

Seðlabankinn og AGS segja aðra sögu um krónu og evru en stjórnvöld

Ný greining Alþjóðagjaldeyrissjóðsins styður í meginatriðum gagnrýni Seðlabankans og gengur gegn lykilfullyrðingum stjórnvalda um krónu og evru. Hvort stenst betur skoðun: mat AGS og Seðlabankans eða málflutningur stjórnvalda?

GREINARGERÐ

17. ágúst, 2026

Jón Helgi Egilsson
& Erna Bjarnadóttir

Samantekt

Gjaldmiðlaskýrsla fjármála- og efnahagsráðuneytisins og Seðlabanki Íslands segja ekki sömu sögu um nokkur lykilatriði varðandi íslensku krónuna. Seðlabankinn gagnrýndi meðal annars mat skýrslunnar á gengissveiflum, höggdeyfihlutverki gengisins og túlkun á reynslunni eftir fjármálahrunið. Spurningin er hvor framsetningin standist betur.

Ný úttekt Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (AGS) frá júlí 2026 fjallar um sömu álitaefni og er því notuð hér sem óháður prófsteinn þar sem samanburðurinn er beinn. Niðurstaðan er skýr en ekki einhliða: AGS staðfestir raunverulega kosti evru, en á helstu ágreiningsefnunum stendur mat sjóðsins nálægt mati Seðlabankans. AGS segir að krónan sé ekki sveiflukenndari en sambærilegir gjaldmiðlar, að stór og oft séríslensk áföll undirstriki gildi sveigjanlegs gengis sem höggdeyfis fyrir Ísland og að evruupptaka færi aðlögun yfir á laun, atvinnu og ríkisfjármál. Sjóðurinn kemst engan veginn að þeirri heildarniðurstöðu að kostnaður krónunnar sé meiri en ábatinn, eins og ráðuneytið kynnti ranglega sem „helstu niðurstöðu“ eigin gjaldmiðlaskýrslu. [1][3][4][5]

Helstu niðurstöður

- 1 Ráðuneytið kynnti sem „helstu niðurstöðu“ gjaldmiðlaskýrslu að kostnaður krónunnar væri líklega meiri en ábatinn. Sú niðurstaða er ekki heildarniðurstaða skýrsluhöfunda og AGS kemst heldur ekki að slíkri niðurstöðu. [1][2][3][5]
- 2 Um gengissveiflur styður nýtt mat AGS mat Seðlabankans. Eftir 2012 er flökt krónunnar svipað og hjá nokkrum sambærilegum flotgengismyntum og AGS segir að krónan sé ekki sveiflukenndari en sambærilegir gjaldmiðlar. [4, bls. 2-3][5, bls. 78]
- 3 Um höggdeyfihlutverkið er niðurstaða AGS skýr: stór og oft séríslensk áföll undirstrika gildi sveigjanlegs gengis. Það styður mat Seðlabankans en er andsætt skýrslu stjórnvalda. [4, bls. 3-6 og 16-17][5, bls. 76-78]
- 4 Lítil magnviðbrögð sjávarafurða og áls segja ekki ein og sér til um þjóðhagslegt gildi gengisaðlögunar. AGS og Seðlabankinn benda einnig á samkeppnishæfni, innflutning, tekjur og aðrar aðlögunarleiðir. [2][4, bls. 6-7][5, bls. 77]
- 5 Seðlabankinn gerir sérstaka aðferðafræðilega athugasemd við orsakatúlkun. AGS sker ekki beint úr um gagnrýni; hún stendur því sem sjálfstæður fyrirvari við túlkun niðurstaðna. [4, bls. 8]
- 6 AGS staðfestir kosti evru, en einnig fórnarkostnaðinn: eigin gengi og vextir hverfa og aðlögun færist í auknum mæli yfir á laun, atvinnu, ríkisfjármál, skuldsetningu og aðra innri aðlögun. [5, bls. 72-80]

Mismunandi skilaboð

Misræmi milli opinberrar framsetningar og athugasemda Seðlabanka Íslands, prófað með því að skoða nýtt mat AGS.

Álitaefni	Fjármálaráðuneytið / gjaldmiðlaskýrslan	Seðlabanki Íslands	AGS 2026	Niðurstaða
Heildarmat krónu og evru	Ráðuneytið: kostnaður krónunnar „líklega að jafnaði meiri“ en ábatinn. [1] Skýrslan leggur ekki fram slíka heildarniðurstöðu enda viðurkennt að t.d. vanti mat á kostnaði við innri aðlögun. [2]	Gerði umfangsmiklar athugasemdir við lykilforsendur og það sem vantar í mat á heildarniðurstöðu. [4]	Setur fram bæði kosti og galla. Valið ráðist af ávinningi samþættingar á móti kostnaði við að missa gengið sem aðlögunartæki. [5, bls. 78]	Enginn nema Fjármálaráðuneytið fullyrti að kostnaður við krónu væri meiri en ábati. Ráðuneytið gerði höfundum gjaldmiðlaskýrslu upp heildarniðurstöðu. AGS segir að það þurfi einfaldlega að vega og meta kosti og galla. [3][5]
Gengissveiflur	Krónan sögð sveiflukenndari en aðrir norrænir gjaldmiðlar og kostnaðurinn undirstrikaður. [2]	2012-2026: ISK 1,8% og NOK 1,7%; krónan ekki útlagi (e. outlier). Um eldri samanburð: „simply incorrect and have to be revised“. [4, bls. 2-3]	Krónan er ekki talin sveiflukenndari en sambærilegir gjaldmiðlar. [5, bls. 78]	AGS sammála Seðlabankanum. [4][5] Gengissveiflur eru ekki óeðlilega miklar.
Höggdeyfihlutverk	Stöðugleikagildi krónunnar metið takmarkað við venjulegar aðstæður; gengið geti magnað suma skelli. [2]	Telur höggdeyfihlutverkið miklvægt og hafa aukist eftir hrún; ferðapjónusta og Covid nefnd sem skýr dæmi. [4, bls. 3-6, 16-17]	Stór og oft séríslensk áföll undirstrika gildi sveigjanlegs gengis sem höggdeyfis. [5, bls. 78]	AGS sammála Seðlabankanum. [4][5] Höggdeyfihlutverk krónunnar mikilvægt fyrir íslenskt hagkerfi.
Útflutningsáhrif	Lítill magnviðbrögð sjávarafurða og áls notuð sem vísbending um takmarkað gildi gengisins. [2]	Prófið of þröngt; tekjur, innflutningur, ferðapjónusta og tilfærsla eftirspurnar skipta einnig máli. [4, bls. 6-7]	Gengisveiking getur stutt samkeppnishæfni og dregið úr innflutningi eftir neikvætt viðskiptakjaraáfall. [5, bls. 77]	AGS sammála Seðlabankanum. [4][5] Villandi framsetning að láta sem tregbreytanleiki í magni á fiski og áli sé það eina sem skipti máli við gengisaðlögun.
Orsakatengsl	Local projections og SVAR notuð til ályktana um verðbólgu- og raunhagáhrif gengis. [2]	Varar við að skilyrt tengsl séu túlkuð sem orsakaáhrif og bendir á öfug orsakasamhengi. [4, bls. 8]	Tekur ekki beint afstöðu til þessarar tæknilegu gagnrýni á aðferðir gjaldmiðlaskýrslunnar. [5]	Fyrirvari Seðlabankans stendur sem aðferðafræðileg gagnrýni. [4]
Verðbólga	Gengisveiking fær mikið vægi sem áhrifavaldur meiri verðbólgu. [2]	Verðbólgan í dag að mestu drifin af launum, húsnæði og eftirspurn; þáttur gengisbreytinga takmarkað. [4, bls. 5]	Sama meginmynd og SBÍ: launahækkanir og húsnæðiskostnaður stór orsakavaldur núverandi verðbólgu. [5, bls. 5-6]	AGS sammála Seðlabankanum. [4][5] Núverandi verðbólga að mestu heimatilbúinn vandi.
Evrúaðlögun	Minni gengisáhætta, viðskiptakostnaður og lægri fjármagnskostnaður dregin fram. Kostnaður við innri aðlögun ekki metinn [2]	Innri aðlögun án flotgengis þarf meira vægi í samanburðinum. [4]	Aðlögun færist í laun, atvinnu og ríkisfjármál; ECB-vextir geta illa hentað íslenski hagsveiflu. [5, bls. 72-80]	AGS sammála Seðlabankanum. [4][5] Kostnaður og ábatagreining um evru vs. krónu liggur ekki fyrir. Pólitískar yfirlýsingar um umfram-ábata af evru byggja því ekki á hagfræðilegri úttekt.

1. Inngangur: ágreiningurinn og prófið

Gjaldmiðlaskýrslan sem fjármála- og efnahagsráðherra lét vinna og athugasemdir Seðlabanka Íslands við hana segja ólíka sögu um nokkur lykilatriði í mati á evru og íslenskri krónu. Misræmið er meðal annars í mati á gengissveiflum, höggdeyfihlutverk krónunnar, orsök og afleiðingu í gengishreyfingum og hversu vel ástandið fyrir og í kringum fjármálahrundi lýsir núverandi umgjörð peningastefnunnar og stöðu hagkerfisins. [2][4] Þetta vekur einfalda spurningu: Hvor lýsingin stenst betur?

Ný greining Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá lok júlí 2026 gerir nú kleift að leggja sjálfstæðan mælikvarða á þann ágreining. Viðauki VIII í Article IV skýrslu AGS fjallar beinlínis um kosti og galla gengisfyrirkomulags fyrir Ísland við núverandi aðstæður, þar á meðal séríslensk áföll, gildi sveigjanlegs gengis, kostnað þess að missa sjálfstæða peningastefnu og mögulegan ávinning af evru. [5]

Greinargerðin notar því nýtt mat AGS sem óháðan prófstein á helstu ágreiningsefni gjaldmiðlaskýrslunnar (og afleidda orðræðu ráðherra ríkisstjórnarinnar) og Seðlabankans. AGS er auðvitað ekki formlegur úrskurðaraðili og mat sjóðsins er ekki óskeikult. En þar sem AGS styður aðra hliðina er það dregið fram; þar sem niðurstaðan er blönduð eða AGS sker ekki úr er það einnig tekið fram. Niðurstaðan er að AGS staðfestir ýmsa kosti evru, en um lykilatriði sem stjórnvöld hafa lagt sérstaka áherslu á stendur mat AGS mun nær gagnrýni Seðlabanka Íslands en þeirri mynd sem stjórnvöld vilja draga upp. [5]

2. „Helstu niðurstöður“ ekki niðurstaða höfunda

Við birtingu skýrslunnar 29. maí 2026 gaf fjármála- og efnahagsráðuneytið út fréttatilkynningu undir fyrirsögninni „Kostnaður af krónu líklega meiri en ábatinn“.

Í fréttatilkynningu á vef Stjórnarráðs Íslands var því ranglega haldið fram (stendur enn), að:

„Helstu niðurstöður skýrslunnar eru að kostnaðurinn við íslensku krónuna sé verulegur og líklega að jafnaði meiri en sá ábati sem fylgir sjálfstæðum gjaldmiðli.“ [1]

Ráðuneytið sagði jafnframt að höfundar teldu gengi krónunnar ekki stuðla að efnahagslegum stöðugleika nema í stóráföllum og að gengissveiflur hefðu oft fremur magnað en dregið úr áhrifum efnahagsskella. [1]

Eins og höfundar hafa síðar staðfest, þá framkvæmdu þeir ekki kostnaðar- og ábatagreiningu þar sem allur kostnaður og allur ávinningur krónu annars vegar og evru hins vegar er veginn saman í eina niðurstöðu. Skýrslan inniheldur margar greiningar og dregur fram fjölmarga kosti og galla, en hún metur ekki heildaráhrif beggja kerfa á sameiginlegum grunni. [2]

Við rýni skýrslunnar strax eftir birtingu var bent á í Morgunblaðinu að þessa heildarniðurstöðu væri ekki að finna sem niðurstöðu skýrslunnar. [9]

Einn höfunda skýrslunnar, Hilde C. Bjørnland, staðfesti síðar í samtali við Morgunblaðið að höfundarnir hefðu ekki vegið saman kostnað krónunnar og ávinning evru og formaður hópsins staðfesti þetta í viðtali á RÚV. [3] Það liggur því fyrir að ráðuneytið eignaði skýrsluhöfundunum heildarniðurstöðu en þeir komust ekki að sjálfir. Fréttatilkynning á vef Stjórnarráðs Íslands um niðurstöðu skýrslunnar er því röng.

Mat: Það er rétt að skýrslan færir rök fyrir kostnaði sem fylgir krónunni og kostum evru. Það er hins vegar allt annað en að niðurstaða skýrslunnar sé sú sem kynnt var í fréttatilkynningu á vef Stjórnarráðs Íslands - enda var engin heildstæð kostnaðar- og ábatagreining framkvæmd.

3. Athugasemdir Seðlabanka Íslands

Áður en skýrslan var birt fékk Seðlabanki Íslands drög hennar til umsagnar. Athugasemdir bankans eru 27. Þær varða gögn, mæliaðferðir, val á tímabilum, samanburð við önnur lönd, orsakasamhengi og helstu ályktanir. [4]

Sérstaklega skipta máli athugasemdir við atriði sem síðar urðu hluti af opinberri kynningu ráðuneytisins, ráðherra og stjórnarþingmanna: óvenjumiklar gengissveiflur, takmarkað höggdeyfihlutverk krónunnar, tengsl gengis við verðbólgu og atvinnu og notkun tímabila sem innihalda aðdraganda fjármálahrunsins og hrunið sjálft. [4]

Athugasemdir Seðlabankans virðast hafa leitt til breytinga og aukinna fyrirvara í lokaútgáfunni. Til dæmis var ekki haldið óbreyttu orðalagi úr drögunum um að sveiflur krónunnar væru „orders of magnitude“ meiri en hjá öðrum norrænum gjaldmiðlum. [2][4] En sterkar ályktanir um óvenju miklar sveiflur krónunnar og takmarkað stöðugleikagildi hennar stóðu að verulegu leyti áfram.

Mat: Þegar Seðlabanki Íslands bendir á að samanburður sé aðferðafræðilega rangur, að túlkun á orsakasamhengi standist ekki og að reynsla eftir hrún sýni aðra mynd um höggdeyfihlutverk krónunnar, þarf opinber kynning að gera þeim ágreiningi skýr skil - það var ekki gert.

4. Gengissveiflur: mat AGS styður mat Seðlabankans

Skýrsluhöfundar leggja mikla áherslu á gengissveiflur krónunnar. Í lokaútgáfu skýrslunnar segir beinlínis að þótt gengissveiflur krónunnar hafi minnkað eftir fjármálahrunið og sveiflur norsku krónunnar aukist sé íslenska krónan áfram sveiflukenndust norrænu gjaldmiðlanna „með skýrum mun“.

Í upphaflegum drögum var orðalagið mun sterkara og gengissveiflur krónunnar t.d. sagðar „stærðargráðum meiri“ en í öðrum norrænum hagkerfum. Seðlabankinn gagnrýndi þá fullyrðingu; sagði hana beinlínis ranga og benti á að samanburðurinn væri villandi.

Höfundarnir studdust þar við staðalfrávik gengisvísitalna, en bankinn benti á að sú aðferð gæfi ekki réttmæta mynd, því þær gengisráðir sem voru notaðar væru óstöðugar og niðurstaðan væri mjög háð vali á grunnári vísitölunnar. Bankinn sýndi að breyting á grunnári gat jafnvel snúið við röðun íslensku og norsku krónunnar. Seðlabankinn sagði [4, bls. 1-3]:

„Any conclusions ... based on the table for comparison of exchange rate volatility in the post-GFC period ... are simply incorrect and have to be revised.“ [4, bls. 3]

Bankinn lagði til hefðbundnari mælikvarða: staðalfrávik mánaðarlegra breytinga á virku nafngengi. Frá janúar 2012 til mars 2026 fékkst eftirfarandi niðurstaða: [4, bls. 2]

Gjaldmiðill	Staðalfrávik á virku nafngengi
Ísland	1,8%
Noregur	1,7%
Ástralía	1,7%
Nýja-Sjáland	1,6%
Bretland	1,5%
Svíþjóð	1,3%
Evrusvæðið	1,2%
Bandaríkin	1,1%

Krónan er samkvæmt þessu sveiflukenndari en evran. Hún sker sig hins vegar ekki úr meðal sambærilegra mynta.

Tímavalið sem er valið skiptir einnig máli. Höfundarnir kusu að velja tímabil eftir hrun frá 2009 þegar Ísland var enn að vinna sig út úr einstöku sögulegu fjármálaáfalli þar sem sveiflur krónunnar voru miklar.

AGS bendir hins vegar á að í dag sé ekki hægt að segja að krónan sé sveiflukenndari en aðrir sambærilegir gjaldmiðlar, þó að sögulega og sérstaklega í kringum hrunið gegni öðru máli. [5, bls. 78]

Mat: Afdráttarlaust mat um að gengi krónunnar sé óvenju sveiflukennt stenst ekki þegar notuð er hefðbundin mæling og horft sérstaklega til tímabilsins eftir hrun.

5. Peningastefnan ekki sú sama og fyrir hrun

Fjármálahrunið 2008 er óhjákvæmilegur hluti af mati á íslenskri peningastefnu. Það sýnir hvað getur farið úrskeiðis í litlu opnu hagkerfi með mikið ójafnvægi í gjaldeyrisstöðum, stórt bankakerfi og ófullnægjandi þjóðhagsvarúð. En það er jafnframt villandi að halda því fram að það sé staðan eftir hrun og hvað þá í dag.

Gjaldmiðlaskýrslan viðurkennir að stofnanaumgjörð Seðlabankans hafi styrkst eftir hrun. Peningastefnan þróaðist í það sem kallað hefur verið verðbólguþröskukmið plús, með vöxtum, gjaldeyrisinngrípum og þjóðhagsvarúðartækjum. [2] Seðlabankinn bendir á að uppfærð greining með gögnum til 2025 sýni að stærri hluti gengishreyfinga eftir hrun endurspegli raunveruleg eftirspurnar- og framboðsáföll, en að vægi peningastefnuskella og gengisáhættu hafi minnkað verulega. [4, bls. 9 og 16-17]

AGS metur núverandi stöðu einnig allt öðruvísi en fyrir 2008. Sjóðurinn segir Ísland ekki búa við verulegt ytra ójafnvægi og að gjaldeyrisforði sé fullnægjandi. AGS bendir einnig á að gjaldeyrisójafnvægi í efnahagsreikningum sé takmarkað, meðal annars vegna varúðarreglna og þess að gjaldeyris-skuldir banka fjármagni að miklu leyti aðilar með gjaldeyristekjur. [5, bls. 73-74]

Skýrslan frá 2012 lýsir fortíð sem var

Í Sérri Seðlabanka Íslands frá 2012 var komist að þeirri niðurstöðu að sveigjanlegt gengi krónunnar virtist ekki hafa varið þjóðarbúið vel gegn tilteknum framboðsskellum. [6] Sú niðurstaða hefur verið dregin fram í opinberri umræðu í aðdraganda kosningarinnar í ágúst 2026, m.a. af fjármálaráðherra Daða Má Kristóferssyni. [7]

Skýrslan er mikilvæg söguleg heimild, en megingögnin í viðkomandi greiningum ná yfir tímabil frá síðustu öld, tímabilið fyrir hrun, hrunið og fyrstu árin þar á eftir. Hún var birt áður en ferðabjónustuuppsveiflan, afnám fjármagnshafta, breyttur efnahagsreikningur þjóðarbúsins og endurbætt peningastefna höfðu sýnt sig. [6]

Seðlabankinn hafði þegar árið 2017 metið það svo að sveigjanlegt gengi „virki betur en áður til sveiflujöfnunar“ og tengdi það meðal annars við breytingar á framkvæmd peningastefnunnar eftir fjármálakreppuna. [10] Uppfærslan til 2025 gengur í sömu átt. [4]

Mat: Það er hægt að vitna í 2012 skýrsluna sem sögulega heimild. Það er hins vegar villandi að láta sem það mat lýsi núverandi stöðu og sleppa því að minnst á nýrri greiningar bankans 2017 og 2026 sem ná yfir undanfarinn áratug auk þess að minnst á mat AGS á mikilvægi höggdeyfihlutverks krónunnar.

6. Höggdeyfihlutverkið eftir hrun: tvö skýr dæmi

Kjarnaspurningin er ekki aðeins hversu mikið gengið sveiflast. Með flotgengi eru gengishreyfingar kostur en ekki galli því þær eru hluti af aðlögunarhæfninni. Ef gengið getur ekki brugðist við nýjum efnahagslegum veruleika, eins og í tilviki fastgengis eins og evru, verður aðlögunin að fara fram eftir öðrum leiðum, meðal annars í gegnum laun, atvinnu, eftirspurn, skuldsetningu og ríkisfjármál. Seðlabankinn bendir á ferðabjónustuuppsveifluna og Covid-áfallið sem skýr dæmi um skýr og mikilvæg höggdeyfifáhrif krónunnar. [4, bls. 3-6]

6.1 Ferðabjónustuuppsveiflan 2012-2018

Ferðamönnum fjölgaði úr um 0,7 milljónum árið 2012 í 2,3 milljónir árið 2018.

Þjónustuútflutningur jókst um 72% og heildarútflutningur um 44%. Krónan styrktist um 33% að nafnvirði og raungengið um 41%. [4, bls. 3]

Seðlabankinn segir þetta skýrt dæmi um gjaldmiðil sem gegnir mikilvægu höggdeyfihlutverki: styrkingin hægði á útflutningsvexti og færði hluta innlendrar eftirspurnar til útlanda. [4, bls. 3]

6.2 Covid-áfallið 2020

Heimsfaraldurinn var alþjóðlegt áfall en samsetning þess á Íslandi var mjög frábrugðin öðrum Norðurlöndum. Þjónustuútflutningur féll um 60% og heildarútflutningur um meira en 30%. Samdrátturinn í útflutningi var 3-6 sinnum meiri en í Finnlandi, Danmörku og Svíþjóð og 12 sinnum meiri en í Noregi. [4, bls. 4]

Seðlabankinn telur krónuna hafa gegnt mikilvægu hlutverki við aðlögun þjóðarbúsins að þessu stóra neikvæða útflutningsáfalli. AGS leggur sömuleiðis áherslu á að sveigjanlegt gengi geti tekið upp raunhagsskelli og viðskiptakjaraáföll með því að styðja samkeppnishæfni og draga úr innflutningi og sé mikilvægt fyrir sértæki áföll fyrir Ísland. [5, bls. 76-78]

Mat: Greining AGS í júlí 2026 undirstrikar og tekur undir áherslur Seðlabankans: stærð og sérstaða íslenskra áfalla eykur gildi sveigjanlegs gengis fyrir Ísland sem tryggingar gegn áföllum.

7. „Veikari króna býr ekki til meiri fisk“

Áberandi rök ráðherra sem þeir sækja í gjaldmiðlaskýrsluna er að magn sjávarafurða og áls bregðist lítið við gengisveikingu. Sjávarútvegur er bundinn aflaheimildum og álframleiðsla afkastagetu, orkuframboði og langtímasamningum. [2] Sú staðreynd er rétt.

„Veikari króna býr ekki til meiri fisk eða nýtt álver.“ [8]

Fullyrðingin að ofan er fyrst og fremst strámaður: sett er fram fullyrðing sem enginn hefur haldið fram og hún síðan hrakin með tilþrifum. Enginn heldur því fram að gengislækkun fjölgi fiskum eða reisi álver. Samt byggist megintölfræðiþróf gjaldmiðlaskýrslunnar einmitt á því: að kanna hvort gengisveiking auki útflutningsmagn sjávarafurða og áls, tveggja greina þar sem framleiðslan er háð miklum framboðstakmörkunum.

Seðlabankinn bendir sérstaklega á að framleiðslutakmarkanir í sjávarútvegi og áliðnaði eyði ekki tekjuáhrifum hærri útflutningstekna í krónum og bættrar arðsemi. Bankinn taldi prófið jafnframt of þröngt þar sem það náði ekki til annarra mikilvægra aðlögunarfarvega. Gengið virkar einnig í gegnum innflutning, tilfærslu eftirspurnar til innlendrar framleiðslu og aðrar útflutningsgreinar, sérstaklega ferðaþjónustu. [4, bls. 6-7] AGS segir að gengisveiking eftir neikvætt viðskiptakjaraáfall geti stutt samkeppnishæfni og dregið úr innflutningi. [5, bls. 77]

Mat: Hagfræðilega spurningin er hvort sveigjanlegt gengi auðveldi hagkerfinu í heild að laga sig að áfalli, ekki hvort veikari króna geti töfrað fram fleiri fiska. Því heldur enginn fram og eru rökfræðilegur strámaður og eiga lítið skylt við hagfræði.

8. Orsök og afleiðing

Gjaldmiðlaskýrslan notar meðal annars local projection- og SVAR-aðferðir til að meta tengsl gengis við verðbólgu, framleiðslu og atvinnu. Slíkar aðferðir geta verið gagnlegar, en túlkun þeirra ræðst af því hvort undirliggjandi skellir eru raunverulega auðkenndir. [2] Í skýrslunni sjálfri er tekið fram að greiningin sýni skilyrt tölfræðileg viðbrögð en ekki fullkomlega einangruð orsakaáhrif. Síðar eru þó dregnar afdráttarlausar ályktanir af niðurstöðunum, þar sem gengisveiking er túlkuð sem orsök hærri verðbólgu, lægri raunlauna og takmarkaðs stöðugleikahlutverks gengisins, fremur en að tekið sé nægilegt tillit til þess að hún geti sjálf verið viðbragð við undirliggjandi áfalli.

Seðlabankinn bendir á að sumar niðurstöður greininganna séu settar fram með sterkara orðalagi um orsakasamhengi en hægt sé að fullyrða. [4, bls. 8]

Bankinn nefnir sérstaklega öfug orsakatengsl í ferðaþjónustu. Neikvætt áfall getur bæði dregið úr atvinnu og gjaldeyristekjum og veikt krónuna. Þá getur gengislækkunin verið hluti af viðbragðinu við áfallinu fremur en orsök samdráttarins. Sama vandamál getur komið upp í sjávarútvegi, áli og öðrum útflutningsgreinum. [4, bls. 8]

Seðlabankinn bendir jafnframt á að sumar greiningar hefjist árið 2000 og innihaldi því aðdraganda bankahruns og hrunið sjálft. Hann leggur til að sérstaklega sé skoðað tímabilið eftir hrun þegar peningastefnan og fjármálakerfið höfðu breyst verulega. [4]

Mat: Fylgni milli gengislækkunar og verri efnahagslegrar niðurstöðu er ekki sjálfkrafa sönnun þess að gengislækkunin hafi valdið niðurstöðunni. Áfallið getur valdið hvoru tveggja og því eru tilteknar fullyrðingar í gjaldmiðlaskýrslunni ekki réttar.

9. Verðbólga: nýleg verðbólga er að mestu innlend

Gengisveiking hefur áhrif á verðlag. Ísland er lítið og innflutningsháð hagkerfi og breyting á gengi getur borist skjótt í verð innfluttra vara. Gjaldmiðlaskýrslan leggur réttilega áherslu á þetta. [2]

En það er annað en að gera krónuna að meginskýringu á verðbólguvanda síðustu ára og núverandi verðbólguþrýstingi. Í skýrslunni er lagt mikla áherslu á að gengisveiking skili sér hratt inn í neysluverð og þrýsti niður raunlaunum. Í heildarfrásögn kaflans fær gengið þannig verulegt vægi bæði í mati á kostnaði gengissveiflna og á stöðugleikahlutverki krónunnar.

Seðlabanki Íslands bendir á að gengisveikingin árið 2020 hafi fyrst hækkað verð innfluttra vara tímabundið. Í kjölfarið hafi húsnæðisverð hækkað hratt, innlend eftirspurn aukist og miklar launahækkanir tekið við sem meginuppsprettur verðbólguþrýstings. Bankinn segir að hækkuð verðbólga síðustu ára hafi því aðallega verið drifin af innlendum verðbólguþrýstingi, með takmörkuðu framlagi frá innfluttri verðbólgu og gengi. [4, bls. 5]

Bankinn bendir einnig á rannsóknir sem sýna að gengisáhrif hafi minnkað eftir umbætur á peningastefnunni og aukinn trúverðugleika eftir 2009. [4, bls. 5]

AGS dregur upp sambærilega mynd. Sjóðurinn segir núverandi undirliggjandi verðbólguþrýsting vera áfram mikinn vegna mikilla launahækkana og þráláts húsnæðiskostnaðar. [5, megintexti skýrslunnar, bls. 5 til 7]

Það er því rétt að segja að krónan og gengisbreytingar geti aukið verðbólgu. Það er hins vegar villandi að gera krónuna að meginskýringu á verðbólgu síðustu ára og núverandi verðbólguþrýstingi.

Mat: Gengisbreytingar hafa áhrif á verðbólgu, en það er ekki hið sama og að gengið sé meginorsök verðbólgu. Verðbólga síðustu ára og núverandi verðbólguþrýstingur skýrast hins vegar að mestu af innlendum þáttum. [4][5]

10. Meiri samleitni segir ekki hvaða peningastefna hentar

Gjaldmiðlaskýrslan bendir á að samleitni hagsveiflna Íslands, Norðurlandanna og evrusvæðisins hafi aukist. Fylgni framleiðslu hafi verið um 0,7 eftir 2009. Af því er dregin sú ályktun að vegna aukinnar samleitni hagsveiflna séu mismunandi hagsveiflur ekki hindrun fyrir evruupptöku. [2]

Seðlabankinn bendir á að svipuð þróun hagvaxtar segi ekki alla söguna. Það skiptir máli hvað veldur henni. Ísland og evrusvæðið geta bæði verið í samdrætti en af ólíkum ástæðum, sem geta kallað á ólíka, jafnvel gagnstæða, peningastefnu. [4, bls. 4]

AGS kemst að sambærilegri niðurstöðu. Sjóðurinn segir efnahags- og fjármálasveiflur Íslands vera nokkuð samstíga evrusvæðinu, en bendir jafnframt á tímabil mikils fráviks. AGS leggur sérstaka áherslu á stór og séríslensk viðskiptakjara- og ferðapjónustuáföll. [5, bls. 76 til 78]

AGS bendir jafnframt á að viðskiptakjaraáföll á Íslandi sýni bæði stærri og hafi minni fylgni við viðskiptakjaraáföll evrusvæðisins en almennt gerist í Evrópu. [5, bls. 77]

Þetta er kjarnaspurning hagkvæmra myntsvæða. Samleitni í hagvexti er kostur við sameiginlegan gjaldmiðil. En ef undirliggjandi áföll eru ólík geta sameiginlegir vextir og gengisþróun engu að síður verið rangir fyrir Ísland.

Mat: Fylgni hagvaxtar er gagnleg vísbending en ekki fullnægjandi próf á því hvort ein peningastefna henti. Nýtt mat AGS styður fyrirvara Seðlabankans um mikilvægi uppruna áfalla. [4][5]

11. AGS sem óháður prófsteinn: hvað stendur eftir?

Nýtt mat AGS gerir kleift að bera ólíkt mat Seðlabanka og gjaldmiðlaskýrslu fjármálaráðherra, saman við óháðan aðila, þ.e. sérfræðinga AGS. Niðurstaðan er að AGS staðfestir bæði kostnað eigin gjaldmiðils og kosti evru. [5, bls. 71-79]

En þegar kemur að helstu ágreiningsefnunum styður AGS mat Seðlabankans. AGS segir að krónan sé ekki sveiflukenndari en sambærilegir gjaldmiðlar, leggur ríka áherslu á stór og oft séríslensk áföll og segir þau undirstrika gildi sveigjanlegs gengis sem höggdeyfis. [4][5, bls. 76-78]

“The decision, then, hinges on whether the benefits of stability and integration, including lower transaction and financing costs, outweigh the costs of losing the exchange-rate tool in the face of volatility.” [5, bls. 78]

Þetta er lykilniðurstaðan. AGS segir að val á gengisfyrirkomulagi krefjist heildstæðs mats á kostum og göllum; ekkert slíkt mat hefur farið fram. [5]

12. Kostir evru sem AGS staðfestir

Það sem gjaldmiðlaskýrsla stjórnvalda og AGS eru sammála um er að evra myndi eyða ISK/EUR-gengisáhættu, lækka viðskiptakostnað gagnvart hluta utanríkisviðskipta og geta með tímanum styrkt nafnakkeri, lækkað hluta áhættuálags og aukið aðgang að dýpri fjármálamörkuðum og sameiginlegum evrópskum lánum. [2][5, bls. 71-79]

AGS setur þó skýra fyrirvara. Ísland er nú þegar mjög samþætt evrópskum mörkuðum í gegnum EES og þar með á fjármáلامarkaði, evran eyðir ekki gengisáhættu gagnvart öðrum myntum en evru og lág verðbólga undir evru myndi áfram ráðast af innlendum þáttum, sérstaklega launapróun, framleiðni og ríkisfjármálum. [5, bls. 72 og 75]

13. Aðlögunin hverfur ekki með evru

Stærsta hættan á upplýsingaóreiðu í einföldum samanburði krónu og evru er hálf sannleikurinn. Sýnilegur kostnaður krónunnar, svo sem hærri vextir um þessar mundir, er auðskiljanlegur og auðvelt að setja á hann verðmiða. En það er aðeins hluti samanburðarins.

Meta þarf fórnarkostnað þess að gefa eftir eigin gjaldmiðil og sjálfstætt vaxtastig sem getur tekið mið af íslenskum hagsveiflum. Einnig þarf að meta áhrif þess að missa möguleikann á gengisaðlögun þegar séríslensk áföll verða. Að telja kostnað annars kerfis en ekki hins gefur ekki heildstæða mynd.

Með eigin sveigjanlegum gjaldmiðli getur hluti aðlögunar að séríslenskum áföllum farið í gegnum gengi og innlenda vexti. Með evru hverfa þessi tvö sjálfstæðu tæki. AGS bendir á að aðlögunin þurfi þá í auknum mæli að fara fram í gegnum laun og verð, atvinnu, skuldsetningu, hreyfanleika vinnuafis, ríkisfjármál og aðrar innri aðlögunarleiðir. [5, bls. 73–80]

AGS varar jafnframt við „one-size-fits-all“ vaxtastigi sem getur verið of hátt eða of lágt fyrir Ísland þegar íslenska hagsveiflan víkur frá þróun evrusvæðisins. Sjóðurinn bendir einnig á að upptaka evru við óhagstætt raungengi geti kallað á kostnaðarsama innri gengisaðlögun. [5, bls. 72 og 80]

Lægri vextir eru því ekki sjálfstætt velferðarmarkmið. Réttur samanburður þarf einnig að ná til hagræðis, atvinnu, viðhalds og aukningar kaupmáttar, skuldsetningar og þess hvernig kostnaður aðlögunar dreifist þegar áföll dynja yfir.

Aðlögunin hverfur ekki með evru. Hún færir yfir á aðra hluta hagkerfisins. [5]

Það sem enn vantar er heildstæð kostnaðar- og ábatagreining þar sem þessi áhrif eru metin á sama grunni og með skýrum forsendum. Slík vinna þarf jafnframt að vera þannig úr garði gerð að enginn vafi sé um faglegt sjálfstæði hennar eða hvernig niðurstöður hennar eru kynntar almenningi. Fyrri framsetning fjármála- og efnahagsráðuneytisins á niðurstöðum gjaldmiðlaskýrslunnar sýnir hvers vegna sú krafa skiptir máli.

Ef niðurstaðan er að evran sé hagstæðari kostur fyrir Ísland á hún að standast slíka óháða og heildstæða greiningu.

14. Opinber framsetning í ljósi mats AGS

Í grein 24. júní lagði fjármála- og efnahagsráðherra ítrekað áherslu á að vinnan væri óhlutdræg og niðurstöðurnar hlutlausar: tilgangurinn hefði verið að tryggja „óhlutdrægni vinnunnar“, í skýrslunni væru dregnar „mjög skýrar, hlutlausar línur“ og niðurstöðurnar væru niðurstöður „óháðra erlendra sérfræðinga“.

Í framhaldinu setti hann niðurstöður skýrslunnar þó fram með mjög ákveðnum hætti: kostnaður krónunnar væri umtalsverður en geta hennar til að jafna sveiflur takmörkuð, gengisveiking hefði oft leitt til hratt hækkandi verðbólgu og rýrnunar kaupmáttar og jákvæð áhrif hennar á útflutning væru minni en oft væri gert ráð fyrir. Sú túlkun var þegar á skjön við athugasemdir Seðlabanka Íslands við drög skýrslunnar.

Á móti voru mögulegir kostir evru dregnir skýrt fram, meðal annars lægri fjármagnskostnaður, minni gengisáhætta og aukinn stöðugleiki. Minna fór hins vegar fyrir þeim kostnaði sem skýrslan sjálf tengir við að gefa eftir eigið gengi og sjálfstæða peningastefnu, meðal annars minni möguleikum til að bregðast við séríslenskum áföllum og aukinni þörf fyrir aðlögun í gegnum vinnumarkað og ríkisfjármál.

Þarna verður því bilið milli yfirlýsts hlutleysis og þeirrar myndar sem dregin er upp áberandi: þær niðurstöður skýrslunnar sem styðja neikvæða mynd af krónunni og jákvæða mynd af evru eru dregnar fram, en mótvægisþónarmið úr öðrum köflum fá ekki sambærilegt vægi.

Ráðherra viðurkennir þó að gengislækkunin hafi stutt aðlögun hagkerfisins í fjármálahruninu 2008, en notar dæmið fyrst og fremst til að undirstrika að sú aðlögun hafi „ekki [verið] einföld, ókeypis eða sársaukalaus“. Með því færir þungamiðja umræðunnar frá því hvort sveigjanlegt gengi geti mildað sértæk áföll yfir í kostnaðinn sem fylgdi einu stærsta og óvenjulegasta fjármálaáfalli Íslandssögunnar.

Í grein 12. ágúst 2026 sagði fjármála- og efnahagsráðherra að gjaldmiðlaskýrslan sem hann lét vinna og ný greining AGS „rími vel“ við Sérřit Seðlabanka Íslands frá 2012. Hann dró sérstaklega fram þá niðurstöðu eldri skýrslunnar að sveigjanlegt gengi krónunnar hefði takmarkað höggdeyfihlutverk. [7]

Sú framsetning stenst illa nýrra mat bæði Seðlabanka Íslands og AGS á einmitt þessu álitaefni. Hún rímar hins vegar betur við þá mynd sem dregin er upp í gjaldmiðlaskýrslunni sem ráðherra lét vinna.

Seðlabanki Íslands hefur með nýrri gögnum sýnt fram á mikilvægi höggdeyfihlutverks krónunnar og að það hafi aukist eftir hrun. Seðlabankinn nefnir meðal annars ferðþjónustuuppsveifluna og Covid-áfallið sem skýr dæmi. [4] AGS tekur í sama streng og segir beinlínis að stór og oft séríslensk áföll Íslands undirstriki gildi sveigjanlegs gengis krónunnar sem höggdeyfis fyrir Ísland. [5, bls. 78][10]

Svipað gildir um röksemdina að veikari króna „búi ekki til meiri fisk eða nýtt álver“. [8] Framboðstakmarkanir í sjávarútvegi og áliðnaði eru raunverulegar, en hvorki Seðlabankinn né AGS meta gildi gengisaðlögunar eingöngu út frá því hvort framleiðslumagn þessara tveggja greina aukist. Þau benda einnig á áhrif gengisins á tekjur, arðsemi, innflutning, samkeppnishæfni og aðrar útflutningsgreinar. [2][4, bls. 6–7][5, bls. 77]

Hér er vandinn ekki að hagfræðingar eða stjórnámálamenn séu ósammála. Vandinn er þegar opinber framsetning dregur fram eldri niðurstöður sem styðja málflutning í pólitískum tilgangi en lætur t.d. nýrra mat Seðlabankans og AGS, sem gengur í aðra átt um sama lykilatriði, ekki fá sambærilegt vægi. [4][5][7]

15. Niðurstaða

Gjaldmiðlaskýrsla fjármálaráðherra dregur fram galla krónunnar, smæð, verðbólgu sögu Íslands og mikilvæga kosti sem gætu fylgt evru. Hún sýnir jafnframt að sjálfstæð peningastefna er aðeins kostur ef henni er beitt með aga, trúverðugleika og sterkri stofnanaumgjörð. [2]

En opinber kynning ráðuneytisins gekk lengra en skýrslan sjálf. Ráðuneytið sagði að „helstu niðurstöður“ væru að kostnaður krónunnar væri líklega meiri en ábatinn. [1] Sú niðurstaða fannst ekki við rýni skýrslunnar eftir birtingu hennar. [9] Einn af höfundum skýrslunnar (Björnland) tók síðan sérstaklega fram að höfundarnir hefðu ekki vegið saman kostnað krónunnar og ávinning evru og formaðurinn (Mann) upplýsti í viðtali á RÚV að þeim var ekki ætlað að koma með heildarniðurstöðu. [3]

Seðlabanki Íslands gerði umfangsmiklar athugasemdir við lykilforsendur skýrslunnar. Bankinn sýndi að krónan sker sig ekki verulega úr meðal sambærilegra flotgengismynta eftir 2012 og færði rök fyrir mikilvægu höggdeyfihlutverki gengisins eftir hrún. [4]

Nýtt mat AGS er því mikilvægur óháður prófsteinn. Sjóðurinn staðfestir mikilvæga kosti evru, en er á sömu línu og mat Seðlabanka Íslands hvað varðar mikilvægustu ágreiningsefnin: krónan er ekki sveiflukenndari en sambærilegir gjaldmiðlar, stór og oft séríslensk áföll undirstrika gildi sveigjanlegs gengis, verðbólguþrýstingur síðustu ára hefur að verulegu leyti ráðist af innlendum þáttum og án eigin gengis og vaxta færist aðlögun í auknum mæli yfir á laun, atvinnu, skuldsetningu og ríkisfjármál. [5, bls. 76-78]

AGS bendir að mat á fyrirkomulagi þurfi að ráðast af því að meta kosti og galla. Ákvörðunin ráðist einmitt af því hvort ávinningur fastgengis vegi þyngra en kostnaðurinn við að missa gengið sem aðlögunartæki og m.a. þurfa að treysta á innri aðlögun. [5]

Kjósendur eiga skilið að niðurstöður sérfræðinga sem skattgreiðendur greiða séu kynntar eins og þær eru, en ekki að þeir séu afvegaleiddir með villandi og í sumum tilvikum beinlínis röngum fullyrðingum.

Heimildir

- [1] Fjármála- og efnahagsráðuneytið, „Kostnaður af krónu líklega meiri en ábatinn“, fréttatilkynning á vef Stjórnarráðs Íslands, 29. maí 2026.
- [2] Hilde C. Björnland, Stijn Claessens, Steinar Holden og Catherine L. Mann, A Report on “Currency Matters” for the Iceland Ministry of Finance and Economic Affairs, 13. maí 2026.
- [3] Gunnlaugur Snær Ólafsson, „Ekki frá höfundum komið“, Morgunblaðið, 5. júní 2026.
- [4] Seðlabanki Íslands, Comments on the draft Report on Iceland’s Currency Regime, 2026, 27 bls.
- [5] International Monetary Fund, Iceland: 2026 Article IV Consultation, Press Release and Staff Report, IMF Country Report No. 26/208, júlí 2026. Sérstaklega Annex VIII, Pros and Cons of the Choice of Exchange Rate Regime for Iceland in the Context of Possibly Restarting EU Accession Negotiations, bls. 71-81.
- [6] Seðlabanki Íslands, Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum, Sérrit nr. 7, september 2012.
- [7] Daði Már Kristófersson, „Sverð Íslands og skjöldur“, Vísir, 12. ágúst 2026.
- [8] Jóhann Páll Jóhannsson, „Höggdeyfir fyrir hverja?“, Vísir, 9. ágúst 2026.
- [9] Jón Helgi Egilsson, „Skýrsla sem segir ekki það sem okkur er sagt að hún segi“, Morgunblaðið, 1. júní 2026.
- [10] Seðlabanki Íslands, „Sérrit nr. 11: Peningastefna byggð á verðbólgu markmiði. Reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, 20. september 2017.