnvalda með inngrípum seðlabanka á markaðnum eða höftum (Lubin, 2020). Þróaðir markaðir hafa þó einnig orðið fyrir áhrifum fjármagnsflóttá og er Ísland þar gott dæmi. Fjármagnsflutningar héðan úr landi hafa til að mynda átt þátt í veikingu krónunnar og ef sú þróun heldur áfram gætu stjórnvöld þurft að grípa til aðgerða (Jóhann Þorvarðarson, 2020). Eitt helsta vandamál Íslands er smæð gjaldmiðilsins enda hefur sagan sýnt að í kjölfar mótlætis á fjármálamörkuðum leita fjárfestar iðulega í náðarfaðm öryggisins og flytja því fjármagnið í auðseljanlegri eignir. Þetta á við um gjaldeyrismarkaði enda hafa margir minni gjaldmiðlar átt undir högg að sækja þar sem aðilar hafa flúið yfir í stærri megingjaldmiðla (Jón Bjarki Bentsson, 2020).

Þrátt fyrir að erlent fjármagn sé víða farið að streyma til heimalanda sinna vegna meiri óvissu í kjölfar kórónuveirufaraldursins eru það ekki erlendir fjárfestar sem fellt hafa gengi krónunnar frá áramótum. Með bindiskyldu sem komið var á í júní 2016 og afnumin 2019 var dregið úr erlendum skammtímafjárfestingum enda spornar bindiskyldan gegn vaxtamunarviðskiptum og spákaupmennsku erlendra fjárfesta. Bindiskyldan er í raun innflæðishöft sem virka þannig að fjárfestar þurfa að binda 40% fjármagns inni á vaxtalausum reikningi í eitt ár. Því hefur bindiskyldan leitt til mun minna innflæðis á erlendu fjármagni og þar með ljóst að meginþorri þeirra aðila sem hafa flutt fjármagn héðan úr landi frá ársbyrjun séu Íslendingar (Jóhann Páll Jóhannsson, 2018; Þorsteinn Friðrik Halldórsson, 2019). Haldi þessi fjármagnflótti áfram gætu stjórnvöld þurft að grípa til einhverra stjórnþækja sem annaðhvort draga úr vilja fjárfesta til að flytja fjármagn héðan úr landi eða koma í veg fyrir að það sé hægt.

5.6 Gengið í lyftu og stiga ásamt mögulegum stjórnþækjum

Það getur reynst erfitt verk að spá fyrir um gengisþróun íslensku krónunnar þar sem að gjaldeyrismarkaðir eru hvikulir í eðli sínu enda hreyfir spákaupmennska bæði við framboði og eftirspurn. Því hreyfa einstakir viðburðir bæði við eftirspurnar- og framboðsferlunum og breytingin á y-ás (gengið) verður mun meiri en á öðrum mörkuðum eins og fjallað hefur verið um að framan. Breytingar á báðum ferlunum gera það jafnframt að verkum að umframframboð og umframeftirspurn verður meiri á gjaldeyrismörkuðum en öðrum mörkuðum og því þarf Seðlabankinn að brúa stærra bil vilji hann halda ákveðnu gengi. Þetta gerir það að verkum að stjórnvöldum getur reynst erfitt að stýra genginu þar sem markaðurinn er svo sveiflukenndur og gengisbreytingar geta verið miklar (Parkin, 2014). Þegar kemur að gengisbreytingum hafa fræðimenn sagt að íslenska krónan fari upp stigann en niður í lyftunni. Þetta þýðir að

gengisstyrkingar krónunnar eru yfirleitt hægar og eiga sér stað yfir langt tímabil á meðan veikingarferlið er talsvert styttra og snarpara. Sé gengisþróun undanfarinna áratuga skoðuð kemur í ljós að snarpar veikingarhrinur krónunnar eiga sér yfirleitt stað þegar efnahagsáfall dýnja yfir líkt og nú (Jón Bjarki Bentsson, 2020). Því er ekki að undra að allt frá byrjun þessa árs hefur krónan verið í miklum veikingarham og miðað við núverandi efnahagshorfur sér ekki fyrir endann á því ferli. Með tilkomu kórónuveirufaraldursins hefur spurn eftir íslenskum krónum dregist saman og framboðið aukist. Ástæðu þess má rekja til hruns í útflutningstekjum landsins og spákaupmennskusjónarmiða enda gerir möguleg veiking krónunnar það að verkum að fjárfestar hoppa yfir á framboðshlið svo framarlega sem þeir trúir á veikingu. Til að koma í veg fyrir mikla gengisveikingu þarf Seðlabankinn að mæta umframframboðinu með tilheyrandi inngrípum á gjaldeyrismarkaðnum. Það hefur nú þegar verið gert og má nefna að þann 13. mars seldi Seðlabankinn erlendan gjaldeyri fyrir 3,6 ma.kr. en það er hæsta upphæð sem seld hefur verið á einum degi frá árinu 2008 (Kjarninn, 2020b). Inngríp Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði styðja ekki einungis við gengi krónunnar með sölu á erlendum gjaldeyri heldur hafa inngrípin líka áhrif á spákaupmennsku með íslensku krónuna. Það að Seðlabankinn grípi til aðgerða á gjaldeyrismarkaði gefur fólki trú um að krónan muni ekki falla og því verður framboðið minna en ella. Með þessu hliðrast framboðsferillinn minna til hægri en annars hefði verið og því minnkar bilið sem Seðlabankinn þarf að brúa til að mæta umframframboðinu.



Mynd 17: Umframframboð á gjaldeyrismarkaði.

Þrátt fyrir inngríp Seðlabankans á gjaldeyrismarkaðnum er ekki víst að það breyti stefnu gjaldmiðilsins heldur gæti það einungis hægt tímabundið á veikingu. Seðlabankinn getur þar með reynt að tempra veikinguna en ólíklegt er að hann nái að koma í veg fyrir veikingu

krónunnar (Jóhann Þorvarðarson, 2020). Tíminn verður að leiða í ljós hversu mikið krónan mun falla og hversu stórum hluta gjaldeyrisforðans verður kastað á bálið til að styðja við gengið. Haldi Seðlabankinn áfram inn gripum á gjaldeyrismarkaði og leyfir markaðsöflunum ekki að ákvarða gengið má segja að aðgerðirnar séu einungis tilraun til fastgengisstefnu. Ljóst er að sú stefna muni ekki ganga upp ef umframboðið verður of mikið enda setur gjaldeyrisforðinn ákveðin takmörk fyrir því hversu mikið af krónum Seðlabankinn getur keypt. Þá er óljóst hvort Seðlabankinn sé tilbúinn að fórna bróðurparti gjaldeyrisforðans sem safnað hefur verið upp á síðastliðnum árum.

Eitt helsta stjórn tækið sem Seðlabanki Íslands nýtir sér við framkvæmd peningastefnunnar hér á landi eru stýrivextir (Seðlabanki Íslands, e.d.-g). Í kjölfar kórónuveirufaraldursins hefur Seðlabankinn lækkað stýrivexti í þeirri viðleitni að örva hagkerfið og ýta undir fjárfestingar og lántökur (Seðlabanki Íslands, 2020a). Hins vegar leiða vaxtalækkarnir til þess að fjárfestar leita annað með fjármagn sitt til að fá betri ávöxtun og því getur skapast fjármagnsflótti frá landinu með tilheyrandi áhrifum á gjaldeyrismarkaðinn. Þessar stýrivaxtalækkarnir gætu leitt til frekari veikingar á krónunni þar sem vaxtalækkarnir leiða gjarnan til veikingar gjaldmiðils (Gylfi Magnússon, 2008). Ein leið til þess að halda vöxtum lágum og koma í veg fyrir fjármagnsflóttu er að loka fjármagnsjöfnuðinum og grípa til gjaldeyrishafta. Þetta gæti verið lausn á vandamáli sem mörg ríki heims glíma við í dag enda fjármagn farið að streyma aftur til heimalanda sinna (Lubin, 2020).

Fari svo að krónan haldi áfram að veikjast á næstu mánuðum þarf Seðlabankinn að taka ákvörðun um hvort halda skuli áfram að nota hinn myndarlega gjaldeyrisforða til að hægja á veikingu krónunnar eða hætta inn gripum á gjaldeyrismarkaði. Ákveði Seðlabankinn að halda að sér höndum og hætta að mæta umframframboðinu á markaðnum er einungis tvennt í stöðunni, annars vegar að leyfa genginu að falla og hins vegar að taka upp gjaldeyrishöft. Sé fyrri kosturinn valinn mun kaupmáttur almennings rýrna þar sem innflutningur verður dýrari en áður og jafnframt mun höfuðstóll erlendra skulda hækka (Arnar Páll Hauksson, 2018). Aftur á móti gæti gengislækkunin spilað lykilhlutverk í endurreisn útflutningsgreinanna og myndi til dæmis hjálpa ferðaþjónustunni mikið þegar erlendum ferðamönnum fer að fjölga á nýjan leik (KPMG, 2020). Ekki telst líklegt að síðari kosturinn verði fyrir valinu nema að stjórnvöld sjái engan annan möguleika í stöðunni til að verja gengi krónunnar enda tæplega þrjú ár síðan höft voru að mestu afnumin (Seðlabanki Íslands, 2017c). Þá er ljóst að með upptöku hafta á nýjan leik væri Ísland aftur að brjóta í bága við fjórfrelsi EES-samningsins sem kveður á um frjálst flæði fjármagns (Finnur Oddsson o.fl., 2011). Jafnframt skal tekið fram að ef til hafta kæmi

myndu þau eflaust vara lengur eftir að heimsfaraldurinn hefur gengið yfir að mestu þar sem ekki er sjálfsagt að afnema höft nema við rétta tímasetningu. Þetta kom bersýnilega í ljós með upptöku hafta í kjölfar efnahagshrunsins árið 2008 sem áttu upphaflega að vera skammtímaráðstöfun en þau voru við lýði í tæpan áratug. Þrátt fyrir hina ýmsu ókosti gjaldeyrishafta, sem taldir voru upp fyrr í ritgerðinni, gætu höft reynst góð lausn til að koma í veg fyrir frekari veikingu krónunnar á meðan heimsfaraldurinn ríður yfir. Þá hefur Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn áður gefið út að höft megi nota sem þjóðhagsvarúðartæki í neyð en slíkt ástand gæti skapast ef staðan tekur að versna hér á landi (Ásdís Kristjánsdóttir, 2018). Víðs vegar um heiminn hefur sú spurning vaknað hvort að kórónuveirufaraldurinn leiði óhjákvæmilega til upptöku hafta en tíminn einn getur leitt það í ljós hvort sem það verði á Íslandi eða í öðrum löndum en þar mun gengisþróun skipta öllu máli (Lubin, 2020).



Mynd 18: Gengisþróun krónunnar frá 1. nóvember 2019 til 30. apríl 2020 (Seðlabanki Íslands, e.d.-e).

5.7 Tímalengd faraldursins verður ráðandi fyrir framvinduna

Samfélögum hefur gengið misvel að takast á við hina fordæmalausú heilbrigðisvá og þeim miklu efnahagslegu áskorunum sem henni fylgja. Þjóðir hafa farið misilla út úr faraldrinum en svo virðist sem Ísland sé ein þeirra þjóða sem hefur gengið hvað best við halda faraldrinum í skefjum. Því má þakka róttækum sóttvarnaraðgerðum stjórnvalda þar sem efnahagsmálin hafa þurft að mæta afgangi. Þessar aðgerðir hafa verið umdeildar þar sem margir telja að efnahagsástandið hér á landi sé orðið verulega slæmt enda hafa útflutningstekjur þjóðarinnar minnkað til muna ásamt því að starfsemi ýmissa fyrirtækja hefur skerast eða stöðvast. Hingað til hefur ríkið komið til aðstoðar en ljóst er að til lengri tíma getur ríkið ekki haldið slíkum

aðgerðum áfram. Eftir að stjórnvöld kynntu áform sín um tilslakanir varðandi samkomubann þann 14. apríl og eftir því sem smitum hefur fækkað í samfélaginu hefur hljóðið í landsmönnum heldur betur breyst (Kjartan Kjartansson, 2020). Því má segja að Ísland sé nú statt í svokölluðu svikalogni þar sem efnahagsaðstæður gætu versnað til muna á næstu mánuðum. Efnahagslegar afleiðingar af aðgerðum stjórnvalda eiga enn eftir að koma fram og hversu djúpstæð efnahagslægðin verður en tíminn mun leiða það í ljós.

Eitt af því fáa sem fræðimenn geta fullyrt um faraldurinn þegar þetta er ritað er hin mikla óvissa sem honum fylgir. Ekki er vitað nákvæmlega hver smit- né dánartíðnin er og þá er óvitað hvort fólk muni öðlast ónæmi gegn veirunni eftir að hafa unnið bug á veikindunum. Þar að auki hafa vísindamenn ekki ennþá fundið bóluefni gegn veirunni en þó munu á næstu mánuðum hefjast tilraunir með bóluefni á mannfólki. Miklar vonir eru bundnar við að bóluefni skili árangri enda gæti það breytt mynd þessa skæða heimsfaraldurs.

Telja má að öll ríki heims séu með einhvers konar haglíkön til að spá fyrir um efnahagshorfur og opinber fjármál til að hægt sé að móta fjármálastefnu til framtíðar. Líkönin byggja á fjölmörgum forsendum sem hver og ein mótar þjóðhagsspána en þar sem áætlunum fylgir ávallt ákveðin óvissa verða spárnar í besta falli einhvers konar nálgun við raunveruleikann. Líkönin eru hins vegar háð meiri óvissu en oft áður með tilkomu kórónuveirufaraldursins. Þessi nýja meginforsenda hefur mikil áhrif á aðra þætti haglíkana og hefur uppistaða spánna gjörbreyst á nokkrum mánuðum. Þar sem svo mikil óvissa ríkir um kórónuveirufaraldurinn reynist það gríðarlega erfitt verk að spá fyrir um efnahagshorfur og treysta margir fræðimenn sér ekki til þess. Segja má að lög um opinber fjármál hér á landi hafi verið tekin úr sambandi þar sem stjórnvöld settu ekki fram fjármálaáætlun sem átti að koma út þann 1. apríl síðastliðinn en ástæða þess er hin mikla óvissa sem fylgir faraldrinum.

Þrátt fyrir að erfiðleikar munu steðja að hagkerfinu á næstu mánuðum er Ísland nokkuð vel í stakk búið til að takast á við þær áskoranir sem fram undan eru. Gæfa Íslendinga er sú að kórónuveirufaraldurinn reið ekki yfir fyrr en Ísland hafði jafnað sig eftir efnahagsáfallið árið 2008 enda hefur þjóðin nú í um það bil áratug verið að byggja sig upp eftir síðasta hrun og búa í haginn fyrir næsta áfall. Hins vegar er ljóst að ekkert land í heiminum hefur úthald í langan kórónuveirufaraldur enda gríðarlegur kostnaður sem fer í baráttuna gegn veirunni líkt og sjá má á fyrstu tveimur aðgerðapökkum stjórnvalda hér á landi. Til að hægt sé að grípa til þessara róttæku aðgerða stjórnvalda er lántaka nauðsynleg og ef faraldurinn dregst á langinn mun vaxtakostnaður skuldanna verða gríðarlega hár. Ef ekki finnst lækning eða bóluefni við

veirunni gæti farið svo að efnahagsvandinn muni trompa heilbrigðisvandann og þjóðir muni opna landamæri og afnema samkomubönn án tillits til áhrifa þess á heilsu fólks.

Það mun verða áhugavert að fylgjast með framvindu stjórnvalda á þessu ári og hvaða tillögur verða kynntar til að styðja við efnahagslíf landsins. Á þessum óvissutímum er gríðarlega erfitt og ábyrgðarmikið að móta stefnu og langtímamarkmið sem byggt verður á til framtíðar. Ljóst er að eftir að faraldurinn hefur gengið yfir verður ein helsta áskorun stjórnvalda að byggja upp fjölbreytt atvinnulíf sem byggir á fleiri grunnstoðum til að landið sé enn betur undirbúið til að takast á við næstu áföll og kreppur.

6 Umræða og lokaorð

Á fullveldistíma Íslands hafa gjaldeyrishöft gegnt mikilvægu hlutverki sem síðasta úrræði þjóðhagsvarúðar. Í gegnum tíðina hafa þessi höft komið fram í hinum ólíku birtingarmyndum en jafnframt hefur eðli þeirra verið misjafnt eftir því hvaða markmiðum hefur verið stefnt að í efnahagsstjórn landsins. Höftin hafa til að mynda birst í innflutningshöftum, fjármagnshöftum og skilaskyldu á gjaldeyri og landsmenn því komnir með þó nokkra reynslu af haftabúskap (Grétar Júníus Guðmundsson, 2008; Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson, 2014). Þrátt fyrir að höft hafi reynst Íslandi mikilvægt stjórnæki eru þau yfirleitt talin algjört neyðarúrræði enda hafa þau skaðleg áhrif á framgang efnahagslífs til langs tíma og hægja á efnahagsbata eftir áföll (Finnur Oddsson o.fl., 2011). Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur til að mynda verið þeirrar skoðunar að höftum skuli einungis beita í mjög sértækum aðstæðum og skuli ekki gegna lykilhlutverki við framkvæmd peningastefnu í venjulegu árferði (Ásdís Kristjánsdóttir, 2018). Því hafa höftin yfirleitt verið sett á í því yfirsýni að um skammtímaráðstöfun sé að ræða þrátt fyrir að afnám þeirra taki iðulega mun lengri tíma en upphaflega var greint frá.

Eftir hið fordæmalausa efnahagsáfall árið 2008 hefur mikil uppsveifla átt sér stað hér á landi. Uppsveiflu þessa má meðal annars rekja til uppgangs í ferðaþjónustu og tilkomu gjaldeyrishafta. Stjórnvöld hafa nýtt sér þetta uppvaxtarskeið og allt frá árinu 2011 hefur vel til tekist að greiða niður skuldir ríkissjóðs og jafnframt hefur verið stöðugur hagvöxtur (Magnús Halldórsson, 2019). Þá hefur staða heimilanna vænkast mikið þar sem skuldastaðan hefur batnað til muna og kaupmáttur launa jafnframt aukist. Þessi góða staða sem Ísland hafði komið sér í hefur nú skyndilega breyst og nýr veruleiki blasir við landsmönnum. Ástæðu þess má rekja til kórónuveirufaraldursins sem sett hefur efnahagskerfi heimsins í mikið uppnám og orðið til þess að framleiðslukeðjur um allan heim hafa brostið (Seðlabanki Íslands, 2020-a). Af þeim sökum er mikil efnahagskreppa nú yfirvofandi og hafa stjórnvöld reynt að veita efnahagsáhrifunum öflugt mótvægi með miklum útgjaldaaukningum í þeirri viðleitni að vernda afkomu heimila og fyrirtækja. Þetta mun leiða til mikillar skuldsetningar ríkissjóðs þar sem hann mun verða rekinn með töluvert meiri halla en áætlað var í upphafi árs (Stjórnarráð Íslands, 2020-b).

Þrátt fyrir uppgang síðustu ára höfðu verið teikn á lofti um samdrátt í íslensku efnahagslífi fyrir tilkomu faraldursins. Þrjár stærstu útflutningsgreinar landsins, ferðaþjónustan, sjávarútvegurinn og orkubúskapurinn, höfðu mætt mótlæti enda var búist við fækkun ferðamanna, loðnubresti og rekstrarerfiðleikum álveranna. Því hafði Ísland í raun skipt

yfir í lága drifið áður en kórónuveirufaraldurinn kom til sögunnar en farsóttin hefur aukið enn frekar á samdrátt efnahagslífsins (Stjórnarráð Íslands, 2020c).

Allt frá byrjun þessa árs hefur íslenska krónan átt undir högg að sækja þar sem mikil óvissa ríkir á fjármálamörkuðum ásamt því að samdráttur í útflutningstekjum landsins hefur leitt til frekari gengisveikingar. Seðlabankinn hefur gripið til aðgerða á gjaldeyrismarkaði og selt erlendan gjaldeyri fyrir um 8 ma.kr. til að sporna við frekari gengisveikingu krónunnar en þó hafa þær aðgerðir ekki verið nægjanlegar til að breyta stefnu krónunnar (Kjarninn, 2020-b). Kallað hefur verið eftir frekari inngrípum Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði til að sporna við enn meiri veikingu þar sem staða gjaldeyrisforðans er talin góð eftir hið mikla hagvaxtarskeið. Hins vegar gæti gengið hratt á forðann ef Seðlabankinn grípur til mikilla aðgerða enda gera spár ráð fyrir lækkun gjaldeyrstekna árið 2020 upp á 330 ma.kr. sem jafngildir um þriðjunggi gjaldeyrisforðans (Sunna Kristín Hilmarsdóttir, 2020; KPMG, 2020). Því er sá tími kominn að Íslendingar fari að velta fyrir sér upptöku gjaldeyrishafta á nýjan leik til að sporna við frekari gengisveikingu og fjármagnsflótta.

Enda þótt gríðarleg óvissa fylgi kórónuveirufaraldrinum má þó ljóst vera að tímalengdin muni skipti sköpum í efnahagsþróun landsins næstu mánuðina. Framvindan í þróun þriggja stærstu útflutningsgreina landsins er algjörlega háð þróun faraldursins og því ómögulegt að segja til um hvenær ferðamönnum muni fjölga, sala sjávarfangs aukast eða að álverð hækki á nýjan leik. Ísland er þó betur í stakk búið en oft áður til að takast á við núverandi efnahagsáfall þar sem landið nýtur enn hlutfallslegra yfirburða í ferðaþjónustu, fiskveiðar munu að öllum líkindum færast í sitt gamla horf og framleiðsla rafmagns mun halda ótrauð áfram. Því hefur kórónuveirufaraldurinn ekki valdið framleiðslugetu landsins varanlegum skaða og þar með mun skuldsetning vegna faraldursins ekki leiða til ósjálfbærra skulda.

Óljóst er hvaða stjórnþækjum muni þurfa að beita til að takast á við þær áskoranir sem fram undan eru, það fer eftir tímalengd faraldursins og eðli vandans. Í því samhengi mun reyna á framsýni stjórnvalda og viðbrögð almennings enda alls óvíst hvenær önnur lönd nái betri tókum á faraldrinum og efnahagslífið nái sér á nýjan leik. Þótt útlitið fram undan sé svart er það bjart til lengri tíma litið og því er mikilvægt að aðgerðir stjórnvalda styðji við framtíðina. Ef vel tekst til í baráttunni við faraldurinn eru forsendur fyrir því að efnahagsbatinn hér á landi verði hraður enda býr landið við öflugar grunnstoðir. Því mun þessi kreppa, líkt og þær sem á undan henni komu, líða undir lok og uppsveifla taka við á nýjan leik. Framtíðarhorfur Íslands eru góðar.

Heimildir

- Alexander Kristjánsson. (2020). Gera ráð fyrir 20–30 þúsund umsóknum. Sótt 9. apríl 2020 af https://www.mbl.is/frettir/innlent/2020/03/27/gera_rad_fyrir_20_30_thusund_umsoknum/
- Ariyoshi, A., Habermeier, K., Laurens, B., Ötoker-Robe, I., Canales-Kriljenko, J. og Kirilenko, A. (2000). *Capital controls: Country experiences with their use and liberalization* (1. útg). Washington, D.C.: International monetary fund.
- Arnar Páll Hauksson. (2018). Hvers vegna lækkar krónan? Sótt 20. apríl 2020 af <https://www.ruv.is/frett/hvers-vegna-laekkar-kronan>
- Axel Hall. (2018). *Fyrirlestur í námskeiðinu Þjóðhagfræði*, Háskólinn í Reykjavík.
- Ásdís Kristjánsdóttir. (2018). Áratugur í höftum. Sótt 21. apríl 2020 af <https://www.sa.is/efnahagsmal/greinar/araturgur-i-hoftum>
- Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson. (2014). *Áhættudreifing eða einangrun?: Um tengsl lífeyrissparnaðar, greiðslujafnaðar og erlendra fjárfestinga*. Reykjavík: Landsamtök lífeyrissjóða. Sótt 23. febrúar 2020 af <http://audfraedi.is/library/Skrar/A%CC%81h%C3%A6ttudreifing%20e%C3%B0a%20einangrun.pdf>
- Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson. (2015). *Drög að uppgjöri*. Reykjavík: Auðfræðisetur. Sótt 22. mars 2020 af <http://audfraedi.is/library/Skrar/DrogAdUppgjori.pdf>
- Ásgeir Jónsson, Ásdís Kristjánsdóttir og Illugi Gunnarsson. (2018). *Framtíð íslenskrar peningastefnu: Endurmat á ramma peningastefnunnar*. Reykjavík: Forsætisráðuneytið. Sótt 24. febrúar 2020 af <https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=4bf6b635-68a3-11e8-942c-005056bc530c>
- Ásgeir Jónsson. (2013). *Frá þjóðveldi til einokunar: lykildagsetningar*. Sótt 29. apríl 2020 af https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2013/Midold_haglysing.pdf
- Ástgeir Ólafsson. (2020). Seðlabankinn keypti fyrir 3,6 milljarða. Sótt 7. apríl 2020 af <https://www.vb.is/frettir/sedlabankinn-keypt-fyrir-36-milljarða/160567/?q=Se%C3%B0labankinn>

- Baldursson, F. M., Portes, R. og Thorlaksson, E. E. (2017). *Iceland's capital controls and the resolution of its problematic bank legacy*. Sótt 21. mars 2020 af https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Malstofur/Resolving_Iceland's_Failed_Banks_3July2017_Baldursson_Portes_.pdf
- BBC. (2020). Coronavirus: Worst economic crisis since 1930s depression, IMF says. Sótt 10. apríl 2020 af <https://www.bbc.com/news/business-52236936>
- Begg, D., Vernasca, G., Fischer, S. og Dornbusch, R. (2014). *Economics* (11. útg). London: McGraw-Hill Education.
- Biswan, A. (2020). Roll Call: Describing the pandemic. Sótt 7. maí 2020 af <https://www.telegraphindia.com/opinion/roll-call-describing-the-coronavirus-pandemic-as-a-black-swan/cid/1770069>
- Brynjar Níelsson. (2020). Nú eru góð ráð dýr. Sótt 2. apríl 2020 af <https://www.vb.is/skodun/nu-eru-god-rad-dyr/160871/>
- Dagný Hulda Erlendsdóttir. (2020). „Við erum í miðjum kafaldsbyl“. Sótt 6. apríl 2020 af <https://www.ruv.is/frett/vid-erum-i-midjum-kafaldsbyl>
- Edison, H. J. og Reinhart, C. M. (2001). Capital controls during financial crises: The case of Malaysia and Thailand. Í R. Glick, R. Moreno og M.M. Spiegel (ritstj.), *Financial crises in emerging markets* (bls. 427–465). Cambridge, United Kingdom: Cambridge university press. Sótt 22. mars 2020 af https://books.google.is/books?hl=en&lr=&id=eJtS_df8hscC&oi=fnd&pg=PA427&dq=capital+controls+effects+outflow&ots=MKGICECQJB&sig=mM1fzDBWSx75SrKWKq860BnWhoU&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false
- Ernst & Young. (2020). *Aðgerðir íslenskra stjórnvald vegna áhrifa Covid 19*. Sótt 6. apríl 2020 af https://www.ey.is/static/files/Tafla/adgerdir-islenskra-stjornvalda-vegna-covid-19-2.-utgafa_lokautgafa_200401.pdf
- Eyjan. (2020). Vill bjóða erlend lán í íslenskum krónum. Sótt 26. apríl 2020 af <https://www.dv.is/eyjan/2020/02/20/vill-bjoda-erlend-lan-islenskum-kronum/>
- Ferðamálastofa. (2011). *Ferðapjónusta á Íslandi í tölum*. Sótt 18. apríl 2020 af https://www.ferdamalastofa.is/static/files/ferdamalastofa/talnaefni/ferdatjonusta_i_tolum_mars_2011.pdf

- Finnur Oddsson, Björn Þór Arnarson, Björn Brynjúlfur Björnsson, Lúðvík Elíasson og Haraldur I. Birgisson. (2011). *Gjaldeyrishöftin: kostnaður og efnahagsleg áhrif*. Reykjavík: Viðskiptaráð Íslands. Sótt 29. febrúar 2020 af http://www.si.is/media/starfsskilyrði-idnadar/2011.12.13-Gjaldeyrishoft_548218812.pdf
- Forbes, J. K. (2007). Capital controls. Í G. Jones (ritstj.), *Banking crises: Perspectives from the new palgrave dictionary* (39–43). New York: Palgrave Mcmillan
- Graham, M., Peltomäki, J. og Sturludóttir, H. (2015). Do capital controls affect stock market efficiency? Lessons from Iceland. *International review of financial analysis*. 41, 82–88. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.05.009>
- Grétar Júníus Guðmundsson. (2008). Haftastefstefnan á tuttugustu öld. Sótt 28. apríl 2020 af <https://www.mbl.is/greinasafn/grein/1250035/>
- Gústav Sigurðsson, Gylfi Zoëga, Marta G. Skúladóttir og Tryggvi Þór Herbertsson. (2000). *Velferð og viðskipti: Um eðli og orsakir viðskiptahalla*. Reykjavík: Hagfræðistofnun Háskóla Íslands. Sótt 25. febrúar 2020 af http://www.ioes.hi.is/sites/hhi.hi.is/files/B-series/Med_forsidu/b0001_Velferd_og_vidskipti.pdf
- Gylfi Magnússon. (2007). Hvað er jöklabréf? Sótt 21. mars 2020 af <https://www.visindavefur.is/svar.php?id=6655>
- Gylfi Magnússon. (2008). Hvað eru stýrivextir? Sótt 15. apríl 2020 af <https://www.visindavefur.is/svar.php?id=32019>
- Haft. (2007). Í Íslensk orðabók (vefútg.). Sótt 20. febrúar 2020 af <http://snara.is>
- Hagstofa Íslands. (e.d.-a). *Gengisvísitölur frá 1994–2017* [tafla]. Sótt 3. maí 2020 af https://px.hagstofa.is/pxis/pxweb/is/Efnahagur/Efnahagur__thjodhagsreikningar__fjarmalareikningar__peningamal/PEN02102.px/?rxid=9ca82c82-bc08-4961-8556-e3bb95b016e5
- Hagstofa Íslands. (e.d.-b). *Helstu hagstærðir hins opinbera 1980–2019* [tafla]. Sótt 3. maí 2020 af https://px.hagstofa.is/pxis/pxweb/is/Efnahagur/Efnahagur__fjaropinber__fjarmal_opinber__fjarmal_opinber/THJ05111.px
- Hagstofa Íslands. (e.d.-c). *Helstu liðir útflutnings vöru og þjónustu 2009–2012* [tafla]. Sótt 10. maí 2020 af

https://px.hagstofa.is/pxis/pxweb/is/Efnahagur/Efnahagur__utanrikisverslun__3_voruthjonusta__voruthjonustaeldra/UTA05001.px?fbclid=IwAR3EAAz7gIc4pzbWuCUQSOYa-p3Shusc_vQun73FQONbemtJfFzypxo6_0

Hagstofa Íslands. (e.d.-d). *Landsframleiðsla* [stafræn mynd]. Sótt 3. maí 2020 af <https://www.hagstofa.is/talnaefni/efnahagur/thjodhagsreikningar/landsframleidsla/>

Hagstofa Íslands. (e.d.-e). *Landsframleiðsla*. Sótt 1. apríl 2020 af <https://hagstofa.is/talnaefni/efnahagur/thjodhagsreikningar/landsframleidsla/>

Hagstofa Íslands. (e.d.-f). *Samandregið yfirlit landsframleiðslu og þjóðartekna 1945–2019* [tafla]. Sótt 11. maí 2020 af https://px.hagstofa.is/pxis/pxweb/is/Efnahagur/Efnahagur__thjodhagsreikningar__landsframl__1__landsframleidsla/THJ01000.px

Hagstofa Íslands. (e.d.-g). *Valdir liðir útflutnings vöru og þjónustu 2013–2019* [tafla]. Sótt 10. maí 2020 af https://px.hagstofa.is/pxis/pxweb/is/Efnahagur/Efnahagur__utanrikisverslun__3_voruthjonusta__voruthjonusta/UTA05003.px?fbclid=IwAR1N6_yvt7BGbDIWeiL7cP5M-Ctc8gqn9F0JSYhk42RpMsWfMFchhHiKRA

Hagstofa Íslands. (e.d.-h). *Vinnumarkaðsrannsókn* [stafræn mynd]. Sótt 3. maí 2020 af <https://hagstofa.is/talnaefni/samfelag/vinumarkadur/vinumarkadsrannsokn/>

Hamada, K. og Takeda, Y. (2001). The choice between flexible exchange rates, capital control and the currency board in Asian countries: A perspective from the „impossible trinity“. *The Japanese economic review*, 54(4), bls. 429–451. <http://dx.doi.org/10.1111/1468-5876.00205>

Hill, C. W. L. og Hult, G. T. M. (1993). *International Business: Competing in the marketplace* (12. útg.). New York: McGraw-Hill Education.

Hækkandi raungengi. (1997). *Vísbinding*, 15(34), bls. 1,4. Sótt 22. febrúar 2020 af <https://timarit.is/page/3142526#page/n0/mode/2up>

Hörður Ægisson. (2012). Þarf að veikjast talsvert. Sótt 26. apríl 2020 af <https://www.mbl.is/greinasafn/grein/1440646/>

Íslandsstofa. (2011). Áhrif gjaldeyrishafta á viðskipti og fjárfestingar. Sótt 23. mars 2020 af <https://www.islandsstofa.is/frettir/ahrif-gjaldeyrishafta-a-vidskipti-og-fjarfestingar>

- Jennifer G. (2020). How COVID-19 is changing the aluminium industry. Sótt 16. apríl 2020 af <https://aluminiumtoday.com/news/effects-of-covid-19>
- Jóhann Bjarni Kolbeinsson. (2020a). AGS spáir 7,2% samdrætti og 8% atvinnuleysi á Íslandi. Sótt 21. apríl 2020 af <https://www.ruv.is/frett/2020/04/14/ags-spair-72-samdraetti-og-8-atvinnuleysi-a-islandi>
- Jóhann Bjarni Kolbeinsson. (2020b). Algjört hrun í útflutningi á ferskum fisk. Sótt 16. apríl 2020 af <https://www.ruv.is/frett/algjort-hrun-i-utflutningi-a-ferskum-fiski>
- Jóhann K. Jóhannsson. (2020). Mesti samdráttur í heila öld rætist svartsýnustu spár. Sótt 16. apríl 2020 af https://www.visir.is/g/2020141199d/mesti-samdrattur-i-heila-old-raetist-svartsynustu-spar?fbclid=IwAR2grvJCacRZR7dEnBHjuWNx281WRjOirTRyN9a7oX-Yw_IoqqEcWnx36s
- Jóhann Páll Jóhannsson. (2018). Hagsmunaaðilar hamast gegn innflæðishöftum. Sótt 17. apríl 2020 af <https://stundin.is/grein/7393/>
- Jóhann Þorvarðarson. (2020). Seðlabankinn í ógöngum. Sótt 17. apríl 2020 af <https://www.midjan.is/sedlabankinn-i-ogongum/>
- Jón Bjarki Bentsson. (2020). Þurfum við veikari krónu? Sótt 23. apríl af <https://www.islandsbanki.is/is/frett/thurfum-vid-veikari-kronu>
- Jón Sigurðsson. (1988). Verslunarfrelsi á Íslandi í 200 ár. *Alþýðublaðið*. 69(141), bls. 2. Sótt 14.03 2020 af <https://timarit.is/page/3648553#page/n1/mode/2up>
- Jónas Atli Gunnarsson. (2018). Skuldir íslenskra heimila og fyrirtækja þær 7. hæstu í heimi. Sótt 3. apríl 2020 af <https://kjarninn.is/frettir/2018-06-29-skuldir-islenskra-heimila-thaer-7-haestu-i-heimi/>
- Kári Joensen og Emil B. Karlsson. (2008). *Áhrif fjölmyntavæðingu á vöruviðskipti*. Reykjavík: Viðskiptaráðuneytið. Sótt 15. febrúar 2020 af http://www.rsv.is/files/Skra_0032275.pdf
- Kjarninn. (2019). Skuldir heimilanna lækkað um fimmtung. Sótt 3. apríl 2020 af <https://kjarninn.is/frettir/2019-05-20-skuldir-heimila-hafa-laekkad-um-fimmtung-frarslokum-2007/>
- Kjarninn. (2020a). Rio Tinto íhugar að loka álverinu í Straumsvík. Sótt 16. apríl 2020 af <https://kjarninn.is/frettir/2020-02-12-rio-tinto-ihugar-ad-loka-alverinu-i-straumsvik/>

- Kjarninn. (2020b). Seðlabankinn með stærsta inngríp á gjaldeyrismarkaði frá hrúni. Sótt 17. apríl 2020 af <https://kjarninn.is/frettir/2020-03-18-sedlabankinn-med-staersta-inngrip-gjaldeyrismarkad-fra-hruni/>
- Kjartan Kjartansson. (2020). Opna skóla en sundlaugar og líkamsrækt enn þá lokuð. Sótt 23. apríl 2020 af <https://www.visir.is/g/2020346789d/opna-skola-en-sundlaugar-og-likamsraekt-af-ram-lokud>
- KPMG. (2020). *Áhrif COVID-19 á rekstur ferðaþjónustufyrirtækja*. Sótt 18. apríl 2020 af https://www.ferdamalastofa.is/static/files/ferdamalastofa/Frettamyndir/2020/april/ahrif-c19-a-rekstur-ferdathjonustufyrirtaekja_16-april-2020.pdf
- Kristján Róbert Kristjánsson. (2020). Tvær milljónir hafa greinst með kórónuveirusmit. Sótt 15. apríl 2020 af <https://www.ruv.is/frett/2020/04/15/tvaer-milljonir-hafa-greinst-med-koronuveirusmit>
- Kristrún M. Frostadóttir. (2011). Spornað við útlæði fjármagns: Virkuðu íslensku gjaldeyrishöftin? *Tímarit um viðskipti og efnahagsmál*, 8(1), bls. 47–70.
- Landsbankinn. (2018a). Hagsjá: Ríkisreikningur 2017 — miklar breytingar á framsetningu. Sótt 1. apríl 2020 af <https://umraedan.landsbankinn.is/2018/11/20/Hagsja-Rikisreikningur-2017-miklar-breytingar-a-framsetningu/umraedan/efnahagsmal/frett/>
- Landsbankinn. (2018b). *Hagsjá — Utanríkisviðskipti*. Sótt 16. apríl 2020 af <https://umraedan.landsbankinn.is/Uploads/Documents/Hagsja/2018-03-02-Thjonustujofnudur-F4-2017.pdf>
- Landsbankinn. (e.d.-a). Markaðir. Sótt 2. apríl 2020 af <https://www.landsbankinn.is/markadir/visitolur/visitalaneysluverds/>
- Landsbankinn. (e.d.-b). Markaðir. Sótt 7. apríl 2020 af <https://www.landsbankinn.is/markadir/gjaldmidlar/gengisthroun/#/A/14-10-2019/14-04-2020/GVT-ISK/>
- Lánamál ríkisins. (2012). *Markaðsupplýsingar*. Sótt 1. apríl 2020 af <http://www.lanamal.is/Assets/MarketInfo/L%3%A1nam%3%A1lj%3BAn%3AD%202012.pdf>
- Lánamál ríkisins. (2017). *Markaðsupplýsingar*. Sótt 1. apríl 2020 af <http://www.lanamal.is/GetAsset.ashx?id=11005>

- Lipsey, R. G. og Lancaster, K. (1956). The general theory of second best. *The review of economic studies*, 24(1), 11–31. <https://doi.org/10.2307/2296233>
- Lubin, D. (2020). Does coronavirus herald capital controls. Sótt 9. apríl 2020 af <https://www.citivelocity.com/citigps/coronavirus-herald-capital-controls/>
- Magnús Halldórsson. (2019). Nýtt Ísland og nýjar leikreglur. Sótt 1. apríl 2020 af <https://kjarninn.is/skyring/2019-11-08-nytt-island-og-nyjar-leikreglur/>
- Már Wolfgang Mixa. (2016). Ómögulegi þríhyrningurinn. *Morgunblaðið* [stafræn mynd]. Sótt 3. maí 2020 af <https://www.mbl.is/vidskipti/pistlar/marmixa/2184544/>
- McAleese, D. (2004). *Economics for business: Competition, macro-stability and globalisation* (3. útg). X: Prentice Hall.
- Milla Ósk Magnúsdóttir. (2019). Vextir bankanna í sögulegu lágmarki. Sótt 5. apríl 2020 af <https://www.ruv.is/frett/vextir-bankanna-i-sogulegu-lagmarki>
- Morgunblaðið. (2005). Höndin ósýnilega. Sótt 30. apríl 2020 af <https://www.mbl.is/greinasafn/grein/1009957/>
- Morgunblaðið. (2011). Efnahagsbatinn fram úr væntingum manna. Sótt 8. apríl 2020 af https://www.mbl.is/frettir/innlent/2011/01/28/efnahagsbatinn_fram_ur_vaentingum_manna/
- Morgunblaðið. (2017). Öll fjármagnshöft afnumin. Sótt 26. apríl 2020 af https://www.mbl.is/vidskipti/frettir/2017/03/12/oll_fjarmagnshoft_afnumin_7/
- Morgunblaðið. (2020a). Aðgerðapakki upp á 60 milljarða. Sótt 23. apríl 2020 af https://www.mbl.is/frettir/innlent/2020/04/21/adgerdapakki_upp_a_60_milljarda/
- Morgunblaðið. (2020b). Hagvöxtur gæti orðið neikvæður um nær 5%. Sótt 30. mars 2020 af https://www.mbl.is/vidskipti/frettir/2020/03/25/hagvoxtur_gaeti_ordid_neikvaedur_um_naer_5_prosent/
- Morgunblaðið. (2020c). Skoða mögulega lokun álversins. Sótt 7. apríl 2020 af https://www.mbl.is/vidskipti/frettir/2020/02/12/skoda_mogulega_lokun_alversins/
- Morgunblaðið. (2020d). Stefnir í 100 milljarða króna halla ríkissjóðs. Sótt 6. apríl 2020 af https://www.mbl.is/frettir/innlent/2020/03/17/stefnir_i_100_milljarda_krona_halla_riki_ssjods/
- Parkin, M. (2014). *Macroeconomics* (11. útg). Boston: Pearson.

- Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson (ritsj.). (2010a). *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir* (1. bindi). Sótt 16. mars 2020 af <https://www.rna.is/eldri-nefndir/addragandi-og-orsakir-falls-islensku-bankanna-2008/skyrsla-nefndarinnar/bindi-1-kaflar-1-6/6.-kafli/>
- Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson (ritsj.). (2010b). *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir* (2. bindi). Sótt 16. mars 2020 af <https://www.rna.is/eldri-nefndir/addragandi-og-orsakir-falls-islensku-bankanna-2008/skyrsla-nefndarinnar/bindi-2-kaflar-7-og-8/7.-kafli/>
- Ploetz, R. C., Hulcr, J., Wingfield, M. J. og Beer, Z. W. D. (2013). Destructive tree diseases associated with ambrosia and bark beetles: Black swan events in tree pathology? *Plant disease*, 97(7), 856–872. <https://doi.org/10.1094/PDIS-01-13-0056-FE>
- Rögnvaldur Már Helgason. (2017). Uppsveiflan óvenjuleg fyrir íslenskan efnahag. Sótt 2. apríl 2020 af <https://www.ruv.is/frett/uppsveiflan-ovenjuleg-fyrir-islenskan-efnahag>
- Samtök atvinnulífsins. (2015). Vandí í höftum — rjúfum Íslandsmúrinn: Afnáam hafta, hvenær og hvernig? Sótt 1. apríl 2020 af <https://www.sa.is/efnahagsmal/greiningar/vandi-i-hoftum-rjufum-islandsmurinn-afnam-hafta-hvenaer-og-hvernig>
- Samtök atvinnulífsins. (2017). *Búum í haginn á tímum góðæris — hagvaxtarskeið taka enda*. Sótt 3. apríl 2020 af <https://www.sa.is/media/2620/buum-i-haginn-a-timum-godaeris.pdf>
- Samtök atvinnulífsins. (2018). Afnum innflæðishöft án tafar. Sótt 1. maí 2020 af <https://www.sa.is/efnahagsmal/greinar/afnum-innflaedishoft-an-tafar>
- Seðlabanki Íslands. (2001). Gjaldeyrismarkaður á Íslandi. *Peningamál* (3), 54–59. Sótt 20. mars 2020 af <https://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=1300>
- Seðlabanki Íslands. (2004). Stöðugleiki fjármálakerfisins. *Peningamál*, (3), 37–38. Sótt 3. apríl 2020 af https://www.sedlabanki.is/uploads/files/PM043_4.pdf
- Seðlabanki Íslands. (2009). *Afnám gjaldeyrishafta*. Sótt 21. mars 2020 af <https://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7214>
- Seðlabanki Íslands. (2011a). Gjaldeyrishöftin samrýmast EES-samningnum. Sótt 1. mars 2020 af <http://gamli.sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=3036>

- Seðlabanki Íslands. (2011b). Hlutverk seðlabanka í fjármálaeftirliti. Í *Seðlabanka Íslands — Sérri nr. 9*. Sótt 30. apríl 2020 af <https://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=8383>
- Seðlabanki Íslands. (2017a). Peningastefnan og innlendir fjármálamarkaðir. *Peningamál*, (2), 23–29. Sótt 26. febrúar 2020 af https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Peningamal/2017/Mai-2017/PM172_K3.pdf
- Seðlabanki Íslands. (2017b). Rammagrein 1: Viðskiptajöfnuður og þjóðhagslegur sparnaður. *Peningamál*, (2), 51–54. Sótt 23. febrúar af https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Peningamal/2017/Mai-2017/PM2017_R1.pdf
- Seðlabanki Íslands. (2017c). *Ríkissjóður Íslands: Afnáam fjármagnshafur jákvæð áhrif á lánshæfi ríkissjóðs og fjármálageirans*. Sótt 4. apríl 2020 af <https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Lanamal-rikisins/RikisstjornIslandsMoodys.pdf>
- Seðlabanki Íslands. (2019). *Þrautavarnalánið til Kaupþings*. Reykjavík: Seðlabanki Íslands. Sótt 23. mars 2020 af <https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Skjol-fyri-forsidufrettir/ThrautavaralanKaupthihngs.pdf>
- Seðlabanki Íslands. (2020a). Fréttir Seðlabankans vegna COVID-19. Sótt 22. apríl 2020 <https://www.sedlabanki.is/utgefid-efni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2020/03/23/Frettir-Sedlabankans-vegna-COVID-19/>
- Seðlabanki Íslands. (2020b). *Nýlegar aðgerðir í peningamálum og staða og horfur í efnahagsmálum*. Sótt 6. apríl 2020 af https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Peningastefnunefnd/Kynning_adalhafraedingur_frettamannafundur_25mar2020.pdf
- Seðlabanki Íslands. (2020c). *Sviðsmyndir af mögulegum áhrifum COVID-19 á efnahagshorfur árið 2020*. Sótt 5. apríl 2020 af https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Peningastefnunefnd/Svidsmyndir_af_efnahagshorfur_25mar2020.pdf
- Seðlabanki Íslands. (2020d). Yfirlýsing peningastefnunefndar 11. mars 2020. Sótt 5. apríl 2020 af <https://www.sedlabanki.is/utgefid-efni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2020/03/11/Yfirlýsing-peningastefnunefndar-11-mars-2020.pdf>

tilkynningar/frettasafn/frett/2020/03/11/Yfirlýsing-peningastefnunefndar-11.-mars-2020/

Seðlabanki Íslands. (2020e). *Yfirlýsing peningastefnunefndar 18. mars 2020*. Sótt 5. apríl 2020 af

https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Peningastefnunefnd/Yfirlýsing_psn_aukafundur_mars_20.pdf

Seðlabanki Íslands. (2020f). *Yfirlýsing peningastefnunefndar 23. mars 2020*. Sótt 6. apríl 2020 af <https://www.sedlabanki.is/utgefid-efni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2020/03/23/Yfirlýsing-peningastefnunefndar-23.-mars-2020/>

Seðlabanki Íslands. (e.d.-a). *Áætlun um losun gjaldeyrishafta*. Sótt 26. mars af <https://sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=9591>

Seðlabanki Íslands. (e.d.-b). *Gjaldeyriforði og tengdir liðir: febrúar 2019* [tafla]. Sótt 3. maí 2020 af <https://www.sedlabanki.is/hagtolor/nanar/2019/03/13/Gjaldeyrifordi-og-tengdir-lidir/>

Seðlabanki Íslands. (e.d.-c). *Greiðslujöfnuður við útlönd* [tafla]. Sótt 11. maí 2020 af <https://www.sedlabanki.is/hagtolor/nanar/2019/03/04/Greidslujofnudur-vid-utlond/?stdID=1>

Seðlabanki Íslands. (e.d.-d). *Greiðslujöfnuður*. Sótt 26. febrúar 2020 af <https://www.sedlabanki.is/library/Fylgiskjol/Hagtolor/Greidslujofnudur/Lysigogn/Greidslujofnudur.pdf>

Seðlabanki Íslands. (e.d.-e). *Tímaraddir* [tafla]. Sótt 3. maí 2020 af <https://www.sedlabanki.is/hagtolor/opinber-gengisskraning/timaradir/>

Seðlabanki Íslands. (e.d.-f). *Vextir Seðlabankans* [tafla]. Sótt 3. maí 2020 af <https://si.data.is/?sid=meginvextir-si&checked=01,03,13&b=>

Seðlabanki Íslands. (e.d.-g). *Vextir Seðlabankans og aðrir vextir*. Sótt 20. apríl 2020 af <https://www.sedlabanki.is/annad-efni/vextir-sedlabankans-og-adrir-vextir/>

Sigurður Hannesson. (2015). *Trúverðug áætlun skilar árangri*. Sótt 26. mars 2020 af <https://kjarninn.is/skodun/2015-12-26-truverdug-aaetlun-skilar-arangri/>

- Sigurgeirsdóttir, S. og Wade, R. H. (2014). From control by capital to control of capital: Iceland's boom and bust, and the IMF's unorthodox rescue package. *Review of international political economy*, 22(1), bls. 103–133.
<https://doi.org/10.1080/09692290.2014.920400>
- Stefán Jóhann Stefánsson. (2012). Hvað er átt við með hugtakinu aflandskrónur og hvernig ber að skilja hugmyndina um á uppboð á þeim? Sótt 25. mars 2020 af <https://www.visindavefur.is/svar.php?id=60143>
- Stjórnarráð Íslands. (2017). *Framgangur áætlunar um losun fjármagnshafa*. Sótt 26. mars 2020 af <https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=c1d4e52e-5fe3-11e7-941c-005056bc530c>
- Stjórnarráð Íslands. (2018). *Framgangur áætlunar um losun fjármagnshafa*. Sótt 26. mars 2020 af <https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=88c7a986-4a03-11e8-942b-005056bc530c>
- Stjórnarráð Íslands. (2019a). *Framgangur áætlunar um losun fjármagnshafa*. Sótt 1. apríl 2020 af <https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=e7a824aa-6dd4-11e9-943a-005056bc4d74>
- Stjórnarráð Íslands. (2019b). *Framgangur áætlunar um losun fjármagnshafa*. Sótt 1. apríl 2020 af <https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=a17343dc-f5a2-11e9-944e-005056bc530c>
- Stjórnarráð Íslands. (2020a). Hagvöxtur gæti reynst 0,5 prósentum hærri en ella ef loðna finnst í febrúar. Sótt 7. apríl 2020 af <https://www.stjornarradid.is/efst-a-baugi/frettir/stok-frett/2020/02/04/Hagvoxtur-gaeti-reynst-0-5-prosentum-haerri-en-ella-ef-lodna-finnst-i-februar/>
- Stjórnarráð Íslands. (2020b). *Staða efnahagsmála og sviðsmynd fjármála- og efnahagsráðuneytis í apríl*. Sótt 8. maí 2020 af <https://www.stjornarradid.is/library/02-Rit--skyrslur-og-skrar/Kynning%20FJR.pdf>
- Stjórnarráð Íslands. (2020c). Viðspyrna fyrir Ísland - efnahagsaðgerðir stjórnvalda vegna COVID-19. Sótt 16. apríl 2020 af <https://www.stjornarradid.is/efst-a-baugi/frettir/stok-frett/2020/03/21/Vidspyrna-fyrir-Island-efnahagsadgerdir-stjornvalda-vegna-COVID-19/>

- Stjórnarráð Íslands. (e.d.-a). Losun og afnám fjármagnshafta. Sótt 26. mars 2020 af <https://www.stjornarradid.is/verkefni/efnahagsmal-og-opinber-fjarmal/efnahagsmal/losun-og-afnam-fjarmagnshafta/>
- Stjórnarráð Íslands. (e.d.-b). Lánshæfismat. Sótt 26. mars 2020 af <https://www.stjornarradid.is/verkefni/efnahagsmal-og-opinber-fjarmal/lansfjarmal-rikissjods/lanshaefismat/>
- Sunna Kristín Hilmaradóttir. (2020). Ekki hægt að horfa upp á aðra eins kaupmáttarrýrnun og varð eftir hrún. Sótt 28. apríl 2020 af https://www.visir.is/g/2020624508d/ekki-haegt-ad-horfa-upp-a-adra-eins-kaupmattarryrnun-og-var-d-ef-tir-hrun?fbclid=IwAR0UOWUuZpAw5ovqB7oGb9fehI_XRmAVMmNGjZxjApITJu8ozmfYBLbWaCY
- Sveinn Ólafur Melsted. (2020). Reiknar með 90% fækkun ferðamanna. Sótt 15. apríl 2020 af <https://www.vb.is/frettir/reiknar-med-90-faekkun-ferdamanna/160825/>
- Vacante, M., D'Agata, V., Motta, M., Malaguarnera, G., Biondi, A., Basile, F., ... Salamone, S. (2012). Centenarians and supercentenarians: a black swan. Emerging social, medical and surgical problems. *BMC Surgery*, 12(1), 1–8. <https://doi.org/10.1186/1471-2482-12-S1-S36>
- Velferðarráðuneyti. (2013). *Greinargerð um fjárhagsstöðu heimilanna*. Reykjavík: Velferðarráðuneyti. Sótt 3. apríl 2020 af https://www.stjornarradid.is/media/velferdarraduneyti-media/media/rit_2013/greinarger-d-um-fjarhagsstodu-heimilanna_april2013.pdf
- Viðskiptablaðið. (2017). Ferðapjónustan skapar flest störf. Sótt 16. apríl 2020 af <https://www.vb.is/frettir/stor-hluti-starfa-verda-til-i-ferdathjonustu/137467/?q=fer%C3%B0a%C3%BEj%C3%B3nustan>
- Þingskjal 1576. (2018–2019). Nefndarálit um frumvarp til laga um Þjóðarsjóð. *Alþingistíðindi A-deild*, 434. Sótt 17. apríl 2020 af <https://www.althingi.is/altext/pdf/149/s/1576.pdf>
- Þorbjörn Þórðarson. (2018). *Tíu ár frá hrúni: Neyðarlögin voru fordæmalaus á heimsvísu en björguðu Íslandi*. Sótt 23. mars 2020 af <https://www.visir.is/g/2018180918811>
- Þorsteinn Friðrik Halldórsson. (2018). Gengislekinn meiri og hraðari en áður. Sótt 1. maí 2020 af <https://www.visir.is/g/2018181119317>

- Þorsteinn Friðrik Halldórsson. (2019). Bindiskyldan lækkuð niður í núll prósent. Sótt 17. maí 2020 af https://www.frettabladid.is/markadurinn/bindiskyldan-laekku-niur-i-null-prosent/?fbclid=IwAR1xTGGRcjiMLLeLMRfJ_qEfZVMnFt-DTDRYESxGd5Mwa4hHgC2ZX9nUyBNg
- Þorsteinn Friðrik Halldórsson. (2020a). Allir lögráða íbúar landsins frá gjafabréf frá stjórnvöldum. Sótt 6. apríl 2020 af <https://www.frettabladid.is/markadurinn/allir-lograda-islendingar-fra-gjafabref-fra-stjornvoldum/>
- Þorsteinn Friðrik Halldórsson. (2020b). Ferðapjónustan fær annað högg. Sótt 6. apríl 2020 af <https://www.frettabladid.is/markadurinn/ferdathjonustan-faer-annad-hogg/>
- Þór Saari. (2020). „Kaupthinking“ ríkisstjórnar. Sótt 16. apríl 2020 af https://www.mbl.is/mogginn/bladid/innskraning/?redirect=%2Fmogginn%2Fbladid%2Fgrein%2F1750143%2F%3Ft%3D222572968&page_name=grein&grein_id=1750143
- Þórdís Arnljótsdóttir. (2020). Hömlur á ferðir til og frá útlöndum í skoðun. Sótt 16. apríl 2020 af <https://www.ruv.is/frett/2020/04/07/homlur-a-ferdir-til-og-fra-utlondum-i-skodun>
- Þórður Snær Júlíusson. (2020a). Hrun sem hefur aldrei sést áður kallar á aðgerðir sem þóttu óhugsandi fyrir viku. Sótt 16. apríl 2020 af <https://kjarninn.is/skodun/2020-03-19-hrun-sem-hefur-aldrei-sest-adur-kallar-adgerdir-sem-thottu-ohugsandi-fyrir-viku/>
- Þórður Snær Júlíusson. (2020b). Krónan eftir höft: Stöðugleiki og stöðnun. Sótt 7. apríl 2020 af <https://kjarninn.is/skyring/2020-02-02-kronan-efir-hoft-stodugleiki-og-stodnun/>
- Þórður Snær Júlíusson. (2020c). Lokunarstyrkir, bónus til framlínufólks og fjölmiðlagreiðslur í aðgerðarpakka 2.0. Sótt 23. apríl 2020 af <https://kjarninn.is/skyring/2020-04-21-lokunarstyrkir-bonus-til-framlinunar-og-fjolmidlagreidslur-i-adgerdarpakka-20/>
- Þórður Snær Júlíusson. (2020d). Sjávarútvegur vill að ríkið borgi fyrir markaðssetningu sjávarafurða eftir COVID-19. Sótt 7. apríl 2020 af <https://kjarninn.is/frettir/2020-03-25-sjavarutvegur-vill-ad-rikid-borgi-fyrir-markadssetningu-sjavarafurda-efir-covid-19/>