



2021 | 10

EFNAHAGSMÁL

FULLVELDI OG PENINGASTEFNA



Útgefandi:

Sedlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 101 Reykjavík, 569 9600, sedlabanki@sedlabanki.is, www.sedlabanki.is

10. rit júní 2021 ISSN 1670-8172, vefrit

Öllum er frjálst að nota efni úr *Efnahagsmálum* en þess er óskað að getið sé heimildar.



FULLVELDI OG PENINGASTEFNA

Arnór Sighvatsson

Merking tákna:

- * Bráðabirgðatala eða áætlun.
- 0 Minna en helmingur einingar.
- Núll, þ.e. ekkert.
- ... Upplýsingar vantar eða tala ekki til.
- . Tala á ekki við.

Efnisyfirlit

1	Inngangur	7
2	Fullveldishugtakið og takmörk fullveldis	10
3	Merking, uppruni og þróun peningalegs fullveldis	13
4	Peningalegt fullveldi sem tekjuöflunartæki stjórnvalda	15
5	Peningalegt fullveldi sem tæki til að stuðla að auknum viðskiptum innan gjaldmiðilssvæðis	17
6	Peningalegt fullveldi sem hagstjórnunartæki	19
7	Tímaósamkvæmni ákvarðana í peningamálum og togstreitan á milli sjónarmiða aðlögunar og kjölfestu	21
8	Fullveldisréttur framseldur til sjálfstæðs innlends seðlabanka	23
9	Framsäl valdheimilda til erlends seðlabanka	25
10	Deiling fullveldis í gjaldmiðilsbandalagi, trúverðugleiki og samtrygging	27
11	Peningalegt fullveldi og kenningin um hagkvæmasta gjaldmiðilssvæði	30
12	Samtrygging og áhættudeiling eða sjálfstrygging og sjálfsábyrgð í peningamálum	33
13	Peningalegt fullveldi, óheftar fjármagnshreyfingar og hin ósamrýmanlega þrenning	37
14	Fjármálakreppur og samspil peningastefnu og ríkisfjármála í ljósi evrópskrar reynslu	40
15	Farvegir áhættudeilingar og samtryggingar á gjaldmiðilssvæði og innan bankasambands í ljósi evrópskrar reynslu	43
16	Krefst gjaldmiðilsbandalag einnig deilingar fullveldis innan ríkisfjármálasambands?	47
17	Kostnaður sjálfstryggingar og jafnvægi tryggingar og sjálfsábyrgðar	51
18	Sjálfstæðisbarátta Íslendinga og hugmyndin um peningalegt fullveldi	53
19	Fullveldi og framtíð peningastefnu á Íslandi	55
20	Niðurlag	57
	Heimildir	60

Arnór Sighvatsson¹

Fullveldi og peningastefna

Í grein þessari er fjallað um peningalegt fullveldi, hvernig hugmyndir um það hafa þróast í gegnum aldirnar og því verið beitt til tekjuöflunar, eflingar viðskipta eða hagstjórnar. Þá er fjallað um takmörk peningalegs fullveldis, m.a. í ljósi óheftra fjármagnshreyfinga og alþjóðavæðingar viðskiptalífsins, hvernig þróun hagfræðikenninga hefur haft áhrif á skilning stjórnvalda og fræðimanna á hlutverki peningalegs fullveldis, togstreitu sem myndast getur á milli trúverðuleika peningastefnu og þarfar fyrir sveigjanleika í hagstjórn, valið á milli leiða samtryggingar og sjálfstryggingar og samband fullveldis og athafnafrelsis einstaklinga og fyrirtækja.

1. Höfundur er hagfræðingur og fyrrverandi aðstoðarseðlabankastjóri. Þær skoðanir sem fram koma í ritgerð þessari eru á ábyrgð höfundar og þurfa ekki að endurspegla afstöðu Seðlabanka Íslands. Eftirfarandi aðilar lásu ritgerð þessa yfir og komu með fjölda gagnlegra ábendinga: Ásgeir Danielsson, Gylfi Zoëga, Guðmundur Hálfðanarson, Már Guðmundsson, Lúðvík Elíasson, Ragnar Árni Sigurðsson, Rannveig Sigurðardóttir, Þórarinn G. Pétursson og Þorsteinn Þorgeirsson. Höfundur færir þeim bestu þakkir fyrir fjölda gagnlegra ábendinga, en ber einn ábyrgð á ágöllum sem eftir standa.

Rúmlega öld er nú liðin frá því að Ísland varð fullvalda ríki. Óaðskiljanlegur þáttur fullveldisins er réttur hins fullvalda ríkis til að haga gjaldeyris- og peningamálum eftir eigin óskum. Þar með er ekki sagt að fullveldið hafi breytt miklu um tilhögun peningamála fyrstu árin eftir að Ísland varð fullvalda, en litið var á það sem sjálfsgæða „tjáningu fullveldisins“ að Ísland yrði sjálfstæður aðili að Skandinavíska myntbandalaginu, sem byggðist á gullfæti, en hafði laskast á tímum fyrri heimsstyrjaldarinnar þegar aðildarríkin hurfu í misríkum mæli frá innlausnarvirði gulls sem ríkt hafði fyrir styrjöldina. Tilraunir til endurreisnar bandalagsins runnu út í sandinn þegar hvert ríkið á fætur öðru hvarf frá gullfæti sem undirstöðu peningalegs stöðugleika, þ.á m. Bretland sem orðið var mikilvægt í utanríkisviðskiptum Íslands.

Segja má að með upplausn gullfótarins hafi hugmyndir manna um fullveldi á sviði peningamála öðlast nýjar víddir þar sem togstreitu gætti í vaxandi mæli á milli þarfarinnar fyrir peningalegan stöðugleika, annars vegar, og annarra efnahagslegra markmiða hins vegar, svo sem samkeppnisstöðu atvinnulífsins eða atvinnustígs. Það var hins vegar ekki fyrr en að lokinni heimskreppu og annarri heimsstyrjöld að þessi togstreita fór að birtast í hugmyndum hagfræðinnar um hlutverk hagstjórnar svipuðu því sem við þekkjum í dag, þótt langt sé frá því að samstaða ríki um hvaða tilhögun peningamála sættir best sjónarmið peningalegs stöðugleika og annarra hagstjórnarmarkmiða. Hugmyndir sporgöngumanna Keynes settu hlutverk peningalegs fullveldis í nýtt samhengi, þar sem full atvinna varð meginviðfangsefni peningastefnunnar til jafns við peningalegan stöðugleika, enda gætu lögmál markaðarins ekki tryggt slíka niðurstöðu ein og

sér.² Má segja að pendúll hugmynda hagfræðinga og stjórnámamanna um virði hins peningalega fullveldis hafi vart risið hærra en í hugum þeirra sem trúðu því að stjórnvöld hvers tíma hefðu á valdi sínu að stilla af vexti, gengi og ríkisútgjöld þannig að hagsveiflur yrðu hverfandi, atvinna að jafnaði því sem næst full og þjóðarbúskapurinn í viðvarandi ytra sem innra jafnvægi.

Pendúll hugmyndanna um hvernig hvert ríki geti beitt peningalegu fullveldi með virkum hætti borgurunum til hagsbóta lækkaði þó fljótlega flugið á ný. Eftir að þrálát verðbólga hafði varað um nokkurt skeið á áttunda áratug síðustu aldar tóku hugmyndir um að virk peninga- og ríkisfjármálastefna gæti því sem næst samtímis tryggt stöðugt verðlag og fulla atvinnu að víkja fyrir efasemdum monetarista um getu stjórnvalda til virkrar sveiflujöfnunar og kenningum um tímaósamræmi (e. time-inconsistency) ákvarðana í peningamálum, sem hefði það í för með sér að markmið um stöðugleika skorti trúverðugleika og hefði tilhneigingu til að víkja fyrir skammtímaávinningi af meiri atvinnu á kostnað verðstöðugleika til lengri tíma litið.

Niðurstaða þessara rökræðna hagfræðinga og stjórnámamanna var vaxandi tilhneiging til að beita einföldum peningastefnureglum í stað matskenndra ákvarðana stjórnvalda og fela sjálfstæðum seðlabönkum að framfylgja þeim reglum. Hið peningalega fullveldi var þannig í auknum mæli framselt til fagaðila sem var veitt ríkulegt umboð – en innan þröngs ramma og í armslengd frá framkvæmdavaldinu og kjörnum fulltrúum borgar-

2. Keynes sjálfur, í sínum þekktustu ritum, lagði þó e.t.v. meiri áherslu á hlutverk ríkisfjármálastefnunnar við að halda uppi ákjósanlegu atvinnustigi. Í líkönnum síðari tíma „Keynesista“, sem samþættu nýklassískar hugmyndir og hugmyndir Keynes, gegnir peningastefna hins vegar einnig mikilvægu hlutverki.

anna (hins endanlega handhafa fullveldisins) – til þess að beita einu eða fáum stjórnþækjum (aðallega vöxtum) til þess að ná einu skilgreindu markmiði.

Áhrif óheftra fjármagnshreyfinga, sem hafa í vaxandi mæli grafið undan getu stjórnvalda fullvalda ríkja til að ráða fjármálalegum skilyrðum innan eigin landamæra og aukið á óvissu um miðlun peningastefnunnar og virkni ákvarðana í peningamálum, hafa einnig haft áhrif á vilja stjórnvalda í fullvalda þjóðríkjum til að framselja peningalegt vald til fjölþjóðlegra stofnana, einkum í tilvikum smærríkjanna. Fjármagnshreyfingar hafa oft á tíðum verið öfgakenndar, geta verið „sjálfrætnar“ (e. self-fulfilling) og því illa fyrirsjáanlegar. Það skapar ekki aðeins vanda við framkvæmd peningastefnu heldur getur ýtt undir óstöðugleika í fjármálakerfinu. Vanmáttur peningastefnu smærríkjanna gagnvart áhrifum peningastefnu og efnahagsþróun í ríkjum helstu forðagjaldmiðla heims, einkum í Bandaríkjunum, sem ræðst eingöngu af innlendum aðstæðum, hefur gefið þeirri hugmynd byr undir vængi að með því að deila með sér peningalegu fullveldi geti smærríki í sameiningu náð meira valdi yfir fjármálalegum skilyrðum innan sameiginlegs gjaldmiðilssvæðis. Stuðli peningalegur samruni að aukinni efnahagslegri samþættingu og áhættudeilingu, eftir að gengisáhætta hefur horfið úr viðskiptum innan svæðisins, getur hann eflit velmegun allra aðildarlandanna.

Efnahags- og myntbandalag Evrópu (Economic and Monetary Union, EMU) er víðamesta tilraun til samvinnu fullvalda ríkja á sviði peninga- og efnahagsmála sem gerð hefur verið í heiminum. Í því tilfelli hefur fullveldi ekki einungis verið deilt á sviði peningamála í þröngum skilningu heldur á breiðu sviði efnahags- og fjármála. Jafnframt felur EMU í sér meiri deilingu áhættu og ríkari formlega samtryggingu en eldri gjaldmiðils- eða myntbandalög.

Í kjölfar alþjóðlegru fjármálakreppunnar hefur EMU gengið í gegnum eldskírni sem reynt hefur á innviði þess. Hið sama má segja um COVID19-fárið sem enn geisar. Þessi efnahagslegu fátíðir hafa afhjúpað kosti jafnt sem veikleika slíkra bandalaga og orðið tilefni umbóta sem hafa dýpkað samstarfið með enn frekari áhættudeilingu og samtryggingu innan bandalagsins. Fyrir vikið verður fullveldi framvegis deilt á fleiri sviðum en gert var áður en kreppan reið yfir. Mikilvægastar þeirra umbóta sem gerðar hafa verið á evrusamstarfinu á liðnum árum eða eru í burðarliðnum er stofnun bankasambands (e. banking union) og sambands fjármálamarkaða (e. capital markets union), en einnig hefur samstarfið á sviði ríkisfjármála verið styrkt. Margir telja þó að ekki sé nóg að gert og að evruríkin þurfi að efna til enn víðtækara samstarfs á sviði ríkisfjármála eigi að koma fyllilega í veg fyrir að víthringur geti myndast á milli áfalla í fjármálakerfi

aðildarríkja og ríkisfjármála þeirra. Það eru þó mörg blæbrigði á slíku samstarfi sem fela í sér misviðtæka deilingu fullveldis á sviði ríkisfjármála.

Framsal valdheimilda til sjálfstæðra stofnana, hvort heldur til innlendra, erlendra eða fjölþjóðlegra, og deiling þeirra á milli ríkja er ekki bundið við peningastefnu. Framsal valds, t.d. á sviði dómsmála, löggæslu og varnarmála, er mikilvægur þáttur í virkni hins frjálslýnda lýðræðis, sem breiddist út á Vesturlöndum frá lokum heimstyrjaldarinnar síðari og nam lönd um stóran hluta heimsbyggðarinnar síðari hluta tuttugustu aldar. Framsal og dreifing valds hindrar að of mikið vald færist á hendur of fárra, sem geti náð svo sterkri stöðu að lýðræðinu standi ógn af. Deiling valds á milli ríkja, t.d. í formi viðskiptasamninga, er einnig mikilvægur þáttur í því að tryggja friðsamleg samskipti þeirra og koma í veg fyrir yfirgang fárra og öflugra ríkja. Framsal valds á vel við í tilvikum þar sem samstaða er um meginmarkmið en ákvarðanir sem taka þarf til að ná þeim eru fremur tæknilegar í eðli sínu og leiða ekki til varanlegra áhrifa á tekjuskiptingu. Peningastefna er að töluverðu leyti því marki brennd.

Í greininni er fjallað um ýmsar hliðar peningalegs fullveldis, hvernig því hefur verið beitt til tekjuöflunar, eflingar viðskipta eða hagstjórnar, en sérstaklega hvernig valdheimildir á sviði peningamála hafa verið framseldar eða þeim deilt. Efnistöð greinarinnar eru sem hér segir: Í kafla 2 er fjallað um fullveldishugtakið, þróun þess og takmörk. Í kafla 3 er peningalegt fullveldi skilgreint og í köflum 4, 5 og 6 eru hinum mismunandi hlutverkum peningalegs fullveldis gerð skil. Í kafla 7 er fjallað um hvernig tímaósamræmi ákvarðana í peningamálum hefur kallað á reglubindingu peningastefnunnar, sem réttlætir víðtækara framsal valdheimilda á sviði peningamála til sjálfstæðra stofnana, og í köflum 8 og 9 er rætt hvernig trúverðugleikavandinn hefur stundum verið leystur með framsali valdheimilda til sjálfstæðra innlendra eða erlendra seðlabanka. Í kafla 10 er fjallað um deilingu peningalegs fullveldis í gjaldmiðilsbandalagi og viðteknar fræðilegur undirstöður slíks eru ræddar nánar í kafla 11, þ.e.a.s. kenningin um hagkvæmasta gjaldmiðilssvæði. Í köflum 12 og 13 er svo fjallað nánar um mikilvægar ástæður þess að ríki kjósa að deila peningalegu fullveldi með öðrum ríkjum, þ.e.a.s. áhættudeilingu og samtryggingu annars vegar og áhættu sem peningalegum stöðugleika í minni ríkjum stafar af óheftum og öfgakenndum fjármagnshreyfingum.³ Í kafla 14 er fjallað um

3. Sjá nánari umfjöllun um þessi hugtök í kafla 11. Orðið samtrygging (e. co-insurance) lýsir því hvernig einstaklingar eða hópar geta deilt eða dreift áhættu sín á milli með formlegum hætti. Sjálftrygging (e. self-insurance) er hins vegar notað um viðleitni til að dreifa áhættu yfir tíma, t.d. með myndun varasjóðs.

hin nánu tengsl peningastefnu og ríkisfjármálastefnu þegar fjármálakreppur dynja yfir. Kaflar 15, 16 og 17 fjalla hver á sinn hátt um samtryggingu og áhættudeilingu innan gjaldmiðilsbandalaga og utan þeirra. Í köflum 18 og 19 er að lokum vikið að þróun viðhorfa á Íslandi til peningalegs fullveldis í fortíð og framtíð og niðurstöður eru dregnar saman í kafla 20.

Fullveldishugtakið og takmörk fullveldis

2

Þegar rætt er um fullveldi þjóða eða ríkja er sjaldnast skeytt um nákvæma merkingu hugtaksins, en samkvæmt einfaldri nútímamerkingu merkir fullveldi að ríki hafi fullt vald í eigin málefnum án afskipta utanaðkomandi stjórnvalds.⁴ Lausleg athugun á sögu fullveldishugtaksins sýnir að í rás tímans hafa hugmyndir um fullveldi mótað mjög af þeim vindum sem blásið hafa á sviði stjórn mála, tækni og efnahagsmála. Fullveldishugtakið sem mótaðist á 16. og 17. öld var sprottið úr félags-, efnahags- og hugmyndalegum jarðvegi sem var afar frábrugðinn þeim aðstæðum sem mótað hafa nútímatúlkun hugtaksins. Hugmyndir þess tíma um fullveldi voru að einhverju leyti viðleitni til að skýra mörk og guðlegan uppruna valds voldugra ættarvelda og einvalda fremur en rétt borgara ríkja til að ráða eigin málum. Jean Bodin, sem mótaði fullveldishugtakið á síðari hluta 16. aldar, skilgreindi fullveldi sem rétt hins fullvalda fursta til að „setja lög fyrir alla sameiginlega og hvern mann sérstaklega“.⁵ Önnur einkenni fullveldisins byggðust á löggjafarvaldinu, t.d. rétturinn til að heyja stríð og semja frið, fara með dómsvald, skipa æðstu embættismenn ríkisins, leggja á skatta og ákveða heiti og gildi myntar. Nútímahugmyndir um að lögmæti ríkisvaldsins, fullveldið, stafi frá samfélagssáttmála þjóðar sem byggja viðkomandi ríki þróuðust ekki fyrr en á 18. og 19. öld, þótt þær eigi greinilega rætur í 17. aldar kenningum Hobbs og Locks um samfélagssáttmála.

Lýðræðispróun í Evrópu var vart hafin þegar hildarleik þrjátíu ára stríðsins lauk með friðarsáttmála sem undirritaður var í borgunum Osnabrück og Münster í Westfalen í Þýskalandi árið 1648. Eigi að síður er það útbreidd skoðun að hið svonefnda vestfalíska fullveldi, sem friðarsáttmálinn er talinn hafa skilgreint, hafi lagt grunn að ríkjakerfi Evrópu til vorra daga og liggi að miklu leyti enn til grundvallar alþjóðalögum og hinu alþjóðlega kerfi fullvalda ríkja, þ.á m. Sáttmála Sameinuðu þjóðanna.⁶ Í honum er því lýst yfir að óheimilt sé að hlutast til um innri málefni nokkurs ríkis og að hvert ríki, hvort heldur smátt eða stórt, hafi jafnan rétt til fullveldis.

Það sjónarmið er áberandi að í fullveldi felist ódeil-anleg gæði, sem annaðhvort séu til staðar eða ekki. Sé litið yfir gang sögunnar virðast forsendur slíkrar tvíhyggju veika. Ekkert ríki í heiminum getur verið fullvalda í þeim skilningi að það hafi óskorað vald í öllum málum er varða hagsmuni borgaranna. Hagsmunir þjóða og ríkja takmarkast ekki af ytri landamærum þeirra og eru svo samofnir hagsmunum annarra ríkja að nútímaríki fær vart staðist nema það deili fullveldi með öðrum ríkjum á ýmsum sviðum. Án gagnkvæms framsals eða deilingar fullveldis myndi heimurinn loga í ófriði þar sem hnefarétturinn einn réði.⁷ Ekkert þjóðríki er t.d. svo auðugt

4. Stundum er gerður greinarmunur á lagalegu fullveldi (e. *de jure* sovereignty) sem vísar til lagalegs réttar til að hafa vald yfir eigin málefnum og fullveldi í reynd (e. *de facto* sovereignty) sem vísar til getu stjórnvalds til að fara með valdheimildir í reynd. Einnig er stundum gerður greinarmunur á innra fullveldi sem vísar til getu ríkis til að hafa stjórn á tilteknu landsvæði og ytra fullveldi sem felur í sér viðurkenningu annarra ríkja á valdi ríkis til að stjórna landsvæðinu.

5. Sjá Guðmund Hálfðanarson (2007). Tilvitnunin er í rit Jean Bodin, *Six livres de la Republique*, sem út kom 1576 og er jafnan talið það rit sem mótað hafi fullveldishugtakið öðrum fremur.

6. Þessi skoðun er rakin til Leo Gross (1948) og er útbreidd meðal fræðimanna á sviði lögfræði. Ýmsir sagnfræðingar draga þó í efa að áhrif Vestfalíufriðarins hafi verið jafn afgerandi og margir ganga út frá, eins og Guðmundur Hálfðanarson (2018) reifar í nýlegri bók um fullveldið: „Þegar litið er á sögulegar heimildir sést að varla finnst innistæða fyrir þessari túlkun á áhrifum samninganna í Vestfalíu, því fullveldi var ekki nefnt við samningaborðið í Münster og Osnabrück, og enn síður stofnuðu þeir sem þar sömdu til einhvers konar meðvitaðs eða varanlegs kerfis í alþjóðamálum.“ Sumir telja að friðarsamningarnir hafi fyrst og fremst staðfest valdaleyfi páfa í ríkjum mótmælendafursta, sem styrktu stöðu sína, en einkennin í alþjóðasamskiptum ríkja, sem oft eru kennd við Vestfalíufriðinn, hafi þróast yfir langan tíma.

7. Í þessari ritgerð nota ég hugtökin „framsal fullveldisréttar“ eða „deilingu

af fjölþættum náttúruauðlindum og mannauði að það geti komist af án milliríkjavíðskipta og þar með milliríkjasamninga um slík víðskipti.

Stundum hafa ríki heims þó leitast við að tryggja öryggi og hagkvæmni í milliríkjavíðskiptum með hernaðarlegum yfirburðum, eins og á dögum nýlenduveldanna, en frá miðri síðustu öld, þrátt fyrir Kalda stríðið, hefur það að miklu leyti verið gert með milliríkja- og alþjóðasamningum, ýmist tvíhliða, svæðisbundnum eða alþjóðlegum. Í því felst óhjákvæmilega deiling eða framsal fullveldis, og raunar má líta svo á að rétturinn til að taka ákvarðanir um framsal fullveldis eða deilingu þess með öðrum fullvalda ríkjum sé á meðal mikilvægustu réttinda fullvalda ríkis. Ríkið er eftir sem áður fullvalda og getur afturkallað framsalið ef aðstæður krefjast, þótt því kunni að fylgja umtalsverður fórnarkostnaður. *Framsäl* fullveldis má því ekki leggja að jöfnu við *afsal* fullveldis, sem skilja má sem óafturkræft.⁸

Í sérhverjum fríverslunar- og víðskiptasamningi milli ríkja er falin gagnkvæm deiling á fullveldisrétti ríkis, t.d. á réttinum til að leggja tolla á innfluttar vörur og þjónustu, ákveða kvóta á innfluttar vörur, setja reglur sem torvelda milliríkjavíðskipti eða grípa til annarra aðgerða sem hefta víðskipti milli landa, oftast í þeim tilgangi að vernda tilteknar atvinnugreinar eða hagsmunahópa fyrir erlendri samkeppni. Að nokkru leyti hefur fullveldisréttur á sviði alþjóðavíðskipta verið framseldur til alþjóðlegrar stofnunar, t.d. Alþjóðavíðskiptastofnunarinnar (e. World Trade Organization, WTO), sem getur úrskurðað í deilum aðildarríkja. Fullvalda ríki getur vissulega ákveðið að hverfa frá gerðum samningum eða hunsa úrskurði alþjóðastofnana, en einhliða aðgerðir af því tagi hafa jafnan umtalsverðan kostnað í för með sér fyrir viðkomandi ríki. Með sama hætti eru gerðir samningar milli ríkja um öryggismál, umhverfismál, félagsmál, mannréttindi, peninga- og gengismál o.s.frv.

Hvers vegna gera ríki með sér samninga sem fela í sér deilingu eða framsal fullveldis? Ástæðan er væntan-

fullveldis“, eins og algengt er í umræðu um fullveldið. Því má þó halda fram að nákvæmari væri að tala um að tilteknar valdheimildir fullvalda ríkis séu framseldar fremur en að fullveldið sé framselt eða því deilt. Ríki sem framselur vald í tilteknum málaflokki til alþjóðlegrar stofnunar hættir t.a.m. ekki að vera fullvalda fremur en einstaklingur hættir að vera sjálfráða þegar hann undirritar skilmála lánasamnings, gerir ráðningarsamning við vinnuveitanda sinn eða gengur í hjónaband. Að því leyti er fullveldið heilt og óskipt þótt tilteknar valdheimildir hafi verið framseldar innlendum eða fjölþjóðlegum stofnunum. Þegar um viðtækt framsal valdheimilda er að ræða og hagsmunir ríkja eru orðnir samofnir getur þó orðið kostnaðarsamt að segja sig frá slíku sambandi, með sama hætti og það getur verið kostnaðarsamt að endursema um skilmála láns, segja upp ráðningarsamningi eða slíta hjónabandi. Greinargóða umfjöllun um þessi atriði má t.d. finna í Bjarni Már Magnússon og Finnur Magnússon (2018).

8. Standi vilji handhafa fullveldisins, kjósenda, til þess að afsala sér fullveldinu endanlega geta þeir væntanlega í flestum tilvikum einnig tekið slíka ákvörðun nema stjórnarskrá takmarki fullveldi þeirra að því leyti.

lega sú að hinn kosturinn, einhliða ráðstafanir stórvelda þar sem neytt er aflsmunar, leiðir til niðurstöðu sem til lengri tíma litið er augljóslega verri fyrir alla aðila, sérstaklega þó fyrir smærri ríki. Ef valið stendur á milli þess að tryggja aðgang að náttúruauðlindum, mannauði og mörkuðum með víðskiptasamningum annars vegar eða hernaðarlegum yfirburðum og sjálfsþurftarbúskap hins vegar, munu skynsöm stjórnvöld taka fyrri kostinn. Ella dæma þau borgara ríkisins til fátæktar eða stríðs, yfirleitt með alræði í farteskinu. Norður-Kórea og Kambódía „árið núll“ eru augljós en öfgafull dæmi um slíkt, en hugmyndir nýlendustefnu fyrri alda voru sömu ættar.

Víðskiptasamningar á milli ríkja fela í sér ákveðna samtryggingu í formi gagnkvæms aðgangs að mörkuðum og annarra réttinda sem tryggja hagsmuni borgara ríkja sem að honum standa. Samningar um víðskiptafrelsi fela í sér tækifæri til að auka hagkvæmni, þar sem hvert ríki á þess kost að auka velferð með sérhæfingu á grundvelli hlutfallslegra yfirburða (e. comparative advantage), eins og hagfræðikenningar um milliríkjavíðskipti (e. trade theory) fjalla um.

Ríki sem deila með sér fullveldi í gegnum víðskiptasamninga deila og dreifa með sér áhættu, sem minnkar líkur á að áföll af innlendum uppruna leiði til mikillar lífskjaraskerðingar. Þetta er e.t.v. ekki augljóst við fyrstu sýn, en áhrif alþjóðavíðskipta á deilingu og dreifingu áhættu ættu að vera augljós þeim sem íhugar hvort Móðuharðindin á átjándu öld hefðu leitt til jafn mikilla hörmunga fyrir íslensku þjóðina ef utanríkisvíðskipti landsins hefðu verið eins umfangsmikil og algengt er í litlum opnum hagkerfum á 21. öld, þ.e.a.s. ef hægt hefði verið að flytja inn matvæli og aðrar lífsnauðsynjar fyrir gjaldeyristekjur af umfangsmiklum útflutningi eins og nú er gert. Hungursneyð í Norður-Kóreu fyrir nokkrum árum var líklega að miklu leyti afsprengi sjálfsþurftarstefnu stjórnvalda. Afleiðing stefnunnar var að landið skorti gjaldeyristekjur til að flytja inn korn, eldsneyti og fleiri nauðsynjar þegar alvarlegur uppskerubrestur varð af völdum þurrka. Þessi dæmi undirstrika að einangrunarstefna er ekki vænleg leið til að tryggja þjóðum örugg og góð lífskjör.

Í almennri umræðu er fullveldishugtakið stundum lagt að jöfnu við frelsishugtakið. Sagt er að þegar Ísland varð fullvalda ríki hafi þjóðin orðið frjáls. Það er hins vegar ekki endilega neitt samhengi á milli fullveldis ríkis og frelsis þjóðar. Fullvalda ríki getur verið alræðisríki. Stjórnvöld hins fullvalda ríkis sem meirihluti kjósenda á hverjum tíma veitir umboð sitt hafa hins vegar frelsi til þess að vinna að hagsmunamálum borgaranna án afskipta framandi valds. Þjóð hefur hins vegar hvorki vilja né vald, heldur er hún samansafn einstaklinga með

ólíkan vilja og ólíka hagsmuni, þótt hún kunni að deila samkennd að einhverju marki. Að tala um þjóðarvilja sem tiltekna afstöðu er að því leyti merkingarsnautt, þótt ýmsir stjórnámálmenn og rómantískir þjóðernissinnar hafi talað með þeim hætti. Á hinn bóginn mætti auðvitað líta svo að „þjóðarvilji“ sé nettóvektor krafta sem toga í ólíkar áttir og endurspegli því einhvers konar málamiðlun á milli vilja ólíkra einstaklinga, sem ef vel tekst til gæti endurspeglast í niðurstöðum lýðræðislegra kosninga.⁹

Fullveldi þjóðar er ekki heldur hið sama og frelsi borgara þess ríkis sem hún byggir. Þvert á móti felst óskorað fullveldi ríkis oft í rétti stjórnvalda til að hefta frelsi eigin borgara til þess að eiga viðskipti eða önnur samskipti við erlenda ríkisborgara. Í stjórnarskrám kunna hins vegar að vera ákvæði sem takmarka fullveldið að þessu leyti, t.d. ákvæði um verndun eignarréttar, mannréttindi, jafnan rétt borgaranna m.t.t. kyns, kynþáttar, kynhneigðar, þjóðernis, trúarbragða o.s.frv. Slík ákvæði eru m.a. til þess fallin að verja réttindi minnihluta fyrir ofríki tilfallandi meirihluta, öflugasta minnihlutans eða þeirra valdhafa sem stjórna í umboði meirihluta kjósenda hverju sinni. Í þeim felst skerðing á fullveldi, en um leið eru ákvæði af þessu tagi forsenda friðsamlegrar sambúðar ólíkra hópa sem mynda eina þjóð og þau stuðla að stjórnfestu.

9. Það útilokar ekki að mengi allra einstaklinga sem hafa vilja eins og „þjóðarviljinn“ sé tótamengi.

Merking, uppruni og þróun peningalegs fullveldis

3

Með hliðstæðum hætti og ríki geta framselt eða deilt með sér fullveldi á sviði milliríkjavíðskipta geta þau deilt eða framselt fullveldi á sviði peningamála. Í þessum kafla er fjallað um merkingu, uppruna, þróun og framsal peningalegs fullveldis. Mundell (2002) telur peningalegt fullveldi þríþætt. Það felist í rétti stjórnvalda ríkis til að: i) ákveða hvað skuli vera reikningseining fyrir verð og verðmæti, ii) ákveða greiðslumáta eða lögeyri sem gjaldgengur er til skuldauppgjör og iii) framleiða peninga eða ákveða undir hvaða skilmálum þeir skuli framleiddir. Peningalegt fullveldi ásamt umbreytingunni frá hrávörubundnum (e. commodity based) peningum, þ.e. peningum sem voru fyrst og fremst verðmætir vegna þess efnis sem þeir voru búnir til úr, til þess sem Mundell kallar yfirverðlagðra peninga (e. overvalued money)¹⁰ færði valdhöfum öflugt tæki til tekjuöflunar sem þeir gátu annaðhvort nýtt sjálfir eða framselt gegn gjaldi. Til þess að viðhalda yfirverðlagningu peninga og koma í veg fyrir fölsun þurfti öfluga lagastoð með tilheyrandi refsheimildum, oft hörðum.

Þótt fullveldishugtakið í stjórnmálum hafi verið tengt endurreisninni og sé oft rakið til hugmynda Jean Bodin frá árinu 1576, sem skilgreindu peningalegt fullveldi með skýrum hætti, eru hugmyndir um peningalegt fullveldi, eða a.m.k. beiting þess, mun eldri. Mundell (2002) bendir á að rætur hugtaksins megi a.m.k. rekja aftur til Rómverja eða jafnvel allt aftur til hinna fornu stórvelda Súmera, Indverja, Babýlon og Egyptalands. Við þann lista má líklega bæta Kínverjum. Vald til að búa til peninga var einkaréttur einvalds eða æðstaprests, sem þannig gat aflað fjármuna til rekstrar ríkisins með yfir-

verðlagningu peninga, sem studd var lögum sem gerðu tiltekna mynt að lögeyri, bönnuðu fölsun peninga og takmörkuðu framboð góðmálma.

Framsál eða deiling á peningalegu valdi eru ekki ný undir nálinni fremur en fullveldið sjálft. Um langt skeið fór peningavaldið og stjórnmálavaldið ekki endilega saman í Evrópu. Myntsláttuvaldið lá í Róm eða Konstantínópel fram á þrettánda öld, en ekki hjá hinum evrópsku konungum sem höfðu flest önnur ráð í hendi sér. Los komst á það fyrirkomulag eftir að höfuðlaus her krossfara rændi Konstantínópel árið 1204. Það var þó t.d. ekki fyrir en árið 1366, undir lok valdaferils Játvarðs III, sem England braust endanlega undan myntsláttuvaldi Rómar.

Eins og við á um fullveldi á öðrum sviðum jafngildir deiling fullveldis í peningamálum með öðrum þjóðum ekki skerðingu á frelsi einstaklinga og fyrirtækja. Þvert á móti eykst svigrúm einstaklinga og fyrirtækja til að taka ákvarðanir um eigin framtíð þegar viðskiptahindrun er rutt úr vegi, hvort heldur hún felst í tollum, kvótum, reglugerðum eða ófyrirsjáanlegum gengissveiflum. Svigrúm stjórnvalda til þess að skerða það frelsi eða færa fjármuni á milli þjóðfélagsþópa og geira atvinnulífsins í nafni þjóðarhagsmuna minnkar hins vegar.¹¹ Fullveldi í peningamálum má einnig beita til þess að umbreyta gildi samninga sem einstaklingar og fyrirtæki gera, innan landamæra eða yfir þau. Þannig getur t.d. gengis-

10. Ef ekkert stendur á bak við gjaldmiðil nema traust og valdboð ríkisvalds er talað um „fiat money“ (Í íðorðabankanum er að finna orðin „pappírsmynt“ eða „fótarlaust fé“, hvorugt hugnast höfundi sérlega vel.)

11. Rétt er þó að hafa í huga að „aðgöngumiðinn“ að gjaldmiðilssamstarfi kann að felast í viðtækara samstarfi á sviði efnahagsmála sem takmarkar á einhvern hátt hreyfanleika gagnvart svæðum utan bandalagsins. Þannig er aðild að ESB, sem felur í sér tollabandalag, t.d. aðgöngumiðinn að EMU. Aðildarlöndin missa réttinn til að gera eigin fríværslunarsamninga en fá í staðinn aðild að öllum fríværslunarsamningum bandalagsins. Á hinn bóginn auðveldar gjaldmiðill sem er gjaldgengur á alþjóðamörkuðum einnig samskipti við svæði utan bandalagsins.

breyting skaðað einn samningsaðila á kostnað annars vegna mismunandi gjaldmiðlasamsetningar tekju- og útgjaldastreymis. Það skapar óvissu sem rekur fleyg á milli innlendra og erlendra aðila og heftir á vissan hátt athafnafrelsi beggja.

Peningalegu fullveldi hefur í gegnum aldirnar verið beitt í þrjúþættum tilgangi. Í fyrsta lagi hefur peningavaldinu verið beitt sem tekjuöflunartæki fullvalda stjórnvalds, en tilkoma yfirverðlagðra peninga gerði það mögulegt, sem fyrr segir. Í öðru lagi hefur því verið beitt sem tæki til þess að auðvelda viðskipti innan tiltekins svæðis, þjóðríkja eða ríkjasambanda. Í þriðja lagi hefur peningalegu fullveldi verið beitt sem hagstjórnartæki ríkis í því skyni að ná efnahagslegum markmiðum eins og stöðugu verðlagi, fullri nýtingu framleiðsluþátta og sérstaklega fullri atvinnu. Hér á eftir verða þessar þrjár hliðar peningalegs fullveldis skoðaðar aðeins nánar.

Peningalegt fullveldi sem tekjuöflunartæki stjórnvalda

4

Einn af gildari þáttum fullveldisins er valdið til að heyja stríð.¹² Í því valdi er hins vegar holur hlómur án peningalegs fullveldis. Stríð og peningalegt fullveldi eru nátengd og ýmsir af helstu seðlabönkum heimsins eru beint eða óbeint sprotnir upp úr stríðsátökum. Bank of England var t.d. stofnaður árið 1694 með það að markmiði að fjármagna breska flotann, en hinn konunglegi floti hafði tapað illilega í viðureign sinni við franska flotann og þurfti að endurbyggja hann. Bankinn tók við fé frá fjárfestum og afhenti breska ríkinu í skiptum fyrir skuldabréf. Í staðinn fékk bankinn einkarétt til útgáfu seðla gegn tryggingu í skuldabréfunum. Grundvöllur að peningakerfi Bandaríkjanna var lagður í borgarastríðinu við bandalag Suðurríkjanna árið 1860 með *Legal Tender Act og National Banking Act*. Þegar grunnur núverandi seðlabanka Bandaríkjanna, *Federal Reserve System*, var lagður árið 1907 var það einkum til að bregðast við tíðum bankaáhlupum, en nokkrum áður síðar, í heimsstyrjöldinni fyrri, lék bankinn stórt hlutverk við markaðssetningu stríðsskuldabréfa, þ.m.t. með því að lána viðskiptabönkum á lágum vöxtum gegn því að þeir keyptu skuldabréfin.

Stríð eru dýr og geta orðið óvinsæl dragist þau á langinn, einkum ef fjármagna þarf þau með skattfé eingöngu. Þegar fjármagna þarf langdregin og kostnaðarsöm stríðsátök er peningalegum stöðugleika því yfirleitt fórnað og gripið til peningarentunar af einhverju tagi. Innlausnarskylda seðla gegn gulli eða öðrum góðmálum hefur þannig margsinnis verið afnumin í stjórldarátökum eða seðlabankar þvingaðir til að fjármagna vígbúnað landa með öðrum hætti. Heimsstyrjöldin fyrri leiddi til upplausnar tveggja gjaldmiðilsbandalaga,

Skandínávíska myntbandalagsins, sem stofnað var 1873, og *Latneska myntbandalagsins*, sem stofnað var 1865.¹³

Afleiðing þess að gefa út peninga til tekjuöflunar, í krafti peningalegs fullveldis, er ávallt hin sama, verðbólga. Síðast urðu grundvallarbreytingar af þessu tagi á peningakerfi stórs hluta heimsins þegar gulltenging Bandaríkjadals var rofin í Vietnamstríðinu árið 1971. Ákvörðunin leiddi til þess að hið svokallaða Bretton-Woods-kerfi leið undir lok, en það hafði verið kjölfesta peningakerfis heimsins frá því skömmu eftir lok heimsstyrjaldarinnar síðari. Kerfið fólst í því að Bandaríkjadalur var gulltryggð kjölfesta en minni lönd festu gengi gjaldmiðla sinna við Bandaríkjadal, þó með möguleikum á aðlögun undir eftirliti Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Í kjölfar upplausnar Bretton-Woods-kerfisins hófst tímaskeið verðbólgu sem lyktaði með því að Evrópuríki fóru sína eigin leið í peningamálum með samstarfi sem að lokum ýtti undir stofnun Efnahags- og myntbandalags Evrópu (e. Economic and Monetary Union, EMU), sem fjallað er um hér eftir, þótt hugmyndir um stofnun bandalagsins hafi komið fram nokkru áður.

Ekki er þó einhlítt að uppruna peningakerfa eða seðlabanka megi rekja til þarfarinnar til þess að fjármagna stríð. Þannig má ætla að þegar hinum sjálfstæða seðlabanka Þýskalands, *Bundesbank*, var komið á fót hafi staðsetning hans og skipulag m.a. átt að hindra getu

12. Sjá t.d. Foss (2016).

13. Sjá Bordo og Jonung (1999). Rétt er að vekja athygli á því að í þessari grein er orðið gjaldmiðilsbandalag notað fremur en orðið myntbandalag um bandalög sem fela í sér viðtæka peningalega samþáttun, eins og í tilfelli Efnahags- og myntbandalags Evrópu (EMU) þótt höfundur hafi ekki lagt í að hrófla við hinni opinberu þýðingu. Orðið myntbandalag hefur að vísu unnið sér nokkum sess hér á landi að danskri fyrirmynd, en höfundur þykir víðari merking orðsins gjaldmiðill henta betur. Mynt er mikið notað um efnislega peninga þótt einnig sé það algengt í yfirfærðri merkingu. Hins vegar er orðið myntbandalag óhikað notað um samræmda myntsláttu norrænu ríkjanna í ritgerð þessari.

Þjóðverja til að heyja stríð. Bankinn var því ekki aðeins gerður sjálfstæðari en aðrir seðlabankar þess tíma heldur var honum komið fyrir í Frankfurt, í nokkurri fjarlægð frá aðsetri stjórnvalda Vestur-Þýskalands í Bonn. Þetta var ekki gert að kröfu þýskra stjórnvalda eða þýsks almennings heldur að kröfu bandamanna sem vildu leggja stein í götu nýs vígbúnaðarkapphlaups Þýskalands.¹⁴ Þýskur almennigur, minnugur óðaverðbólgu millistríðsáranna, kunni hins vegar fljótlega svo vel að meta stöðugleikann sem fylgdi sjálfstæðum seðlabanka að ógerlegt var að hverfa frá slíku kerfi, þótt tilraunir væru gerðar til þess að veikja sjálfstæði bankans. Reynsla óðaverðbólgu millistríðsáranna og óreiðan í kjölfar stríðsins var einfaldlega of greypt í huga fólks til þess að það gæti hugsað sér að hverfa aftur til fyrra ástands peningalegs óstöðugleika. Það var því með nokkrum semingi sem þessu akkeri stöðugleikans var fórnað fyrir samevrópskan seðlabanka, ECB, og þá aðeins að því tilskildu að bankinn yrði a.m.k. jafn sjálfstæður og að miklu leyti skapaður í mynd Bundesbank. Meira um það síðar.

14. Rétt er að halda því til haga að fyrirrennari Deutsche Bundesbank, fram að stofnun hans árið 1957, Bank Deutscher Länder, var að því leyti ósjálfstæður að hernámsyfirvöld Bandamanna höfðu neitunarvald í stjórn bankans. Bankinn var því upphaflega háður erlendu hernámssvaldi þótt hann væri óháður innlendum stjórnvöldum. Sjálfstæði bankans gagnvart þýskum stjórnvöldum hélst hins vegar eftir að Bandamenn slepptu tök-unum á stjórn hans, þvert á vilja Konrad Adenauer kanslara Þýskalands. Stjórn bankans og Ludwig Erhard efnahagsráðherra, sem kallaður hefur verið faðir þýska efnahagsundursins og vann náið með Bandamönnum studdu hugmyndina um sjálfstæðan seðlabanka hins vegar eindregið. Sjá t.d. Kennedy (1998).

Peningalegt fullveldi sem tæki til að stuðla að auknum viðskiptum innan gjaldmiðilssvæðis

5

Á milli þess sem fullvalda ríki hafa háð blóðugar styrjaldir hafa þau setið nægilega lengi á friðarstóli til þess að láta sig hagstjórn nokkru varða. Segja má að þar gæti tvenns konar markmiða sem nokkur togstreita getur verið á milli, a.m.k. til skamms tíma litið, annars vegar að stuðla að auknum viðskiptum og hins vegar að hámarka nýtingu framleiðsluþátta og stuðla að stöðugleika í raunhagkerfinu, m.a. halda verðlagi stöðugu.

Eitt af helstu markmiðum peningalegs fullveldis þjóðríkja hefur verið að greiða fyrir viðskiptum innan viðkomandi ríkis eða ríkjabandalags sem það á aðild að. Meginástæða þess að hið brotakennda myntkerfi þýsku furstadæmanna var látið víkja fyrir sameiginlegum gjaldmiðli við sameiningu þýsku ríkjanna var að fjöldi og margbreytileiki mynta í umferð reyndist veruleg hindrun í vegi viðskipta innan hins nýja þýska ríkjambands. Hið brotakennda gjaldmiðlakerfi var þyrnir í augum frjálslyndra forkólfa í atvinnulífinu sem var umhugað um að efla viðskipti. Reyndar gerðist sameiningin í tveimur áföngum, fyrst með sameiningu myntsláttu sem átti sér stað árið 1857, þ.e.a.s. fjórtán árum fyrir fulla sameiningu ríkjanna, og síðan með stofnun sameiginlegs seðlabanka, *Reichsbank*, árið 1875, fjórum árum eftir sameiningu þýsku ríkjanna.¹⁵ Fyrir sameiningu ríkjanna á Appenínuskaga og stofnun ítalska ríkisins voru u.þ.b. 90 mismunandi myntir í umferð og oft rætt um þá stöðu sem verulega hindrun í vegi viðskipta. Sameiningunni

15. Reyndar má segja að skrefin hafi verið fleiri, því að árið 1873, tveimur árum eftir stofnun þýska ríkisins, var þýska markið tekið upp sem reikningseining og því komið á gullfót. Sjá Bordo og Jonung (1999). Frá sjónarhóli þróunar Efnahags- og myntbandalags Evrópu, EMU, er þetta samband pólitískis og peningalegs fullveldis áhugavert, því að ýmsir hafa haldið því fram að með stofnun gjaldmiðilsbandalagsins án frekari pólitískis samruna hafi „vagninn verið spenntur fyrir hrossið“. Þýska reynslan sýnir hins vegar að skrefin á sviði stjórnmálasamvinnu og peningamála-samvinnu geta vel verið á víxl.

fylgdi því fljótlega ákvörðun um stofnun myntbandalags ítölsku sambandsríkjanna.

Að efla viðskipti á milli ríkja Evrópusambandsins var einnig eitt helsta markmið Evrópuríkja með stofnun Efnahags- og myntbandalags Evrópu, EMU. Samkvæmt hagfræðikenningum um alþjóðaviðskipti geta aukin milliríkjaviðskipti aukið velferð umtalsvert. Fjöldi rannsóknarritgerða styður þá niðurstöðu að gjaldmiðilsbandalög hafi jákvæð áhrif á utanríkisviðskipti og þar með velferð. Í skýrslu Seðlabanka Íslands frá árinu 2012, *Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum*, er að finna ýtarlegt yfirlit þessara rannsókna.¹⁶

Að auka viðskipti Evrópuþjóða hefur þó ekki einungis verið efnahagslegt markmið heldur hefur verið litið svo á að sífellt nánari efnahagsleg og félagsleg tengsl Evrópuríkja væru praktísk leið til að minnka líkur á að ríkin geti háð jafn blóðug og langvinn stríð og skóku álfuna á fyrri hluta 20. aldar og um aldir. Aukin fríværslun, samræming regluverks innan EES og endalok gjaldreyrisáhættu innan gjaldmiðilsbandalags með stofnun EMU hefur leitt til þess að alþjóðleg virðisdeðja ríkjanna

16. Sjá yfirlitstöflu um niðurstöður rannsókna í 8. kafla skýrslunnar á bls. 219. Breedon og Þórarinn Pétursson (2006) meta möguleg áhrif EMU-aðildar á Ísland. EMU hefur þó enn sem komið er ekki skilað þeim auknu viðskiptum milli aðildarríkjanna sem ymsar rannsóknir, t.d. Rose og Wincoop (2001) og aðrar rannsóknir sem Rose hefur staðið að ásamt öðrum, bentu til að vænta mætti. Líklegt er að hin sterku áhrif í sumum rannsóknum Rose megi að einhverju leyti rekja til þess að í úrtakinu hafi verið fjöldi nýlendna sem áttu mikil viðskipti við viðkomandi nýlenduveldi. Á hinn bóginn er rétt að hafa í huga að heimssögulegir viðburðir sem áttu sér stað á sama tímabili, þ.e.a.s. aðild Kína, Rússlands og fleiri nýmarkaðsríkja að hinu alþjóðlega viðskiptakerfi, aðild fyrstum „austantjaldsríkja“ að Evrópusambandinu og sameining Þýskalands hefðu að öðru óbreyttu átt að leiða til lækkunar hlutfalls viðskipta innan evrusvæðisins. Utanríkisviðskipti allra ríkja, hvort heldur innan eða utan evrusvæðisins, hafa í auknum mæli beinst að þessum upprennandi viðskiptalöndum og með sameiningu Þýskalands jukust viðskipti innan sameinaðs Þýskalands að einhverju leyti á kostnað viðskipta við önnur Evrópuríki. Það gæti því talist góður árangur hafi EMU haft þau áhrif að halda í horfinu.

sem mynda Evrópusambandið, sérstaklega evrusvæðisins, er orðin svo samvinnuð að stríðsvélarnar myndu líklega fljótt stöðvast reyndi aðildarríki að fara með ófriði á hendur öðru aðildarríki.¹⁷

17. Með alþjóðlegri virðisreðju er átt við viðskipti þar sem einstakir hlutar framleiddrar vöru spanna ekki aðeins langa keðju fyrirtækja heldur fara margsinnis yfir landamæri í framleiðsluferlinu. U.þ.b. tveir þriðju hlutar heimsverslunarinnar eru um þessar mundir af því tagi og innan Evrópusambandsins er hlutfallið eflaust mun hærra. Sjá Dollar (2019).

Peningalegt fullveldi sem hagstjórnartæki

6

Stefna í peninga- og gjaldmiðilsmálum sem miðar fyrst og fremst að því að auka viðskipti á milli landa með því að stuðla að varanlegum gengisstöðugleika eða með sameiginlegum gjaldmiðli þarf að horfa til mjög langs tíma, jafnvel áratuga, enda getur það tekið þjóðarbúskapinn áratugi að aðlagast fyllilega brottfalli viðskipta-hindrana. Þegar líða tók á tuttugustu öldina jókst hins vegar fylgi við það sjónarmið að hlutverk peningastefnu fullvalda ríkis væri að stuðla að heppilegu jafnvægi á milli verðbólgu og atvinnustigs innan viðkomandi ríkis eða gjaldmiðilssvæðis til fárra ára litið.

Hagstjórnarmarkmiða af þessu tagi fór þó ekki að gæta að marki við stjórn peningamála fyrr en með vaxandi áhrifum keynesískrar hagfræði á síðari hluta tuttugustu aldar. Sjóneldarhringur slíkrar stefnu er jafnan hagsveiflan, þ.e.a.s. fáein ár. Keynes hafnaði því sjónarmiði klassískra og nýklassískra hagfræðinga að tilhneiging til fullrar atvinnu og hagkvæmustu nýtingar framleiðsluþátta væri byggð inn í markaðshagkerfið og þeirri hugmynd klassískra hagfræðinga, sem stundum er nefnd *Lögmál Says* (e. Say's law), að aukið framboð skapi sjálfkrafa næga eftirspurn.¹⁸ Þvert á móti færði Keynes rök fyrir því að á markaði gæti myndast jafnvægi þar sem framleiðsluþættir væru ekki fullnýttir og atvinnuleysi verulegt. Til þess að knýja fram jafnvægi við fulla atvinnu gæti þurft atbeina bæði ríkisfjármála og peningastefnu.

Að einhverju leyti voru þessi sjónarmið byggð inn í Bretton-Woods-kerfið, sem fyrr var nefnt til sögunnar, en það var ráðandi tilhöggun um rúmlega tveggja áratuga skeið eftir heimsstyrjöldina síðari. Þótt

gjaldmiðlar miðlungsstórra og smærri ríkja sem aðild áttu að Alþjóðagjaldeyrissjóðnum væru bundnir við Bandaríkjadal og dalurinn sjálfur væri á gullfæti, þá var gengið út frá því að hægt væri að aðlaga gengið ef ytra ójafnvægi (viðskiptajöfnuður) eða innra ójafnvægi (verðbólga eða atvinnustig) krefðist þess. Hins vegar var litið svo á að slíkar breytingar væru ekki einkamál aðildarlandanna heldur yrðu þau að ráðfæra sig við sjóðinn. Aðild að Alþjóðagjaldeyrissjóðnum fól því í sér að valdheimildum á sviði peningamála var að nokkru leyti deilt með öðrum ríkjum í gegnum sjóðinn.

Á vissan hátt má segja að þessi tilhöggun hafi falið í sér ríkari fullveldisrétt fyrir smærri aðildarlöndin, sem gátu breytt gengi sinna gjaldmiðla gagnvart dalnum með auðveldari hætti en Bandaríkin gátu horfið frá gullfætinum. Það gerðu Bandaríkin þó árið 1971, sem fyrr sagði, þegar stríðsreksturinn í Suðaustur-Asíu krafðist þess. Segja má að sú ákvörðun hafi aðeins verið ein birtingarmynd innbyggðar togstreitu kerfisins, þ.e.a.s. að peningastefnan sem hentaði best Bandaríkjunum var ekki endilega peningastefna sem þjónaði vel hlutverki Bandaríkjadals sem kjölfestu hins alþjóðlega peningakerfis. Togstreitan á milli peningastefnu sem þjónar best innlendum þörfum og þarfar hins alþjóðlega peningakerfis fyrir stöðugt framboð forðagjaldmiðils kerfisins kristallast í svokallaðri Triffin-þversögn (e. Triffin dilemma).¹⁹ Hún fólst í því að innan Bretton-Woods-kerfisins þurftu Bandaríkin að útvega aðildarlöndum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins Bandaríkjadali í gjaldeyrisforða sinn en það krafðist þess að Bandaríkin rækju viðvarandi viðskiptahalla sem talinn var ósjálfbær til lengdar.

18. Lögmál Says segir að framleiðsla skapi sína eigin eftirspurn bæði til skamms og langs tíma af því að fólk framleiði annaðhvort til eigin brúks eða til að selja og noti svo andvirðið til að kaupa vörur sem aðrir framleiða.

19. Þversögnin er kennd við belgísk-bandaríska hagfræðingnum Robert Triffin.

Vera kann að þessi togstreita hefði orðið kerfinu að fjörtjóni fyrir eða síðar, jafnvel þótt ekki hefði komið til stríðsins í Suðaustur-Asíu. Hvað sem því líður var það að lokum fyrst og fremst fullveldisréttur Bandaríkjanna sem réð örlögum kerfisins.²⁰ Það gildir um öll kerfi þar sem einn gjaldmiðill gegnir hlutverki akkeris fyrir fjölda annarra gjaldmiðla að kerfið verður aldrei stöðugra en sjálft akkerið og þegar los kemst á það er hætt við að kerfið liðist í sundur vegna þess að það þjónar ekki lengur því markmiði að stuðla að peningalegum stöðugleika. Þannig leiddi óðaverðbólga í Rússlandi í kjölfar þess að Sovétríkin liðuðust í sundur til þess að hin nýju þjóðríki komu fljótlega á fót sínum eigin gjaldmiðlum eða tóku upp tengingu við stöðugri kjölfestugjaldmiðla eins og þýskt mark/evru eða Bandaríkjadal.

Þegar smærri V-Evrópuríki höfðu tapað þeirri kjölfestu sem tenging við Bandaríkjadal var ákváðu þau að leita sér nýrrar kjölfestu með tengingu við Þýska markið, sem hafði áunnið sér traust umfram aðra evrópska gjaldmiðla sakir sjálfstæðis þýska seðlabankans. Árið 1979 var samstarf Evrópuríkja í gengismálum styrkt með stofnun Evrópsku gengistilhögunarinnar (e. *European Exchange Rate Mechanism*, ERM). Breytingar á innbyrðis gengi gjaldmiðla innan kerfisins voru leyfilegar en háðar gagnkvæmu samþykki. Gengi þýska marksins flaut hins vegar gagnvart Bandaríkjadal.

Stjórnámálamenn annarra Evrópuríkja hafa væntanlega átt auðveldara með að fallast á framsal peningalegs valds til seðlabanka sem var sjálfstæður og með vel skilgreint markmið fremur en banka sem væri undir hæl pólitískra stjórnvalda annars fullvalda ríkis og framkvæmdir peningastefnu eftir geðþótta stjórnámalanna þess ríkis. Framsal peningalegs fullveldis til þýska seðlabankans var þó ákveðnum vandkvæðum bundið, bæði af sögulegum ástæðum og vegna þess að stefna bankans tók einungis mið af efnahagslegum aðstæðum í Þýskalandi. Auk þess lagði þýski seðlabankinn meiri áherslu á stöðugleika verðlags en aðrir evrópskir seðlabankar sem ekki höfðu verið eins sjálfstæðir.²¹

20. Þótt alþjóðasamningar hafi gengið út frá því að Bandaríkin myndu skipta út dollurum fyrir gull í hlutfallinu 1 únsa gulls fyrir 35 Bandaríkjadali höfðu Bandaríkin vald (fullveldi) til að ákveða einhliða að hætta því. Á árinu 1971 var orðið afar erfitt að halda þeirri stefnu áfram, þótt ekki væri horfið frá gullfætinum strax. Í ágúst árið 1971 ákvað Nixon, forseti Bandaríkjanna, að breyta genginu í 38 dali á únsu gulls og felldi úr gildi heimild seðlabankans til að innleysa peningaseðla með gulli. Þar með var gullfóturinn orðinn tilgangslaus. Árið 1973 breytti Bandaríkjastjórn genginu aftur í 42 dali á únsu og rauf tengslin síðan endanlega árið 1976. Markaðsverð gulls rauk þá upp í 120 dali á únsu. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hélt uppi fastgengisstefnu með dollarann sem kjölfestu í tvö ár til viðbótar.

21. Rétt er þó að taka fram að þótt stöðugt verðlag væri meginmarkmið Bundesbank hafði bankinn ekki formlegt verðbólgu markmið heldur peningamagnsviðmið. Þó hafa sumir talið að bankinn hafi verið á nokkurs konar duldu verðbólgu markmiði. Sjá Bernanke og Mihov (1996).

Vandinn ágerðist við sameiningu þýsku ríkjanna þegar þenslan í kjölfar sameiningarinnar krafðist mun aðhaldssamari peningastefnu í Þýskalandi en hentaði öðrum Evrópuríkjum. Viðbrögð Evrópuríkja við þeim hagstjórnarvanda voru hins vegar ekki að hverfa frá samfloti í peningamálum heldur dýpka samstarfið. Í stað framsals fullveldis til þýska seðlabankans ákváðu löndin að hrinda í framkvæmd hugmyndum, sem höfðu verið á dagskrá Evrópusambandsins eða forvera þess frá því á sjöunda áratug síðustu aldar, um að stofna gjaldmiðilsbandalag, Efnahags- og myntbandalag Evrópu (EMU), og deila þannig með sér peningalegu fullveldi í enn ríkari mæli en áður. Auk þess að kveða á um stofnun gjaldmiðilsbandalags kvað Maastrichtsáttmálinn á um frjálsar fjármagnshreyfingar, sameiginlegan vinnumarkað, ákveðnar reglur í ríkisfjármálum, samvinnu um utanríkismál o.m.fl.. Í stofnun EMU fólst að ákvarðanir í peningamálum yrðu teknar af samevrópskum seðlabanka og skyldu taka mið af efnahagsþróun á evrusvæðinu öllu en ekki aðeins í Þýskalandi. Því má segja að fullveldisréttur smærri Evrópuríkja hafi styrkst við stofnun gjaldmiðilsbandalagsins, fullveldisréttur Þýskalands veikst að sumu leyti, en samlegð peningalegs fullveldis allra aðildarríkjanna aukist.

Með því að leggja saman kraftana hafa evruríkin aukið slagkraft eigin ákvarðana á sviði peningamála á sama tíma og vaxandi alþjóðavæðing og alþjóðlegur hreyfanleiki fjármagns hefur ýtt undir ægivald Seðlabanka Bandaríkjanna yfir fjármálalegum skilyrðum í heiminum.²² Sjálfstæði og stefna hins nýja evrópska seðlabanka var hins vegar sem fyrr segir mjög í anda Bundesbank, með verðstöðugleika í fyrirrúmi.²³ Það var í senn grundvallað á pólitískri nauðsyn, þ.e.a.s. var gjaldið sem greiða þurfti til að sannfæra þýsk stjórnvöld um ágæti þess að hverfa frá raunverulegu forræði Bundesbank yfir í peningamálum Vestur-Evrópuríkja og í samræmi við þá vinda sem blésu á sviði peningahagfræði á níunda og tíunda áratug síðustu aldar. Um það er fjallað nánar í næsta kafla.

22. Sjá t.d. Zimmerman (2013), bls. 817: „Vast transfers of state competences in the realm of money to a monetary union imply by definition, that the state concerned renounces, at least temporary, the independent exercise of those competences. However, to the extent that agreeing to such transfers is what provides the state's population with a maximum of monetary stability under contemporary economic constraints, it appears appropriate to analyse the underlying transfer of sovereign power not as surrender of monetary sovereignty, but as its effective exercise under contemporary economic constraints. [...] by entering into monetary union, the participating states may jointly regain a margin of manoeuvre with respect to sovereign power in the realm of money, the exercise of which had previously become more and more ineffective under the impact of economic globalisation and financial integration.”

23. Eins nefnt var hér að framan var Bundesbank ekki sett verðbólgu markmið að hætti flestra nútímaseðlabanka, þ.m.t. ECB, heldur miðaði peningastefnan formlega að því að halda peningamagni stöðugu. Peningamagn var því nokkurs konar skilgreint millimarkmið þótt stöðugt verðlag væri hið óskilgreinda endanlega markmið. Peningamagnsmarkmiðið endurspeglar hins vegar í stefnu ECB þannig að bankinn hefur vöxt peningamagns til hliðsjónar við ákvarðanir í peningamálum.

Tímaósamkvæmni ákvarðana í peningamálum og togstreitan á milli sjónarmiða aðlögunar og kjölfestu

7

Upplausn Bretton-Woods-kerfisins leiddi til tímabils verðbólgu í heiminum, sem tvær olíukreppur ýttu enn frekar undir. Stjórnvöld víða um heim reyndu að halda uppi fullri atvinnu við þessi skilyrði, en slíkt var aðeins mögulegt á kostnað sívaxandi verðbólgu. Mörgum hagfræðingum varð ljóst að hugmyndir áköfustu fylgismanna kenninga Keynes um að hægt væri að tryggja fulla atvinnu yfir hagsveifluna með virkri ríkisfjármála- og peningastefnu að því marki að hagsveiflur yrðu nánast úr sögunni eða a.m.k. mun mildari en áður, fælu í sér alvarlega veikleika. Þekkt er framlag Kydland og Prescott (1977) sem greindu ósamkvæmni í ríkisfjármála- og peningastefnu yfir tíma, þ.e. að ríkið gæti ekki sannfært almenning um að það myndi standa við stefnu sína í framtíðinni vegna þess að hagsmunir breytist yfir tíma. Þeir lögðu til að brugðist yrði við þessum vanda með því að reglubinda peningastefnu. Áður hafði Friedman (1961) sýnt fram á að sakir tafa í miðlun upplýsinga og langs miðlunarferlis peningastefnunnar gæti peningastefna aukið hagsveiflur í stað þess að jafna þær. Þess vegna væri skynsamlegt að reglubinda aðgerðir ríkisins.

Á síðustu tveimur áratugum tuttugustu aldar vék því sannfæringin um að hægt væri að beita fullveldisréttinum í peningamálum með virkum hætti í þágu almannaheilla smám saman fyrir hugmyndum um reglufestu í peningamálum, þar sem sjálfstæðum seðlabönkum var gert að stefna að skýrt skilgreindu takmarki samkvæmt einfaldri peningastefnureglu, t.d. tilteknum vexti peningamagns, verðbólgu markmiði eða gengisstöðugleika, enda gæti peningastefnan ekki til lengdar stuðlað að herra atvinnustigi og meiri framleiðslu nema á kostnað sífellt meiri verðbólgu og að endingu alls ekki. Hún væri því hlutlaus gagnvart raunhagkerfinu til lengri tíma litið. Þessi einföldun og formbinding á markmiðum

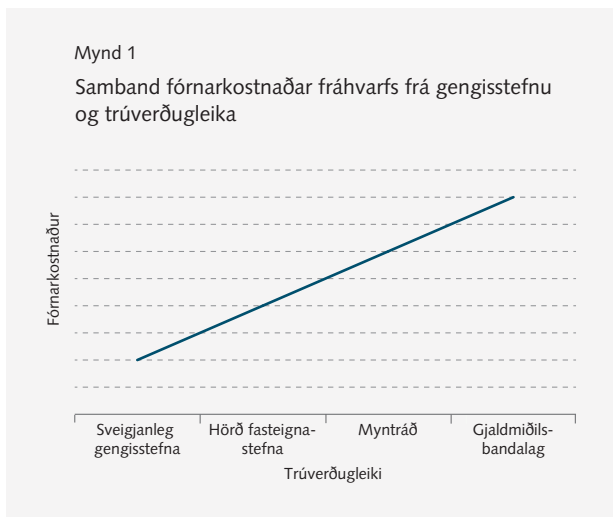
seðlabanka var í raun forsenda aukins sjálfstæðis þeirra. Í framkvæmd hafa seðlabankar á verðbólgu markmiði þó haft töluvert svigrúm til matskenndra ákvarðana, sem jafnan eru í höndum peningastefnunefnda bankanna, og afturhvarf til reglufestu gullfótar hefur notið lítils fylgis.

Ákvörðun um að fela sjálfstæðri stofnun, seðlabanka, að fylgja tiltekinni reglu við framkvæmd peningastefnu fremur en að vinna að fjölbættum markmiðum með matskenndum hætti í samvinnu við lýðræðislega kjörna fulltrúa felur í sér framsal mikilvægs fullveldisréttar á skýrt afmörkuðu sviði til sjálfstæðrar stofnunar. Stofnunin getur verið innlend, erlend eða fjölþjóðleg. Í öllum tilvikum er framsalið þó afturkræft, þ.e.a.s. um er að ræða framsal en ekki afsal valdheimilda. Pólitískir handhafar fullveldisréttarins geta tekið hið framselda vald til sín á ný ef þeir kjósa svo, með mismiklum tilkostnaði eftir tilhögun peningamála. Því meiri kostnaður sem fylgir því að hverfa frá tiltekinni peningastefnureglu, því meiri verður trúverðugleiki stefnunnar og þ.a.l. ólíklegra að horfið verði frá henni þegar henni fylgja skammtímaóþægindi.²⁴ Þannig er t.d. tiltölulega auðvelt að hverfa frá einhliða fastgengisstefnu, sérstaklega ef beinlínis er gert ráð fyrir aðlögun við ákveðnar aðstæður. Trúverðugleiki fljóttandi akkeris af því tagi er því ekki mikill, sérstaklega ef ákvörðunin er einhliða og pólitísk stjórnvöld, sem hafa tilhneigingu til að horfa til skamms tíma, koma að ákvörðunum á sviði peningastefnu með beinum hætti.

Meiri pólitískur og efnahagslegur fórnarkostnaður fylgir því að hverfa frá fastgengisstefnu í formi mynt-

24. Með hugtakinu trúverðugleika er átt við varanleg áhrif stefnu eða tiltekinnar reglu á væntingar og háttsemi einstaklinga og fyrirtækja. Peningastefna getur t.d. talist trúverðug ef væntingar um litla verðbólgu eða stöðugt gengi leiða til þess að launakröfur verða raunhæfar og taka mið af framleiðni- og atvinnuþróun, jafnvel þótt verðbólga víki tímabundið frá markmiði.

ráðs, sem getur rennt stoðum undir trúverðugleika þess, en einnig grafið undan honum með varanlegum hætti sé engu að síður horfið frá myntráðinu. Mestur fórnarkostnaður fylgir líklega því að hverfa frá þátttöku í gjaldmiðilsbandalagi náinna viðskiptalanda, ekki síst vegna margvíslegrar samtryggingar sem aðildarríki njóta og missa við útgöngu. Því þarf að jafnaði töluvert stór áföll til þess að hrinda af stað slíkri atburðarás, t.d. styrjaldrátök, upplausn ríkjasambands eða óðaverðbólgu.²⁵ Trúverðugleiki kjölfestu gjaldmiðilsbandalagsins er því að líkindum meiri en flestra annarra tegunda peninga- og gengisstefnu sem felur í sér framsal eða deilingu peningalegs valds, eins og fjallað verður um síðar. Aðild að gjaldmiðilsbandalagi er því líklegri til að breyta væntingum og háttsemi einstaklinga, fyrirtækja og samtaka á vinnumarkaði en annars konar tilhögun peningamála. Á milli þessara kosta standa ýmis blæbrigði framsals eða deilingar peningalegs fullveldis, sem gerð eru skil hér á eftir, m.a. verðbólguþröskulmið. Nokkrum kostum (ekki þó verðbólguþröskulmiði) er stillt upp í mynd 1.



25. Má þar nefna sundurlimun Austurríkis-Ungverjalands og endaloka Skandinavíska og Latnesku myntbandalaganna í kjölfar fyrri heimsstyrjaldarinnar og upplausn Sovétríkjanna.

Fullveldisréttur framseldur til sjálfstæðs innlends seðlabanka

8

Til þess að bregðast við vandanum um tímaósamkvæmni ákvarðana í peningamálum og þeim vanda að ákvarðanir í peningamálum taki um of mið af skammtímaaðstæðum í stjórnámum (t.d. í aðdraganda kosninga) hefur sú tilhögun orðið ráðandi á síðustu þremur áratugum að ríki framselji peningalegt vald til sjálfstæðs innlends seðlabanka. Bankanum er þá veitt umboð til að ákveða vexti og beita öðrum peningalegum stjórnækjum með hliðsjón af einföldu og gagnsæju peningastefnumarkmiði, t.d. tölusettu verðbólguarkmiði. Sú tilhögun peningamála hefur í mörgum tilvikum borið ágætan árangur, að því er best verður séð. A.m.k. hefur viðkomandi seðlabönkum að jafnaði tekist að stýra verðbólgunni nokkuð nálægt þeim verðbólguarkmiðum sem þeim hafa verið sett.²⁶

Umboð seðlabanka á verðbólguarkmiði til athafna felur þó sem fyrr segir í sér töluverðan sveigjanleika, sem gefur þeim færi á að taka tillit til annarra markmiða þegar ákveða skal hversu hratt frávik frá settu meginmarkmiði peningastefnunnar er leiðrétt. Sveigjanleiki til matskenndra ákvarðana gæti við ákveðnar aðstæður grafið undan trúverðugleikanum, samanber framangreint, enda getur langvarandi frávik sem ekki er brugðist við með sannfærandi hætti jafngilt fráhrarfi frá markmiði stefnunnar. Á hinn bóginn kann sveigjanleikinn að draga úr hvata pólitískra stjórnvalda til að afturkalla fullveldisframsal til sjálfstæðs seðlabanka. Að því leyti gæti hæfilegur sveigjanleiki stefnureglu aukið trúverðugleika.

Ætla má að verðbólguarkmið verði trúverðugra því lengur sem seðlabanka hefur tekist að halda verðlagi stöðugu án þess að of mikið atvinnuleysi hljóti af, m.a. vegna þess að pólitískur kostnaður þess að hverfa frá stefnunni verður meiri. Árangur stefnunnar undanfarna

áratugi verður þó að meta með hliðsjón af því að á sama tíma og lönd með verðbólguarkmið náðu góðum árangri, þ.e.a.s. verðbólgu nálægt markmiði um leið og atvinna var almennt mikil og hagvöxtur jafn, náðu önnur lönd með annars konar fyrirkomulag peningamála, t.d. fastgengi, einnig góðum árangri. Frá 9. áratug síðustu aldar og nokkuð fram yfir aldamót má segja að ríkt hafi tímaskeið efnahagslegs stöðugleika eða hófstillingar (e. the age of moderation eða the great moderation), eins og sumir hagfræðingar kölluðu það.²⁷ Það tímaskeið reyndist hins vegar „lognið á undan storminum“, því að á þessu tímaskeiði byggðist upp ójafnvægi sem að lokum lyktaði með alþjóðlegri fjármálakreppu.

Draga má þá ályktun af alþjóðlegu fjármálakreppunni sem reið yfir fyrir rúmum áratug í kjölfar aldar hófseminnar að peningalegur stöðugleiki sé nauðsynleg en ekki nægjanleg forsenda fjármálastöðugleika. Í kjölfar kreppunnar hefur gætt aukinnar gagnrýni á verðbólguarkmiðið í sumum löndum. Sumir telja að peningastefnan sé um of einskorðuð við einstrengingsleg verðbólguarkmið og skeyti ekki nægilega um atvinnu eða fjármálalegan stöðugleika. Enn er þó fátítt að gerðar hafi verið grundvallarbreytingar á því umboði sem seðlabönkum hefur verið veitt, að öðru leyti en því að vaxandi áhersla hefur verið lögð á notkun ýmissa þjóðhagsvarúðartækja, sem geta virkað sem nokkurs konar hjálpartæki peningastefnunnar en hafa einkum þann tilgang að stuðla að fjármálastöðugleika.²⁸

26. Fjallað er um árangur Íslands í Sértili Seðlabanka Íslands nr. 11. Þórarinn G. Pétursson (2010) fjallar um alþjóðlega reynslu.

27. Sjá t.d. Bernanke (2004), Blanchard og Simon (2001) og Ásgeir Daniéls-son (2008).

28. Mikill fjöldi rannsóknarritgerða um beitingu þjóðhagsvarúðartækja hefur verið birtur í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar. Mikil gerjun á sér stað í þessum fræðum og erfitt að velja úr þeirri miklu flóru. Því gæti verið gagnlegt þeim sem vill kynna sér þessa fjölbreyttu flóru, með áherslu á Evrópu, að bera fyrst niður í nýlegri grein í *Working Paper*-ritröð ECB, t.d. Guido C. o.fl. (2020).

Að nokkru leyti hafa vandamálin sem fjármálakreppan afhjúpaði verið leyst með því að framselja meira vald til sjálfstæðra seðlabanka eða sjálfstæðra eftirlitsstofnana, fremur en að færa vald til baka til kjörinna fulltrúa. Ákveðin hættu er hins vegar á því að mjög viðtækt framsal valds til sjálfstæðra stofnana á sviði fjármálastöðugleika geti að endingu veikt sjálfstæði seðlabanka á sviði peningastefnu og þannig grafið undan trúverðugleika hennar. Ástæðan er sú að fræðilegur grundvöllur fyrir viðtæku valdaframsali á sviði fjármálastöðugleika er ekki jafn traustur og í tilfelli peningastefnunnar. Erfiðara er að skilgreina mælanleg markmið á sviði fjármálastöðugleika. Fræðilegar undirstöður eru veikari og niðurstöður hagrannsókna á sambandi stjórntækja og markmiðs eru ekki jafn afdráttarlausar.

Nokkuð breið samstaða hefur verið um það sl. áratugi að virkni peningastefnunnar sé, eins og að framan greinir, „hlutlaus“ að því leyti að hún hafi hvorki áhrif á framleiðslugetu þjóðarbúsins né tekjudreifingu til langs tíma litið þótt beita megi lágum vöxtum til að örva eftirspurn og minnka atvinnuleysi þegar framleiðsluþættir eru vannýttir eða háum vöxtum til að hægja tímabundið á hjólum efnahagslífsins þegar framleiðslugetan annar ekki eftirspurn. Sé fallist á það má líta á framkvæmd peningastefnu sem tæknilegt úrlausnarefni sem hafi hverfandi langtímaáhrif á tekjuskiptingu og því sé réttlætanlegt að fela hana embættismönnum fremur en kjörnum handhöfum fullveldisráttarins. Hættan á tímaósamkvæmni ákvarðana í peningamálum hefur þótt sannfærandi röksemdafærsla fyrir því að slíkar ákvarðanir séu best teknar í ákveðinni fjarlægð frá fulltrúum sem þurfa að sækja sér umboð til kjósenda á fárra ára fresti. Þeir ákveða hins vegar hina lagalegu umgjörð og skilgreina markmið seðlabanka og framkvæmdavaldið velur seðlabankastjóra og meðlimi peningastefnunefnda.

Ofangreind rök eiga hins vegar ekki jafn augljóslega við um sum þjóðhagsvarúðartæki, eins og nefnt var hér að framan. Ágætt dæmi um það eru takmarkanir á veðsetningu íbúðarhúsnæðis sem geta torvelað ungu fólki að eignast sína fyrstu íbúð. Til þess að koma í veg fyrir að ákvarðanir seðlabanka á sviði þjóðhagsvarúðar grafi undan sjálfstæði þeirra á sviði peningastefnu, í þeim tilvikum sem seðlabönkum er falin ábyrgð á þjóðhagsvarúð, hefur sjálfstæðum og aðskildum stefnunefndum, að hluta skipuðum ytri meðlimum, verið falin ákvarðanatökan. Á það við um Seðlabanka Íslands samkvæmt nýjum lögum um bankann. Í sumum tilvikum kunna slíkar ákvarðanir að vera háðar staðfestingu ráðherra. Sum staðar er ákvarðanatökan á sviði þjóðhagsvarúðar beinlínis í höndum ráðherra, t.d. í Noregi.

Framsal valdheimilda til erlends seðlabanka

9

Sum smærri fullvalda ríki hafa reynt að leysa vandann sem fylgir tímaósamkvæmni ákvarðana í peningamálum með því að framselja hið peningalega vald til erlends seðlabanka sem er sjálfstæður og hefur áunnið sér traust með góðum árangri við stjórn peningamála. Sé framsalið einhliða er hins vegar svo auðvelt að hverfa frá því að efast má um að um raunverulegt framsal sé að ræða. Trúverðugleikinn verður eftir því lítill.

Ýmis lönd, þ.á m. Ísland áður en verðbólguþáttur mið var tekið upp árið 2001, hafa sett sér markmið um stöðugt gengi gagnvart körfu gjaldmiðla mikilvægustu viðskiptalanda. Þannig er komið í veg fyrir að innbyrðis hreyfingar gjaldmiðla mikilvægra viðskiptalanda hafi of mikil áhrif á samkeppnisstöðu atvinnulífsins, eins og gerist í löndum sem festa gengi gjaldmiðla sinna við einn gjaldmiðil, en slíkt getur grafið undan trúverðugleika fastgengisstefnunnar. Ef fjármagnshreyfingar eru óheftar og gjaldmiðlar helstu viðskiptalanda fljóta er ógerlegt að halda genginu algerlega föstu gagnvart meðalgengi þeirra gjaldmiðla sem eru í körfunni. Óhjákvæmilegt er því að leyfa genginu að sveiflast innan misþröngra marka eftir markaðsaðstæðum og þau mörk geta brostið við sumar aðstæður.²⁹

Svigrúm til að leyfa markaðsaðstæðum að hafa áhrif á gengið gerir seðlabönkum mögulegt að taka nokkurt tillit til innlendrar efnahagsþróunar við ákvörðun vaxta, þ.e.a.s. að því marki sem gengisbreytingar eru í aðalatriðum tæki til að aðlaga þjóðarbúskapinn að nýju jafnvægi en eru ekki óhóflegar eða á skjön við aðstæð-

ur í þjóðarbúskapnum.³⁰ Slíkt fyrirkomulag hefur þann kost að í því felst fremur lítið framsal fullveldis til hins erlenda seðlabanka, en það er jafnframt stærsti galli þess. Hætt er við að svigrúmið verði á kostnað trúverðugleika stefnunnar um stöðugt gengi. Reynslan hefur sýnt að þegar gengi gjaldmiðils þrýstir á ytri mörk þess sem stefnan leyfir og ganga fer á gjaldeyrisforða landsins magnast væntingar um að ytri mörkum stefnunnar verði breytt. Í flestum tilvikum standa fastgengisríki á einhverju tímasteiði frammi fyrir gjaldeyris- og greiðslujafnaðarkreppu sem oft lýkur með snarpri gengislækkun. Að einhverju leyti gætu hin ýmsu þjóðhagsvarúðartæki, sem hefur verið beitt í auknum mæli í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar, auðveldað framkvæmd peningastefnunnar.

Sums staðar hafa stjórnvöld brugðist við trúverðugleikavanda sem fylgir einhliða fastgengisstefnu með gerð tvíhliða samkomulags við ríki viðmiðunargjaldmiðils stefnunnar. Fastgengisstefnan sem tekin var upp í Danmörku (og á sínum tíma fleiri Evrópuríkjum sem nú tilheyra evrusvæðinu) á 9. áratug síðustu aldar er dæmi um slíkt. Þá var gengi dönsku krónunnar fest gagnvart evrópsku gjaldmiðilseiningunni ECU (European Currency Unit), sem í reynd fól í sér óbeina fasttengingu gagnvart þýsku marki, og síðan evru.

Tvíhliða samkomulag felur í sér að frávik frá stefnunni er ekki sjálfstæð ákvörðun seðlabanka eða

29. Þegar varnir stjórnvalda gegn áhlaupi spákaupmanna eða fjármagnsflóttu breyta er hætt við greiðslujafnaðarkreppu (e. balance of payments crisis). Slíkar kreppur geta reyndar einnig riðið yfir lönd sem ekki fylgja fastgengisstefnu, sbr. Ísland. Fjöldi rannsókna hefur verið gerður á slíkum kreppum. Ein af þeim þekktari, þótt nokkuð sé hún komin til ára sinna, er grein Krugman (1979) en fjöldi greina fylgdi í kjölfarið.

30. Þegar gengishreyfingar eru hins vegar drifnar af hvikulum sjálfrætnum væntingum við skilyrði óheftra fjármagnshreyfinga geta þær orðið orsök ójafnvægis, hvort heldur gengið flýtur eða er haldið stöðugu við venju- legar aðstæður. Bæði Friedman og Krugman hafa eindregið haldið fram hlutverki gengisins sem jafnvægistækis. Niðurstaðan í skýrslu Seðlabankans (2012) um valkosti Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum var hins vegar að gengishreyfingar íslensku krónunnar hefðu í ríku mæli verið uppspretta ójafnvægis frekar en jafnvægis.

annars stjórnvalds viðkomandi lands heldur stjórnvalds beggja landa og að gjaldeyrisforði seðlabanka beggja landa/gjaldmiðilssvæða tryggir að endingu framgang stefunnar. Þannig háttar um fastgengisstefnu Dana, sem er einhver árangursríkasta fastgengisstefna 20. aldar og enn hefur hún staðist tímans tönn það sem af er 21. öldinni. Peningastefna danska seðlabankans (Nationalbanken) er hins vegar því sem næst fullkom- in spegilmynd, með örlitlum frávikum, peningastefnu Seðlabanka Evrópu (European Central Bank, ECB), sem í tilfalli Danmerkur hefur verið mótaðilinn frá stofnun EMU. Trúverðugleikinn byggist á því að framselja pen- ingalegt vald til ECB sem getur gefið út eigin gjaldmiðil til að kaupa danskar krónur dugi evruforði danska seðla- bankans ekki til að verja krónuna falli. Þá hefur stefnan í ríkisfjármálum verið sveigð undir gengismarkmiðið og um það hefur ríkt pólitísk samstaða að hvika ekki frá þeirri stefnu.

Stjórnvöld geta einnig tekist á við trúverðugleika- vandann með því að þrengja eigið svigrúm til að breyta gengi viðkomandi gjaldmiðils, t.d. með stofnun myntráðs sem ekki verður horfið frá nema með lagabreytingu. Vald í peningamálum er þannig annars vegar framselt frá framkvæmdavaldi ríkis til erlends seðlabanka sem ákveð- ur vexti við venjulegar aðstæður en á ögurstundu, þegar allt um þrýtur, flyst valdið til löggjafarþingsins. Vegna þess að löggjafarþing á erfitt með að taka ákvarðanir án þess að þær verði opinberaðar er líklegt að umræðan um fráhrarf frá föstu gengi myntráðs kalli samstundis á mikinn fjármagnsflotta eða innstreymi fjármagns. Hann eykur mjög kostnaðinn við að hverfa frá myntráði og getur t.d. kallað fram skarpa vaxtabreytingu á mörkuð- um.

Vegna þess hve kostnaðarsamt er að hverfa frá föstu gengi myntráðs má halda því fram að þótt það sé einhliða feli myntráðið í sér meira fullveldisframsal en tvíhliða eða fjölhliða fastgengisstefna. Á kostnaðin- um hvílir einmitt trúverðugleikinn. Myntráð hafa verið rekin með nokkuð árangursríkum hætti í löndum sem stefndu eða stefna á aðild að EMU og í nokkrum öðrum löndum. Sjálfstjórnarhéraðið Hong Kong hefur rekið myntráð gagnvart Bandaríkjadal frá árinu 1983. Því má halda fram að auk þess að vera stutt stórum eigin gjaldeyrisforða standi allur gjaldeyrisforði Kína óbeint að baki myntráði Hong Kong eftir að þessi fyrrum breska nýlenda varð sjálfstjórnarhérað í Kína árið 1997. Sem dæmi um síður heppnaða tilraun til að flytja inn peninga- legan stöðugleika erlends ríkis með framsali peningalegs valds til seðlabanka þess má nefna myntráð Argentínu

gagnvart Bandaríkjadal árin 1991-2002.³¹ Myntráð voru einnig algengt fyrirkomulag peningamála í nýlendum Evrópuríkja fram á 20. öld.

31. Um það hefur verið deilt hvort myntráð Argentínu geti talist hefðbundið myntráð, þar sem landið hafi ekki uppfyllt öll þau skilyrði sem jafnan eru talin einkenna myntráð. Argentínski seðlabankinn veitti t.d. lán til þrautavara og beitti bindiskyldu, sem hvorugt er talið samrýmast myntráði, og aðeins var krafist að 2/3 eigna myntráðsins væru í erlendum forðagjaldeyri (e. hard currency) en ekki 100%. Að auki var það veik- leiki myntráðsins sem byggðist á fastgengi við Bandaríkjadal að hlutdeild Bandaríkjanna í utanríkisviðskiptum Argentínu var ekki stór.

Deiling fullveldis í gjaldmiðilsbandalagi, trúverðugleiki og samtrygging

10

Eins og fyrr var rakið brugðust helstu Evrópuríki við upplausn Bretton-Woods-kerfisins með því að hrinda í framkvæmd gengistilhögun Evrópuríkja, svokölluðum snák og síðar ERM, sem óbeint fól í sér fast gengi gagnvart þýska markinu. Þýska markið flaut hins vegar gagnvart Bandaríkjadal og þýski seðlabankinn ákvað vexti á grundvelli efnahagsþróunar í Þýskalandi eingöngu. Að varpa vandanum við eigin hagstjórn yfir á nágrennaríki án þess að þau fái rönd við reist fylgir hins vegar augljós vandi í sambandi ríkja sem er jafn samofið efnahagslega og í tilfelli Evrópu. Vandinn við framsal fullveldis af þessu tagi kom, sem fyrr segir, berlega í ljós í kjölfar sameiningar þýsku ríkjanna.

Með stofnun EMU var ráðin ákveðin bót á framsalsvandanum. Í fyrsta lagi fengu öll aðildarlöndin aðild að stjórn hins sameiginlega seðlabanka. Í öðru lagi var kveðið svo á að við ákvarðanir í peningamálum skyldi tekið mið af efnahagsaðstæðum á evrusvæðinu öllu. Þótt Þýskaland, sem völdugasta aðildarlandið, vegi eftir sem áður þungt í efnahagslegum aðstæðum sem ákvarðanir í peningamálum taka mið af, er samanlagt vægi annarra landa mun meira. Sé horft til atkvæðavægis í stjórn (e. Governing Council) ECB, þar sem seðlabankastjóri hvers lands fer með eitt atkvæði samkvæmt ákveðnu skiptikerfi, er Þýskaland enn léttvægara.³² Í þriðja lagi er samtryggingarþátturinn í starfsemi EMU mun sterkari en í starfsemi forvera þess, ERM. Það má ekki síst rekja til hins sameiginlega greiðslumiðlunarkerfis, og með

tilkomu bankasambandsins styrkist samtryggingarþátturinn enn frekar. Samtryggingin sem í aðildinni felst er mikilvæg vegna þess að hún auðveldar aðildarlöndunum að búa við þann aga sem felst í aðildinni að geta ekki hagrætt vöxtum eða gengi til að mæta breytileika í innlendum efnahagsaðstæðum.

Áhugavert er að bera EMU saman við fyrri gjaldmiðilsbandalög fullvalda evrópskra ríkja, eins og Skandinavíska myntbandalagið 1873-1915 eða Latneska myntbandalagið 1865-1927.³³ Meginástæða upplausnar þeirra var fyrri heimsstyrjöldin. Til þess að gjaldmiðilsbandalag fullvalda ríkja geti staðist svo umfangsmikinn stríðsrekstur þarf líklega mun nánara fjármála- og stjórn málasamband en aðildarríki myntbandalaganna höfðu með sér. Innviðir þessara myntbandalaga voru mun veikari en innviðir EMU. Þau bjuggu t.d. hvorki yfir sameiginlegum seðlabanka né sameiginlegum greiðslukerfum sem hefðu getað deilt áhættu innan bandalagsins. Ekki var heldur um dýpra samstarf að ræða á ýmsum öðrum sviðum efnahagsmála, t.d. með samræmingu regluverks. Ekkert bankasamband var til staðar né heldur samkomulag um tilhögun ríkisfjármála á borð við stöðugleika- og hagvaxtarsáttmála Evrópusambandsins. Umfang milli-ríkjaviðskipta var líka mun minna en nú og möguleikar til samskipta.

Skandinavísku og latnesku myntbandalögin fólu raunar aðeins í sér samræmingu á myntsláttu og gagnkvæma viðurkenningu ríkjanna á myntum hvers annars. Að öðru leyti voru þau fyrst og fremst útfærsla á gullfæti, sem var hin eiginlega tilhögun peningamála fjölda ríkja á þessum tíma. Veikleikinn í kerfinu fólst í því að

32. Skiptikerfið (e. rotation system) virkar þannig að evruríkjunum er raðað í hópa eftir stærð þjófðarþúskaþar og fjármálakerfisins. Seðlabankar fimm stærstu ríkjanna deila með sér fjórum atkvæðum og öll önnur lönd (14 eftir að Litháen tók upp evruna 1. janúar 2015) skipta með sé 11 atkvæðum. Atkvæðarétturinn flyst mánaðarlega á milli aðildarlandanna. Þýskaland hefur því aðeins eitt atkvæði á fjórum fundum af hverjum fimm og seðlabankastjórar allra landanna hafa málfrelsi á hverjum fundi.

33. Latneska myntbandalagið var bandalag Frakklands, Ítalíu, Belgíu og Sviss.

þótt seðlabankar aðildarríkjanna hefðu innlausnarskyldu gagnvart myntum hvers annars á fyrirfram ákveðnu verði gat markaðsverðið vikið frá innlausnarverðinu á einstökum mörkuðum. Því var hægt að hagnast án áhættu með því að kaupa mynt ódýrt í einu landi og selja hana til seðlabanka í öðru landi á herra verði.

Af ofangreindum samanburði má draga þá ályktun, eins og Bordo og Jonung (1999) gera, að Efnahags- og myntbandalag Evrópu sé að ýmsu leyti líkara gjaldmiðilsbandalögum sambandsríkja, eins og Þýskalands og Bandaríkjanna, en fjölþjóðlegum myntbandalögum 19. og 20. aldar. Samvinnan á sviði ríkisfjármála er að vísu ekki jafn sterkur bakhjarl og ríkissjóðir Bandaríkjanna og Þýskalands hafa verið undanfarna áratugi, en þegar allar þrjár stoðir bankasambandsins verða fullskapaðar ættu þær að styrkja verulega samtryggingareiginleika gjaldmiðilsbandalagsins, eins og rætt verður síðar.

Að miklu leyti ræðst trúverðugleiki gjaldmiðilsbandalags, eins og annarrar tilhögunar peningamála, af kostnaðinum við að hverfa frá deilingu fullveldis sem aðildarlöndin hafa gengist undir. Enginn sáttmáli er til um það með hvaða hætti land getur sagt skilið við EMU. Þó er ljóst að hverju fullvalda aðildarríki er í sjálfvald sett að ákveða einhliða að yfirgefa gjaldmiðilssambandið en slíkt kynni jafnhliða að fela í sér úrsögn úr ESB, enda varð EMU-aðild ófrávíkanlegur hluti aðildar að ESB eftir samþykkt Maastricht-sáttmálans, þótt framkvæmdin hafi verið sveigjanleg hvað varðar þau aðildarlönd sem enn hafa ekki tekið upp evru. Einnig er ljóst að kostnaður við einhliða fráhrarf frá aðild að gjaldmiðilsbandalagi eins og EMU gæti orðið afar mikill og við ákveðnar aðstæður mun meiri en kostnaður við fráhrarf frá myntráði. Að nokkru leyti stafar það af því að með úrsögn er aðildarland gjaldmiðilsbandalags ekki einungis að hverfa frá föstu gengi heldur tapar það, sem fyrr segir, einnig áhættudeilingu og samtryggingu sem í aðildinni felst. Land sem einkennist af efnahagslegum stöðugleika, er nálægt ytra jafnt sem innra jafnvægi og býr við hagstæða skuldastöðu ætti þó að geta yfirgefið gjaldmiðilsbandalag með hlutfallslega minni kostnaði en önnur.³⁴

34. Þó má benda á að ákvæðu þýsk stjórnvöld að yfirgefa EMU við svipaðar aðstæður og ríktu á tímum skuldakreppu nokkurra evruríkja og taka að nýju upp eigin gjaldmiðil (e.t.v. ásamt nokkrum öðrum löndum í svipaðri stöðu), gæti fjármagnsflótti í hinn djúpa þýska skuldabréfamarkað leitt til snarprar gengishækkunar hins endurreista gjaldmiðils og valdið kreppu í útflutningsatvinnuvegum þótt kaupmáttur þýsks almennings myndi aukast a.m.k. tímabundið og viðskiptahallinn minnka. Hafa verið ur í huga að Þýskaland bjó raunar ekki við innra eða ytra jafnvægi frekar en jafnarríki evrusvæðisins. Lágt raungengi og tilhneiging til ofsparnaðar, sem birtist m.a. í miklum viðskiptaafgangi, varð raunar til þess að lífskjör í Þýskalandi urðu verri en ella auk þess sem hinn mikli fjármagnsútflytningur Þýskalands hafði neikvæð áhrif á fjármálastöðugleika innan evrusvæðisins og um allan heim. Sjá t.d. umræðu um þetta í Aliber og Zoëga (2019).

Þegar illa stendur á hjá viðkomandi ríki, t.d. ef það glímur við skulda- og fjármálakreppu, gæti hins vegar reynst afar dýrkeypt að yfirgefa gjaldmiðilsbandalag af svipuðu tagi og EMU. Evran er bæði reikningseining og lögeyrir til skuldauppgjörs. Vegna þess að nær allar opinberar skuldir og þorri skulda einkaaðila eru skráðar í evrum, myndi gengisfall hins nýja gjaldmiðils, sem líklega myndi fylgja útgöngu, hækka allar skuldir hlutfallslega og auka þannig á skuldavandann, ólíkt því sem gerist ef skuldir lands með myntráð eru skráðar í gjaldmiðli viðkomandi lands.³⁵ Það gæti valdið djúpum samdrætti framleiðslu og tekna hins opinbera, sem myndi auka á hallarekstur og magna skuldavandann enn frekar. Í versta falli gæti niðurstaðan orðið óskipulegt greiðslufall, sem bregðast þyrfti við með niðurskurði eða skattahækkun, nema þá hallinn yrði fjármagnaður með peningaprentun seðlabanka sem hefði verið sviptur sjálfstæði sínu og markmiði um verðstöðugleika.

Útganga úr gjaldmiðilsbandalagi virðist svo efnahagslega óskynsamleg við slæmar aðstæður að litlar líkur eru á þeirri ákvörðun þegar þannig stendur á. Þess vegna var alla tíð ólíklegt að t.d. Grikkland myndi segja skilið við evruna í miðri ríkisfjármálakreppu, þótt sumir vogunarsjóðir hafi veðjað á það og nokkrir stjórnmálamenn reynt að ýta undir slíka þróun.³⁶ Almennt eru því mun minni líkur á því að algeng ytri áföll grafi undan trúverðugleika aðildar að gjaldmiðilsbandalagi en að trúverðugleiki fastgengisstefnu bíði hnekki. Fastgengisstefna, hvort heldur í formi myntráðs eða af öðru tagi, er að þessu leyti gjörólik aðild að gjaldmiðilsbandalagi, sem að auki býr yfir áhættudeilingu og samtryggingu. Gera má ráð fyrir að stór hluti opinberra skulda ríkis með fastgengisstefnu eða myntráð sé skráður í gjaldmiðli viðkomandi ríkis. Skuldirnar falla því í verði gagnvart erlendum gjaldmiðlum ef horfið er frá föstu gengi eða myntráði og verðbólga rýrir verðgildi þeirra á sama tíma og tekjur hins opinbera aukast að nafnvirði. Það felur í sér ákveðna freistingu til að kasta fastgengisstefnu/myntráði fyrir róða.

35. Þó er rétt að hafa í huga að fyrirtæki (og jafnvel einstaklingar) í löndum með myntráð kunna að hafa ríkan hvata til að taka lán í erlendum gjaldreyri ef erlendir bankar eru ófúsir til að lána í innlendum gjaldmiðli skorti myntráðið trúverðugleika. Þau geta því orðið fyrir miklu áfalli ef horfið er frá myntráðinu.

36. Því hefur stundum verið haldið fram að Grikkland hefði getað náð svipuðum árangri og Ísland með útgöngu úr EMU og upptöku nýrrar gengisfelldrar drökmú. Þetta virðist fráleit hugmynd í ljósi framangreinds og þess að skuldir hins opinbera námu fyrir kreppuna meira en 120% af landsframleiðslu Grikklands, en voru u.þ.b. 20% af landsframleiðslu í tilfelli Íslands og að miklu leyti í krónum. Að auki fór Grikkland inn í kreppuna með mikinn halla en Ísland með afgang. Gengisfall nýrrar drökmú hefði leitt til samdráttar í tekjum náms opinbera og aukði á hallareksturinn. Í ljósi tregðunnar til að grípa til fullnægjandi aðhaldsaðgerða verður að telja líklegt að gríski seðlabankinn hefði verið þvingaður til að fjármagna þann halla. Því væri líklega nær að horfa til Venesúela en Íslands vilji menn leita að hliðstæðum við hugsanlega útgöngu Grikklands.

Vitund um samtryggingareiginleika gjaldmiðilsbandalags og kostnaðinn við að hverfa frá þeirri samtryggingu er e.t.v. ein af ástæðum þess að evruaðildin hefur notið stuðnings yfirgnæfandi meirihluta íbúa evruríkjanna frá upphafi.³⁷ Stuðningur við evruaðild hefur jafnan verið á bilinu 60 – 70%. Einungis á Ítalíu hefur stuðningur fallið niður fyrir 60% á síðustu árum.³⁸ Jafnvel í löndum sem glímt hafa við erfiða skuldakreppu hefur stuðningur við áframhaldandi evruaðild haldist yfirgnæfandi. Á meðan svo er má ætla að hvatinn til útgöngu sé mjög lítill, enda er hún pólitísk ákvörðun sem ólíklegt er að tekin yrði í óþökk yfirgnæfandi meirihluta kjósenda. Þá yrði að semja við önnur aðildarríki til að lágmarka tjón. Þegar betur stendur á er á hinn bóginn jafnan lítill hvati til róttækra breytinga. Þess vegna er viðnámsþróttur fullskapaðra gjaldmiðilsbandalaga eins og EMU meiri en margir hafa talið.

Einhliða útganga úr gjaldmiðilsbandalagi, hversu óskynsamleg sem hún kann að virðast, er eigi að síður pólitísk ákvörðun sem hægt er að taka hvenær sem er. Skuldakreppan í Evrópu með tilheyrandi víxlverkun á milli ríkisfjármála og banka leiddi í ljós að sumir vogunarsjóðir voru reiðubúnir að veðja á upplausn evrusvæðisins og stór hópur fjárfesta hélt að sér höndum í skuldabréfa-kaupum. Þessi „tilvistarkreppa“ evrunnar leiddi til hækkunar ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði sem magnaði skuldakreppu evruríkja sem glímdu við slíkan vanda.

Þótt efnahagslegir hvatar dragi mjög úr líkum á því að land hafi hag af því að yfirgefa gjaldmiðilsbandalag gæti alvarleg kreppa í löndum bandalagsins valdið pólitískri upplausn sem auki líkur á slíkri ákvörðun. Því er mikilvægt að gjaldmiðilsbandalög hangi ekki einungis saman á kostnaðinum við að yfirgefa þau, heldur búi yfir nægilega öflugum samtryggingarkerfi sem deili áhættu og auki ávinninginn af því að starfa innan gjaldmiðilsbandalagsins með því að milda afleiðingar áfalla.

Um samband fullveldis, ríkisfjármála og samtryggingar í gjaldmiðilsbandalagi, með hliðsjón af reynslunni af Efnahags- og myntbandalagi Evrópu, verður fjallað nánar í köflum 13-15, en fyrst verður vikið að peningalegu fullveldi í ljósi kenningarinnar um hagkvæmasta gjaldmiðilssvæði, takmarkanir sem framkvæmd sjálfstæðrar peningastefnu eru settar við óheftar fjármagnshreyfingar og valið á milli samtryggingar og sjálfstryggingar.

37. Með því er ekki átt við að borgarar aðildarríkjanna hafi almennt djúpstæðan skilning á einstökum þáttum áhættudeilingar og samtryggingar sem gjaldmiðilsbandalag felur í sér, t.d. greiðslumiðlun og bankasamband, heldur að fólk sé almennt meðvitað um þær miklu og lítt fyrirjáanlegu tilfærslur á milli félagslegra hópa sem miklar gengishreyfingar fela í sér.

38. Sjá skýringar Steinberg (2018) á vinsældum evrunnar.

Peningalegt fullveldi og kenningin um hagkvæmasta gjaldmiðilssvæði

11

Eins og fjallað hefur verið um hér að framan ræðst mismunandi trúverðugleiki gjaldmiðilsbandalaga og ýmissa afbrigða fastgengisstefnu að miklu leyti af því hversu auðvelt er að víkja frá framsali valdheimilda sem er forsenda reglufestu við framkvæmd peningastefnu eða deilingu fullveldis sem í viðkomandi tilhögun felst. Einnig var fjallað um spennu sem kann að ríkja á milli tvenns konar sjónarmiða sem hagfræðingar hafa lagt á vogar-skálarnar við ákvörðun um tilhögun gengismála eða þátttöku í gjaldmiðilsbandalagi; þ.e.a.s. annars vegar þess markmiðs að auðvelda viðskipti á milli héraða eða landa innan gjaldmiðilssvæðis og hins vegar þess sjónarmiðs að nýta beri sveigjanlegt gengi til þess að stuðla að sem hagkvæmasti nýtingu framleiðslupátta og halda atvinnuleysi í skefjum.

Hinn fræðilegi grunnur rökræðna hagfræðinga um kosti þess og galla að framselja eða deila fullveldi á sviði peningamála hefur undanfarna hálfu öld verið kenningin um *hagkvæmasta gjaldmiðilssvæði* (e. optimum currency area). Kenningin var upphaflega sett fram á 7. áratug síðustu aldar af nokkrum þekktum hagfræðingum, en þar ber hæst Mundell (1961).³⁹ Með nokkurri einföldun má segja að þar hafi í meginatriðum verið lögð tvenns konar rök á metaskálarnar; annars vegar hagkvæmnisrökin fyrir peningalegri samþáttun, t.d. áhrif viðskiptakostnaðar og gengisóvissu á utanríkisviðskipti, og hins vegar stöðugleikarökin fyrir sjálfstæðum gjaldmiðli og peningastefnu, þ.e.a.s. að með sjálfstæðri peningastefnu og sveigjanlegu gengi megi draga úr sveiflum í framleiðslu og atvinnu af völdum skella á raunhagkerfið og þar með koma í veg fyrir að atvinnuleysi haldist lengi

hátt í kjölfar ytri áfalla. Seinlegra er að lækka hlutfallsleg laun miðað við samkeppnislöndin en að lækka nafngengi gjaldmiðils viðkomandi lands og ekki er heimild eða svigrúm til að lækka nafnvexti í því skyni að örva framleiðslu. Sveigjanlegur vinnumarkaður og tilfærslur ríkis geti þó komið í stað sveigjanlegrar peningastefnu innan ríkja.

Fjöldi hagrannsóknna bendir til þess að áhrif þess að eyða gengisóvissu á utanríkisviðskipti geti verið umtalsverð. Breitt bil er þó á milli fjölda rannsókna á langtímagögnum sem komast að þeirri niðurstöðu að áhrifin séu mjög mikil og nokkurra rannsókna sem sýna lítil eða hverfandi áhrif EMU á milliríkjaviðskipti evruríkja. Í rannsóknum sem sýna mest áhrif á milliríkjaviðskipti kann áhrifa viðskipta nýlenduvelða við nýlendur sínar að gæta verulega í úrtakinu (þótt áhrifin séu enn umtalsverð að teknu tilliti til þeirra). Að því er virðist lítil áhrif EMU á viðskipti aðildarlandanna verður á hinn bóginn að meta í ljósi heimssögulegra atburða sem gengu yfir á sama (stutta) tímabili og ættu að hafa gagnstæð áhrif, þ.e.a.s. samþættingar Kína og fjölda nýmarkaðsríkja við hið alþjóðlega fríverslunarkerfi, inngöngu A-Evrópuríkja í ESB frá 2004 og sameiningar Þýskalands skömmu fyrir stofnun EMU. Að öðru óbreyttu ættu þessir atburðir að hafa haft þau áhrif að innbyrðis milliríkjaviðskipti Evrópuríkja yrðu minni en viðskipti við Kína, sem er orðið að nk. miðstöð fyrir iðnaðarframleiðslu heimsins, og önnur ríki utan Evrópu meiri. Að öðru óbreyttu hefði samþætting þessara nýmarkaðsríkja og markaðskerfis Vesturlanda því átt að leiða til minni viðskipta innan V-Evrópu. Aukin viðskipti innan evrusvæðisins, sem m.a. tengjast því að virðisdeðja fyrirtækja á evrusvæðinu liggur í vaxandi mæli aðeins yfir pólitísk en ekki peningaleg landamæri, hefur hins vegar vegið á móti. Því virðast eftir sem áður sterk

39. Í kafla 5 í skýrslu Seðlabankans (2012) er nokkuð ýtarlega gerð grein fyrir kenningunni.

rök fyrir því að velferðarávinningur aukinnar hagkvæmni innan gjaldmiðilsbandalaga sé töluverður.⁴⁰

Velferðarávinningur af völdum aukinnar hagkvæmni verður að vega á móti velferðartapi af meiri sveiflum í raunhagkerfinu, sem mögulega gætu hlotist af peningalegri samþáttun. Í því felst tvíþættur vandi: Í fyrsta lagi er almennt vandasamt að draga ályktanir um vægi velferðaráhrifa sem stafa af jafn ólíkum þáttum og herra framleiðslustigi og hagkvæmni til langs tíma annars vegar og minni sveiflum til skamms tíma hins vegar. Þótt niðurstöður flestra rannsókna hafi sýnt að þátttöku í gjaldmiðilsbandalagi fylgi töluverður ávinningur í formi minni viðskiptakostnaðar og aukinna utanríkisviðskipta (og þar með framleiðslu) er erfitt að vega þann velferðarávinning á móti velferðarkostnaði sem e.t.v. gæti hlotist af auknum sveiflum í raunhagkerfinu.⁴¹ Í öðru lagi er við þann vanda að etja að hagrannsóknir hafa ekki sýnt fram á með ótvíræðum hætti yfir löng tímabil, að sveigjanlegt gengi minnki í reynd sveiflur miðað við lönd sem búa við fastgengi eða aðild að gjaldmiðilsbandalagi. Þvert á móti virðast sveiflur í raunhagkerfi lítilla og opinna hagkerfa með sjálfstæða peningastefnu og sveigjanlegt gengi, þ.m.t. Íslands, oft hafa verið meiri en hjá hinum hópnum og jafnvel drifnar áfram af gengissveiflum.⁴² Í tilfelli Íslands á þetta sérstaklega við um sveiflur í einkaneyslu.

Í stað þess að snúast um beinar mælingar á sambandi gengistilhögunar og sveiflna hefur rökfærslan að miklu leyti hvílt á hlutfallslegum samanburði á hagsveiflum landa, þ.e.a.s. dregin hefur verið sú ályktun að ef sveiflur lands eru hlutfallslega ósamhæfðar (ósamhverfar, eins og það er oft kallað) gagnvart hagsveiflum í helstu viðskiptalöndum þess, t.d. á evrusvæðinu í tilfelli Íslands, ætti að vera ávinningur af því að beita sjálfstæðri peningastefnu og sveigjanlegu gengi í því skyni að milda

áhrif sveiflna sem eru sérstakar fyrir viðkomandi land.⁴³ Tekjutilfærslur á vegum hins opinbera innan svæðisins og nægilega sveigjanlegur vinnumarkaður eru þó eiginleikar sem gætu dregið úr þörf fyrir sjálfstæða peningastefnu. Vinnumarkaðsrökin eru jafnan einnig byggð á hlutfallslegum samanburði, þ.e.a.s. horft er til þess hvort vinnumarkaður viðkomandi ríkis búi yfir meiri eða minni sveigjanleika en vinnumarkaðir samanburðarlöndanna, en þeirri spurningu látið ósvarað hvort samanburðarlöndin séu góð mælistika. Kenningin um hagkvæmasta gjaldmiðilssvæði skilur stjórnvöld og almenning því raunar eftir í mikilli óvissu varðandi þá spurningu hvort peningalegt fullveldi sé of mikils virði til þess að því megi fórna fyrir blómlegri viðskipti innan gjaldmiðilsbandalags. Þótt kenningin veiti ekki endanleg svör getur hún verið gagnlegur rammi fyrir fræðilega umræðu um gjaldeyris- og peningamál, svo lengi sem hún er ekki tekin of bókstaflega.

Rannsóknir byggðar á kenningunni um hagkvæmasta gjaldmiðilssvæði veita ekki afdráttarlaus svör við þeirri spurningu hvernig vega beri ábata af aukinni hagkvæmni á móti afar óvissum kostnaði af meiri sveiflu, enda óvíst hvort sveiflur aukist eða minnki við aðild að gjaldmiðilsbandalagi. Rökræðum um ábata aðildar hefur því lyktað með rökfræðilegu þræfelli. Við það bætist að sumar rannsóknir (sjá t.d. Frankel og Rose 1997) hafa bent til þess að lönd falli að jafnaði betur að kvörðum kenningarinnar um hagkvæmasta gjaldmiðilssvæði eftir að þau hafa gerst aðilar að svæðinu en þau gerðu áður. Það gæti bent til þess að gjaldmiðilsbandalög búi yfir eiginleikum sem kenningin og rannsóknir á grundvelli hennar hafi ekki náð að draga fram í dagsljósið.

Í því sambandi er athyglisvert að rúmum áratug eftir að Mundell setti fram upphaflegu kenninguna um hagkvæmasta gjaldmiðilssvæði ritaði hann aðra grein sem gengur þvert á ályktanir margra túlkenda upphaflegu kenningarinnar. Mundell (1973b) færir rök fyrir því að ávinningur af gjaldmiðilsbandalagi sé einmitt mestur þegar hagsveiflur landa eru ósamhæfðar, enda verði ávinningur af samtryggingu sem í gjaldmiðilsbandalagi felst mestur við þær aðstæður. Samtryggingu og áhættudeilingu í gjaldmiðilsbandalögum hefur til þessa ekki verið nægur gaumur gefinn í umræðunni um kosti og galla gjaldmiðilsbandalaga hér á landi, þótt vaxandi umræða sé um þessi atriði í Evrópu. Verðmæti fullveldis á sviði peningamála verður hins vegar vart metið til fulls

40. Landsframleiðsla á mann í hinum fátækari aðildarríkjum hefur nálgast framleiðslustig ríkari aðildarlöndanna hægar en margir vonuðust til. Einstök svæði innan viðkomandi ríkja hafa þó þróast mjög hratt. Sjá Kalemli-Özcan (2019) og Imbs og Pauwels (2019).

41. Lucas (1987) gerir reyndar tilraun til að vega velferðarávinning stöðugs verðlags á móti velferðarávinningi minni sveiflna í raunhagkerfinu, sem er hliðstætt vandamál því sem hér er um rætt. Þeirri aðferð virðist hins vegar ekki hafa verið beitt við mat á ávinningi af aðild að gjaldmiðilsbandalagi, e.t.v. vegna þess að nauðsynlegt er að gefa sér ýmsa parametra í nytjafalli sem ekki eru mælanlegir.

42. Sjá umfjöllun í 13. kafla skýrslu Seðlabankans (2012), bls. 307-334. Sérstakar hagsveiflur á Íslandi virðist a.m.k. að nokkru leyti hafa mátt rekja til óstöðugleika útgjalda af völdum gengissveiflna. Að sérstakur ávinningur sé af sjálfstæðri peningastefnu í ríkjum sem oft verða fyrir sérstökum skellum virðist því a.m.k. vera of mikil einföldun. Hin seinni ár hefur dregið nokkuð úr sveiflunum, en hafa verður í huga að Seðlabankinn takmarkaði gengissveiflur með umfangsmiklum gjaldeyriskaupum á tímum undirliggjandi þrýstings til gengishækkunar krónunnar. Seðlabankinn (2017, sérrit 11) kemst þó að þeirri niðurstöðu að bætt framkvæmd peningastefnu eigi þar töluverðan hlut að máli.

43. Hér skiptir auðvitað máli hvort hagsveiflurnar eiga sér uppruna í efnahagsstefnunni eða ytri skellum sem eru óháðir efnahagsstefnunni. Oft er þó um samspil þessara tveggja þátta að ræða sem erfitt er að greina í sundur.

nema ávinningur samtryggingar og áhættudeilingar hafi einnig verið lagður á metaskálarnar.⁴⁴

Áhrifum hinna peningalegu landamæra á milli ríkja á athafnafrelsi eða a.m.k. svigrúm borgaranna til að haga lífi sínu í samræmi við eigin löngun hefur ekki heldur verið mikill gaumur gefinn. Velferðarávinning þess að fela innlendum stjórnvöldum vald til að takmarka frelsi eigin borgara, í þágu almannahagsmuna eða ákveðinna hagsmunahópa, væri rökrétt að vega og meta á móti hugsanlegum ávinningi borgaranna af auknu athafnafrelsi, þótt hvorugt sé auðmetið til fjár. Í frelsinu geta falist umtalsverð óbein þjóðhagsleg verðmæti. Starfsemi nútíma þekkingariðnaðar byggist t.d. á því að fyrirtæki geti sett saman alþjóðleg teymi hæfileikafólks með sérþekkingu á ólíkum sviðum. Að sannfæra vel menntað fólk, hvort heldur af innlendum eða erlendum uppruna, sem á kost á því að vinna um heim allan, um skynsemi þess að setjast að á strjálbýlli, veðurbarinni eyju í Norður-Atlantshafi er ögrandi viðfangsefni í sjálfu sér. Líklegt er að margir líti á búsetu á Íslandi sem tímabundna ráðstöfun eða vilji a.m.k. eiga þess kost að færa sig um set án mikilla fórna. Því má ætla að það horfi m.a. til þess að ekki sé of kostnaðarsamt að hverfa frá slíkri ákvörðun ef aðstæður breytast.

Í því sambandi er rétt að hafa í huga að fólk byggir jafnan hratt upp eignir um miðbik starfsævinnar, einkum í formi lífeyrissparnaðar og fasteignar. Að þessi eignamyndum sé sem áhættuminnst óháð búsetu kann að hafa töluverð áhrif á hreyfanleika fólks og vilja til að nýta tækifæri á alþjóðlegum vinnumarkaði. Á litlu gjaldmiðilssvæði felur slík eignamyndun í sér verulega áhættu ef óvissa ríkir um varanleika búsetunnar. Að losa um þá fjötra ætti að auðvelda hæfu starfsfólki að flytja tímabundið á milli landa, t.d. eftir nám, og byggja upp sparnað hluta starfsævinnar í öðru landi en því sem stefnt er að til framtíðarbúsetu, í fullvissu um að verðmæti hans rýrni ekki um tugi prósent á fáeinum vikum eða jafnvel

dögum vegna gengishreyfinga.⁴⁵ Frelsi einstaklinga kann því að vera vaxtarbroddum atvinnulífsins á hverjum tíma sérlega mikilvægt og stuðla að fjölbreytilegu efnahagslífi.

Því vaknar sú spurning í hve ríkum mæli megi bæta almenna velferð með því að draga úr hindrunum sem torvelda hreyfanleika fólks yfir landamæri. Með því að reka efnahags- og peningastefnu er stuðlar að minni gengissveiflum er hægt að ná töluverðum árangri á því sviði. Annar kostur væri að styrkja „fullveldi“ og athafnafrelsi einstaklinga og fyrirtækja með því að deila peningalegu fullveldi með helstu viðskiptalöndum í ríkari mæli en gert hefur verið frá fyrstu árum hins fullvalda ríkis. Það undirstrikar að frelsi og fullveldi fara ekki endilega saman, eins og áður var vikið að.⁴⁶

44. Það er ekki viðfangsefni þessarar greinar að leggja mat á kosti þess og galla að Ísland gerist aðili að EMU. Hefjist viðræður um aðild Íslands að ESB hins vegar á ný og ljúki með þjóðaratkvæðagreiðslu um aðildarsamning ætti spurningin um samtryggingu sem felst í aðild Íslands að TARGET-greiðslumiðlunarkerfinu, bankasambandinu, sambandi fjármagnsmarkaða, ESM og öðrum núverandi eða framtíðarstofnunum evrukerfisins eða ESB að vera lykilsurning í rökræðum sem þurfa að eiga sér stað um samninginn í aðdraganda atkvæðagreiðslu. Því tengt þyrfti umræðan að snúast um mikilvægi þess að deila og dreifa áhættu í eignasöfnun og áhrif aðildar á heimaslagsiðu í þeim. Þessi umræða hefur hingað til ekki skipað veglegan sess í umræðunni um hugsanlega ESB/EMU-aðild Íslands og hefur að mestu leyti horfið í skugga þrástefs um hvort EMU-aðild feli í sér bestu tilhöggun peninga- og gengismála sem völ er á fyrir Ísland samkvæmt kenningunni um hagkvæmasta gjaldmiðilssvæði.

45. Að lífeyrisgreiðslurnar séu háðar gengisáhættu þarf vissulega ekki að vera vandamál ef fylgni þeirrar áhættu við aðra áhættu sem einstaklingur býr við er neikvæð. Þá gæti hún a.m.k. fræðilega verið til hagsbóta og dregið úr heildaráhættu einstaklingsins. Vandinn er hins vegar sá að einstaklingurinn þekkir að jafnaði illa þá framtíðaráhættu sem honum kann að mæta og því líklegt að hann líti á umtalsverða gjaldmiðlaáhættu í gjaldmiðli sem ekki er gjaldgengur í alþjóðlegum viðskiptum sem ókost.

46. Í sjálfu sér hlýtur ávallt að felast einhver frelsisskerðing í fullveldi. Með hugtakinu vald er jafnan átt við vald yfir einhverju(m). Borgararnir fela handhöfum lögjafar- og framkvæmdavalds sinn þátt í fullveldinu samkvæmt leikreglum formlegs og óformlegs samfélagsáttmála.

Samtrygging og áhættudeiling eða sjálfstrygging og sjálfsábyrgð í peningamálum

12

Þegar lagt er mat á hvort ábatasamt sé að framselja eða deila fullveldisrétti ríkja í því skyni að auka efnahagslegt öryggi borgaranna standa stjórnvöld þeirra jafnan andspænis tveimur kostum, leið sjálfstryggingar (e. self-insurance) og sjálfsábyrgðar eða leið samtryggingar og áhættudeilingar.⁴⁷ Sjálfspurftarstefna, þ.e.a.s. stefna sem miðar að því að vera sjálfum sér nægur og öðrum óháður um flesta hluti, er dæmi um leið sjálfstryggingar. Fríverslunarsamningur er hins vegar dæmi um leið samtryggingar þar sem þjóðir deila með sér aðgangi að auðlindum og mannauði með gagnkvæmum aðgangi að mörkuðum hvor annarrar, sem dregur úr næmni þeirra gagnvart óstöðugleika sem er af innlendum rótum runninn.

Á sviði peningamála má nefna þá grunnhugsun að baki stofnunar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins að þjóðir heims geti varið sig fyrir áföllum á sviði peninga- og gengismála með gagnkvæmu samkomulagi um aðstoð þegar gjald-eyriskreppur skella á, t.d. með lánveitingu sjóðsins og aðildarríkja fremur en með því að fara kostnaðarsamari leið sjálfstryggingar með því að byggja upp svo stóran gjaldeyrisforða að hann nægi til að eyða að miklu leyti áhrifum stórra en sjaldgæfra áfalla.

Einstaklingar standa frammi fyrir sambærilegum ákvörðunum, t.d. þegar þeir bregðast við hættunni á að lifa lengur en sparnaður þeirra til elliáranna endist, annaðhvort með því að spara meira sjálfir (sjálfstrygging) eða með því að greiða iðgjöld í lífeyrissjóð þar sem áhættunni er deilt með öðrum sjóðfélögum (samtrygging). Til þess

að verjast þeirri hættu að hús hans brenni getur einstaklingur sparað yfir tíma hátt í andvirði hússins eða deilt áhættunni með öðrum sem greiða iðgjöld til tryggingarfélagar og þannig notið fullrar tryggingar frá fyrsta degi. Bóndi getur byggt upp fyrningar sem hann getur gengið að í harðindum en greiðir kostnað í formi einkaneyslu sem hann fórnar og rýrnunar fóðurgildis. Það er sameiginlegt öllum þessum ákvörðunum að leið samtryggingar er ódýrara form tryggingar en leið sjálfstryggingar. Það er of dýrt að framleiða allar nauðpurftir innan hvers þjóðríkis, of dýrt að safna svo miklum gjaldeyrisforða að auðveldlega sé hægt að mæta öllum gjaldeyriskreppum, of dýrt að safna svo miklum sparnaði að hann endist verði menn svo „óheppnir“ að lifa lengur en vænst var eða svo drjúgum varasjóði að hann hrökkvi fyrir nýju húsi brenni hús til grunna.⁴⁸ Þess vegna gefa þjóðir og einstaklingar eitthvað eftir af því valdi sem þeir hafa yfir eigin málum til þess að geta notið öryggis án þess að fórna til þess of miklum lífsgæðum. Það er markmið samtryggingar.

Að sjálfstæður gjaldmiðill og peningastefna hafi í reynd ekki dregið úr sveiflum í raunhagkerfinu, eins og fyrr var rætt, kann að skýrast af því að eignamarkaðir, þ.á m. gjaldeyrismarkaðir, eru í ríkum mæli drifnir af hvikulum væntingum og hafa því tilhneigingu til öfga-fullra sveiflna sem valdið geta óstöðugleika í raunhagkerfinu.⁴⁹ En fleira kann að hanga á spýtunni þegar horft er til samanburðar við gjaldmiðilsbandalög. Að sveigjanleiki í gengismálum og sjálfstæð peningastefna sé ekki

47. Í ritgerð þessari nota ég hugtakið *samtrygging* yfir formlega tilhögun er miðar að því að deila áhættu á milli þátttakenda en hugtakið *áhættudeiling* til þess að lýsa því sem gerist sjálfkrafa og óformlega þegar einstaklingum opnast leið til að eiga viðskipti sín á milli. Sjálfstrygging er viðleitni einstaklinga og fyrirtækja til að tryggja sig fyrir áhættu yfir tíma, t.d. með myndun varasjóðs, án þess að áhættu sé dreift á milli einstaklinga.

48. Að sjálfsögðu er fullnægjandi sjálfstrygging fyrstu árin eftir húsnæðis-ískaup ógerningur. Án möguleika á samtryggingu væri húsnæðis kaupandi nauðbeygður til að taka á sig það mikla áhættu að húsnæðiseign teldist vart skynsamleg.

49. Sjá t.d. Calvo og Mendoza (2000).

sjálfkrafa ávísun á mildari hagsveiflur kann einnig að skýrast af fyrrnefndu samtryggingareðli gjaldmiðilsbandalaga, sem Mundell (1973b) fjallar um. Lítum nánar á hina ýmsu farvegi áhættudeilingar og samtryggingar innan gjaldmiðilsbandalaga, hvort heldur beinna eða óbeinna:

1. Áhættudeiling felst í auknum utanríkisviðskiptum, sem rannsóknir benda til að aukist í kjölfar peningalegs samruna. Aukin utanríkisviðskipti, þegar fram í sækir, draga úr næmi þjóðarbúskaparins fyrir áföllum sem eru af innlendum rótum runnin, eins og rætt var um hér að framan.
2. Varanlegur gengisstöðugleiki kann einnig að auðvelda milliríkjavíðskipti með aðrar vörur og þjónustu en þær sem á hverjum tíma eru ráðandi í utanríkisviðskiptum og hafa því mest áhrif á gengisþróun, þ.e.a.s. draga úr hættu á einkennum svokallaðrar „hollenskrar veiki“.⁵⁰ Í tilfelli Íslands hefur ríkjandi útflutningsstarfsemi lengst af verið háð árferði til sjávar, þ.e.a.s. sveiflufökum af innlendum toga, en ferðapjónusta hefur verið álíka ráðandi síðustu árin. Aukin fjölbreytni felur í sér áhættudeilingu sem ætti að auðvelda þjóðarbúskapnum að takast á við sveiflur af völdum breytilegs afla, viðskiptakjara sjávarararurða eða sveiflna í komum ferðamanna.
3. Gjaldmiðlaáhætta ýtir undir heimaslagsiðu (e. home bias) í eignasöfnum. Stuðli aðild að gjaldmiðilsbandalagi að því að eignasöfnum verði betur dreift á milli landa veikja þau tengslin á milli breytileika landsframleiðslu og landstekna, sem hefur sveiflujafnandi áhrif á þjóðarbúskapinn. Rannsóknir benda til þess að með því að stuðla að betri dreifingu eigna yfir landamæri megi draga umtalsvert úr sveiflum í einkaneyslu.⁵¹
4. Óháð sveiflum í raunhagkerfinu getur aðild að gjaldmiðilsbandalagi mildað fjármálasveiflur með því að miðla til baka til álagssvæða fjármagni sem á óvissutímum leitar frá álagssvæðum í örugga höfn miðlægra djúpra skuldabréfa- og gjaldeyrismarkaða stórra landa sem hafa á að skipa mikilvægum forðagjaldmiðlum (e. reserve currency). Þetta gerist sjálfkrafa í gegnum greiðslumiðlunarkerfi gjaldmiðilssvæðis, sé sameiginlegur seðlabanki og greiðslumiðlun hluti af innviðum þess. Sameiginlegur ríkisskuldabréfamark-

aður (Eurobonds) myndi styrkja þessa eiginleika enn frekar (sjá síðar). Þannig getur aðild að gjaldmiðilsbandalagi hamlað gegn því að fjármálaskilyrði versni á álagssvæðunum sakir fjármagnsflóttu.

5. Framkvæmd peningastefnunnar, hvort heldur í gegnum hefðbundna lausafjárþingreiðslu eða með eignakaupum, stuðlar að jöfnun fjármálalegra skilyrða innan gjaldmiðilsbandalagsins og minnkar líkur á að fjármálaleg skilyrði herðist í löndum sem hafa orðið fyrir áfalli sakir fjárflóttu frá þeim. Evrusvæðið stóð ekki fyllilega jafnfætis öðrum helstu gjaldmiðlasvæðum hvað þetta varðar þegar alþjóðlega fjármálakreppan skall á, en breytingar sem gerðar hafa verið á framkvæmd peningastefnunnar á evrusvæðinu með eignakaupaáætlun ECB hafa stuðlað að því að jafna fjármálaleg skilyrði á evrusvæðinu, einnig við þau skilyrði sem ríkt hafa í heiminum undanfarin ár. Samtryggingareiginleikar evrusamstarfsins hafa því styrkt í kjölfar skuldakreppunnar.
6. Áhættudeiling aðildar að gjaldmiðilsbandalagi eykst verulega feli hún einnig í sér formlega samtryggingu með bankasambandi, líkt og nú er í burðarliðnum á evrusvæðinu. Aðild að bankasambandi dregur úr líkum á því að áföll í fjármálakerfi aðildarríkis leiði til kreppu í ríkisfjármálum þess eða öfugt. Hið neikvæða gagnvirka samband á milli ríkisfjármála og fjármálakerfis getur magnað efnahagskreppur verulega. Skaðinn sem getur hlotist af því kom skýrt í ljós á Íslandi og í fleiri Evrópuríkjum í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar. Með myndun bankasambands (e. banking union) og sambands fjármagnsmarkaða (e. capital markets union) innan evrusvæðisins, með valkvæðri þátttöku ESB-landa sem standa utan þess, hefur því verið tekið mikilvægt skref til aukinnar fjármálalegrar samtryggingar innan evrusvæðisins og milli þeirra og nátengdra landa.⁵²
7. Mögulegt er að efla enn frekar ofangreinda samtryggingareiginleika með nánari samvinnu á sviði ríkisfjármála aðildarlandanna. Á evrusvæðinu er samtrygging sem felst í sameiginlegum tekjustofnum og útgjöldum á ákveðnum sviðum afar takmörkuð og atvikabundin sé miðað við gjaldmiðilssvæði stærri sambandsríkja, t.d. Bandaríkjanna. Fjárlög sambandsins nema aðeins u.þ.b. 1% af sameiginlegri landsframleiðslu ríkja sambandsins og einskorðast að miklu leyti við landbúnaðarmál. Ekki er ólíklegt að evrusvæðið þróist í átt til aukinnar samvinnu á sviði ríkisfjármála í tilvikum þar sem hægt er að færa

50. Rétt er þó að halda því til haga að sumir hagfræðingar hafa bent á að með því að greiða fyrir viðskiptum geti gjaldmiðilsbandalög leitt til aukinnar sérhæfingar sem hafi tilhneigingu til að auka svæðisbundnar sveiflur. Hefur samþjöppun bílaiðnaðarins í Bandaríkjunum verið nefnd sem dæmi um það, sem reyndar hefur gengið nokkuð til baka undanfarna áratugi. Sjá t.d. Krugman (1993).

51. Sjá t.d. Kalemli-Ozcan o.fl. (2008). Niðurstaða þeirra er að tvöföldun á erlendri eign miðað við mannfjölda jafni sveiflur í einkaneyslu um 17% umfram þau 38% sem almennt voru jöfnuð fyrir tilstilli fjármálalegrar samþættingar í bankastarfsemi tuttugu þróaðra ríkja á árunum 1978-2007.

52. Þess má geta að sakir hlutfallslegrar stærðar þriggja stóru bankanna á Íslandi myndu þeir sjálfkrafa falla undir eftirlit Seðlabanka Evrópu.

sterk rök fyrir ávinningi samtryggingar. Rannsóknir benda til þess að sameiginlegur sveiflujöfnunarsjóður gæti stuðlað að sambærilegri sveiflujöfnun og í stærri sambandsríkjum þótt hann yrði ekki mjög stór. Niðurstöður Furceri og Zdzienicka (2013) benda til þess að sjóður sem fjármagnaður væri með vergum framlögun er samsvari 1½-2½% af sameiginlegri landsframleiðslu gæti náð fram samsvarandi sveiflujöfnun og í Þýskalandi og öðrum sambandsríkjum. Samevrópskar atvinnuleysistryggingar gætu t.d. dregið úr áhrifum svæðisbundinna áfalla á ríkisfjármál viðkomandi aðildarríkja.⁵³ Samtrygging og áhættudeiling um fjármálamarkaði virðist þó veða töluvert þyngra, eins og rætt verður á eftir.

8. Loks væri hægt að auka samtryggingu enn frekar með því að koma á fót sameiginlegum ríkisskuldabréfamarkaði, sem sameiginlegur gjaldmiðill gerir mögulegan. Slíkur markaður myndi rjúfa enn frekar tengslin á milli stöðu banka og stöðu ríkissjóða í einstökum aðildarríkjum. Ekki er þó líklegt að sú leið verði farin á næstunni, því að fram til þessa hafa aðildarríkin verið ófús til að deila með sér fullveldi á sviði ríkisfjármála í ríkari mæli en nú er gert. Gjaldmiðilsbandalag gerir samþættingu ríkisskuldabréfamarkaða hins vegar mögulega og getur aukið viðnámsþrótt umtalsvert á tímum fjármálalegs óstöðugleika. Um það er fjallað nánar í kafla 15.

Einfalda má ofangreinda mynd með því að segja að deiling áhættu innan gjaldmiðilsbandalaga eigi sér stað með þrennum hætti: í fyrsta lagi um vöru- og þjónustumarkaði (liðir 1 og 2), í öðru lagi um fjármagns- og lánamarkaði (liðir 3, 4, 5 og 6) og í þriðja lagi á vegum ríkissjóða, annarra opinberra sjóða aðildarríkja eða á vettvangi samvinnu um ríkisfjármál, hvort heldur hún er bundin í sameiginlegar stofnanir eða sáttmála (liðir 7 og 8). Allir þessir farvegir áhættudeilingar eru þó samtengdir. Liðir 1, 2 og 3 fela í sér *óformlega* eða sjálfkrafa deilingu áhættu sem leiðir af samruna markaða en hinir liðirnir *formlega* deilingu áhættu, þ.e.a.s. samtryggingu, sem bundin er samvinnu eða samruna stofnana.

Ýmsar rannsóknir styðja einnig þá fræðilegu niðurstöðu Mundell (1973a) að lönd sem deili gjaldmiðli geti með auðveldari hætti mildað áföll með betri dreifingu í eignasöfnum og gjaldeyrisforða. Að miklu leyti á þessi áhættudeiling sér stað í gegnum fjármálamarkaðinn. Kalemi-Ozcan o.fl. (2001, 2004) benda á að eftir því

sem sveiflur í efnahagslífi tiltekinna svæða eru ósamstilltari verði velferðarávinningur neyslujöfnunar fyrir tilstilli fjármálamarkaða meiri. Þessar niðurstöður eru á skjön við þá ályktun sem jafnan er dregin um ábata af peningalegri samþættingu á grundvelli kenningarinnar um hagkvæmasta gjaldmiðilssvæði. Asdrubali o.fl. (1996), sem rannsaka áhættudeilingu á milli ríkja Bandaríkjanna á tímabilinu 1963-1990, komast að þeirri niðurstöðu að verði framleiðsla einhvers ríkja Bandaríkjanna fyrir áfalli megi ætla að 39% áhrifa þess á einkaneyslu jafnist út með hjálp fjármagnsmarkaða (e. capital markets), 13% með hjálp alríkisstjórnarinnar og 23% fyrir tilstilli lánamarkaða. Eftir standi 25% sem séu ekki jöfnuð. Niðurstöðurnar benda til þess að þótt nánara ríkisfjármálasamband væri vissulega æskilegt, sé fjármagnsmarkaðurinn virkasta sveiflujöfnunartækið. Þó er rétt að hafa í huga að gagnvirkni kann að vera á milli þessara leiða til að deila áhættu.

Gjaldmiðlaáhætta getur hindrað dreifingu og deilingu áhættu. Hún hefur áhrif á ráðstöfun sparnaðar einstaklinga og innlendra sjóða, m.a. lífeyrissjóða, sem einstaklingar binda ævisparnað sinn í með því að yta undir heimaslagsiðu (e. home bias). Gjalddeyrissáttan hefur einnig mikil áhrif á starfsemi fjármálakerfisins og getur magnað útlánasveiflur og hagsveiflur og þar með hið gagnvirka samband á milli ríkissjóðs og fjármálakerfis. Með því að eyða gjalddeyrissáttu kann þátttaka í gjaldmiðilsbandalagi að yta undir áhættudreifingu og þannig draga úr sveiflum. Rannsóknir Sørensen, Wu og Yosha (2002) sýna að deiling áhættu, mæld sem jöfnun sveiflna í landsframleiðslu, af völdum gagnvirkra eignatengsla yfir landamæri eykst eftir því sem erlend hlutabréfaeign verður hlutfalslega meiri miðað við landsframleiðslu. Að greiða fyrir aukinni hlutdeild erlendra eigna í fjárfestingarstefnu lífeyrissjóða og annarra fjárfesta, t.d. með aðild að gjaldmiðilsbandalagi, gæti því verið skilvirk leið til að minnka sveiflur í þjóðarþúskapnum.

Ávinningur peningalegs fullveldis liggur samkvæmt hefðbundinni greiningu fyrst og fremst í svigrúmi stjórnvalda til að beita stjórnþækjum peningastefnunnar í því skyni að stuðla að minni sveiflum í raunhagkerfi viðkomandi ríkis og jafnara atvinnustigi. Það er í meginatriðum stefna sjálfstryggingar. Af ofangreindu má hins vegar ráða að lönd sem reka sjálfþurftarstefnu í peningamálum kunni að fara á mis við kostnaðarlausan ávinning samtryggingar og áhættudeilingar sem fylgir þátttöku í gjaldmiðilsbandalagi. Tilhneiging til að horfa framhjá mikilvægi samtryggingarþáttar gjaldmiðilsbandalaga stafar e.t.v. af því að ávinningur samtryggingar, ólíkt kostnaðinum í mörgum tilvikum, fellur ekki til með jöfnum, línulegum og tiltölulega fyrirjábanlegum hætti,

53 Sjá t.d. Davis, Kostantinidis og Tripodis (2017). Þeir komast að þeirri niðurstöðu að slíkt tryggingarkerfi sjálfvirkar sveiflujöfnunar (e. automatic stabilizers) innan evrusvæðisins yrði fjárhagslega sjálfbært og án neikvæðra hliðaráhrifa á atvinnu og gera evrukerfið stöðugra.

heldur óreglulega, en í ríkum mæli þegar á trygginguna reynir. Gildi brunatryggingar verður fyrst fyllilega ljóst þá sjaldan brennur.

Á hinn bóginn má segja að skuldakreppan á evrusvæðinu hafi leitt í ljós að verulega skorti á þá samtryggingu sem möguleg er innan gjaldmiðilsbandalags, jafnvel að því marki að efast hefur verið um sjálfbærni sambandsins. Um hana er nánar fjallað í kafla 14. Í næsta kafla er hins vegar leitað svara við þeirri spurningu hve mikið svigrúm ríki hafi í reynd til að beita peningalegu fullveldi í því skyni að móta fjármálaleg skilyrði heima fyrir með innlenda hagsmuni að leiðarljósi.

Peningalegt fullveldi, óheftar fjármagnshreyfingar og hin ósamrýmanlega þrenning

13

Eitt af því sem hefur breyst hratt undanfarna áratugi er hversu auðvelt er að flytja fjármuni á milli landa, hvort heldur innan gjaldmiðilssvæða eða á milli þeirra. Horfur eru á að tíminn sem það tekur að flytja fjármuni á milli landa styttest enn frekar á næstu árum með tækninýjungum í greiðslumiðlun, þ.á m. smágreiðslumiðlun ECB, sem nýlega var hleypt af stokkunum, öðrum sambærilegum opinberum kerfum og fjölda nýrra lausna einkaaðila á sviði greiðslumiðlunar. Á sama tíma hefur virðisdeja alþjóðlegra viðskipta orðið stöðugt flóknari.

Óheftir fjármagnsflutningar á milli landa eru þó ekki nýtt fyrirbæri. Að mörgu leyti var síðari hluti 19. aldar og fyrstu áratugir 20. aldar háskæið fjármagnshreyfinga á milli landa, þegar útbreiðsla gullfótar greiddi mjög fyrir fjármagnshreyfingum. Algengt var að útflutningur fjármagns frá helstu útflutningslöndum fjármagns (Bretlandi, Frakklandi og Þýskalandi) næmi 5-10% af landsframleiðslu þeirra.⁵⁴ Eftir tímabil styrjalda og hafta tóku fjármagnsmarkaðir milli landa að opnast á ný á síðari hluta 20. aldar, en þó ekki upp á gátt fyrr en undir lok aldarinnar. Fjármagnshöft eru þó enn til staðar í stórum hluta heimsins og hefur sem alkunna er verið beitt á ný í nokkrum þróuðum löndum í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar, þ.m.t. Íslandi.

Hvort heldur fjármagnshreyfingar eru heftar eða óheftar smitast fjármáleg skilyrði á milli landa og hafa áhrif á umhverfi peningamála, en hraðar þó ef fjármagnshreyfingar eru óheftar. Í gegnum bankalán alþjóðlegra banka, skuldabréfamarkaði og gjaldeyrismarkaði hafa ákvarðanir í peningamálum helstu efnahagsvelda heims áhrif um heim allan. Það sést glögglega á niðurstöðum rannsóknar Bjarna Einarssonar o.fl. (2015) á

Íslensku fjármálasveiflunni.⁵⁵ Niðurstöðurnar sýna að íslenska sveiflan hefur fylgt bandarísku fjármálasveiflunni (sem notuð er sem ígildi alþjóðlegrar fjármálasveiflu) eftir nánast eins og skugginn, þótt einstakir þættir geti breyst með ólíkum hætti, og hið sama gildir væntanlega um fjármálasveiflur annarra ríkja.

Áhrif fullveldisréttar stórvelda, peningastefna sem tekur mið af innlendum efnahagslegum aðstæðum og markmiðum þeirra, flæða því óheft um heim allan og yfirgnæfa stundum viðleitni smærra ríkja til að beita eigin fullveldisrétti á sviði peningamála. Að miklu leyti þurfa þau að aðlagast því sem stjórnvöld á helstu gjaldmiðilssvæðum heims ákveða, óháð tilhögun peningamála eða efnahagslegum skilyrðum smærra ríkja. Hin síðari ár hefur þó gætt viðleitni til að draga úr stefnusmitun peningastefnu með því að beita fleiri stjórnþækjum, m.a. svokölluðum fjárstreymistækjum, sem reka fleyg á milli innlendra og erlendra aðila og draga úr fjármagnshreyfingum sem líklegastar eru til að valda óstöðugleika. Athyglisvert er þó að peningalegu sjálfstæði virðist í reynd einnig hafa verið veruleg takmörk sett á tímaskæiðum þegar fjármagnshöft voru til staðar, enda koma slík höft að jafnaði ekki í veg fyrir erlenda lánasamninga eða stefnusmitun peningastefnu.⁵⁶

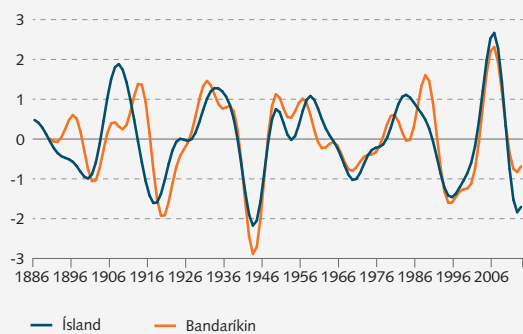
54. Sjá Ghosh, Ostry og Qureshi (2017), sem hefur að geyma ágætt yfirlit þessarar sögu.

55. Fjármálasveiflu má skilgreina sem undirliggjandi samsveiflu fjármálakerfisins með tilheyrandi sjálfvrandi gagnvirkni á milli áhættu- og virðismats, áhættusækni og fjármögnunarskilyrða. Til samans býr þetta samspil til upp- og niðursveiflur í fjármálastærðum. Fjármálasveifluna má meta sem sameiginlega langtímasveiflu fjölda fjármálastærða (verðs, magns og efnahagsreikninga) með svipuðum hætti og hagsveiflan er hugsuð sem sameiginleg skammtímasveifla fjölda þjóðhagsstærða

56. Edwards (2015a) kemst t.d. að þeirri niðurstöðu að stefnusmitun (e. policy contagion) frá peningastefnu bandaríska seðlabankans til peningastefnu seðlabanka nokkurra S-Ameríkurríkja með verðbólguþætti, þ.e.a.s. tilhneiging peningastefnunnar í þessum ríkjum til að fylgja peningastefnu í Bandaríkjunum, hafi verið umtalsverð árin fyrir alþjóðlegu fjármálakreppuna.

Mynd 2

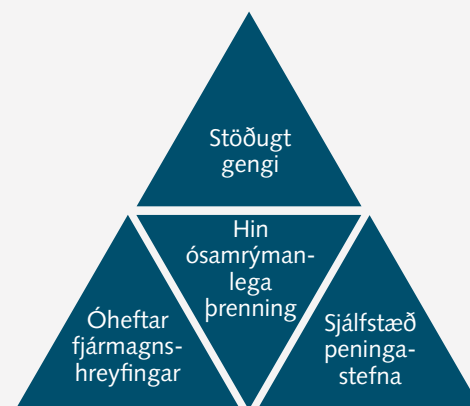
Fjármálasveiflan á Íslandi og Bandaríkjunum 1886-2013



Heimild: Working Papers no 72.

Mynd 3

Hin ósamrýmanlega þrenning (tilemma)



Óheftar fjármagnshreyfingar þrengja svigrúm stjórnvalda peningamála varðandi val á tilhögun peningamála. Hið almenna viðhorf meðal hagfræðinga á síðari hluta 20. aldar var, og er að miklu leyti enn, að stjórnvöld stæðu frammi fyrir ákveðinni valþröng: þ.e.a.s. að ekki væri mögulegt til lengdar að uppfylla eftirfarandi þrjú skilyrði samtímis:

1. að peningastefnan sé sjálfstæð.⁵⁷
2. að gengi gjaldmiðilsins sé stöðugt.
3. að fjármagnshreyfingar séu óheftar.

Tveir ofangreindra þátta gætu farið saman, en ekki allir þrír. Þetta hefur verið kallað „trilemma“ á ensku, sem ég kys að kalla einfaldlega „þrílemmu“ á íslensku eða hina ósamrýmanlegu þrenningu.⁵⁸ Ef fjármagnshreyfingar eru óheftar verða stjórnvöld, samkvæmt kenningunni, að velja annaðhvort peningalegt sjálfstæði eða stöðugleika í gengismálum. Fjármagnshöft sem enn voru til staðar á árunum eftir síðari heimsstyrjöldina voru samkvæmt því að vissu leyti forsenda þess að hið sveigjanlega Bretton-Woods-fastgengiskerfi árána yrði trúverðugt, án þess að fela í sér algert framsal peningalegs fullveldis.

Undanfarin ár hefur því sjónarmiði vaxið fylgi að þrílemman svokallaða sé í raun tvílemma (e. dilemma), þ.e.a.s. að óheftar fjármagnshreyfingar á milli landa samrýmist í reynd *hvorki* sjálfstæði í peningamálum né föstu gengi – ekki aðeins öðru hvoru. Með öðrum orðum,

fjármagnshöft af einhverju tagi séu forsenda hvort heldur sjálfstæðis í peningamálum eða stöðugs gengis. Ötulasti talsmaður þessa sjónarmiðs hefur verið franskur hagfræðingurinn Hélène Rey (2015).

Þótt þetta sjónarmið sé umdeilt og fæstir hagfræðingar gangi jafn langt og Hélène Rey, nýtur sú skoðun vaxandi fylgis á meðal hagfræðinga að fullkomlega frjálsar fjármagnshreyfingar geti sett stefnunni í peninga- og gengismálum óæskilega þröngar skorður, vilji stjórnvöld viðhalda peningalegu sjálfstæði. Einhvers konar takmarkanir á fjármagnshreyfingar kunni því að auka svigrúm til skynsamlegrar innlendra hagstjórnar og séu jafnvel forsenda viðunandi stöðugleika í gengismálum og virkni peningalegra stjórnækja.⁵⁹ Þetta á auðvitað sérstaklega við um smærri ríki sem að jafnaði geta ekki gert sér vonir um að fjármagna rekstur í eigin gjaldmiðli á alþjóðlegum skuldabréfamarkaði, búa við grunna skuldabréfa- og gjaldeyrismarkaði og eru sérlega næm fyrir áhrifum gengisbreytinga.

Tilhneiging er til öfgakenndra fjármagnshreyfinga milli landa og gjaldmiðlasvæða. Á góðæristímum ýtir innstreymi fjármagns undir eignabólur, skuldaföfnun og viðskiptahalla jaðarríkja en á svipstundu getur innstreymið snúist í fjármagnsflóttu, t.d. ef seðlabankar í löndum helstu forðagjaldmiðla heims hækka vexti. Kostnaður fjárfesta við að afla upplýsinga getur leitt til hjarðhegðunar.⁶⁰ Mikil óvissa um sambandið á milli undirliggjandi

57. Rétt er að taka fram að hér er ekki verið að tala um sjálfstæði seðlabanka heldur möguleika stjórnvalda einstakra ríkja til að haga peningastefnunni þannig að stuðla megi að hæfilegri nýtingu framleiðsluþátta í viðkomandi ríki.

58. Þessi niðurstaða, sem einnig hefur verið nefnd „Mundell-Flemming trilemma“, er leidd af svokölluðu Mundell-Flemming-líkani sem lýsir skammtímasambandi gengis, vaxta og framleiðslu. Sjá Mundell (1963) og Fleming (1962). Á íslensku hefur einnig stundum verið talað um „þrí-praut“.

59. Afar gagnlegur yfirlit um vandamál peningastefnu við óheftar fjármagnshreyfingar er að finna í Gosh o.fl. (2017). Már Guðmundsson, fyrrverandi seðlabankastjóri, hefur einnig ritað um alþjóðlega fjármálaega samþættingu og peningastefnu. Sjá t.d. Már Guðmundsson (2008 og 2016).

60. Calvo og Mendoza (2000) fjalla um skynsamlega hjarðhegðun eða smitun (e. rational contagion) á verðbréfamörkuðum þar sem kostnaður við að afla upplýsinga leiðir til þess að fjárfestar kjósa að fylgja fremur fjárfestingarstefnu leiðandi fjárfesta og hver öðrum fremur en afla sér sjálfstæðar þekkingar. Þegar eignasöfn stækka fara fjárfestar að elta hver annan inn á nýja markaði án þess að afla sér kostnaðarsamra upplýsinga

efnahagsþróunar og gengisþróunar getur svo leitt til þess að væntingar um eiginleika sambandsins fremur en sambandið sjálft drífi gengisbreytingarnar.⁶¹ Sé það raunin rennir það frekari stoðum undir það viðhorf að annaðhvort þurfi að hefta fjármagnshreyfingar með einhverjum hætti eða hverfa frá sjálfstæðri peningastefnu.

Stjórnvöld smærri fullvalda ríkja standa því í vaxandi mæli frammi fyrir áleitinni spurningu: Er raunhæft eða æskilegt að beita tækjum peningastefnunnar til þess að ná innlendum efnahagslegum markmiðum þegar peningaleg skilyrði á helstu gjaldmiðilssvæðum eru allt önnur en þau sem hæfa myndu innlendum efnahagslegum skilyrðum eða er peningalegt fullveldi e.t.v. álíka merkingarsnautt hjal og veðurfarslegt fullveldi, þ.e.a.s. einungis formlegt vald yfir því sem ekkert fær stjórnað? Það er e.t.v. nokkuð sterkt til orða tekið, því að fjármagnshöft eða fjárflæðistæki geta a.m.k. aukið svigrúm peningastefnunnar nokkuð við aðstæður sem henni yrðu annars ofviða eða a.m.k. dregið úr líkum á óstöðugleika fjármálakerfisins þegar verstu fjármálastormarnir ganga yfir. Ofangreindar rannsóknir gætu þó bent til þess að slík tæki veiti einungis ófullkomið skjól þegar stór fjármálaleg veðurkerfi ganga yfir.

um þróun undirliggjandi þátta. Ísland varð leiksoppur slíkra fjármagnshreyfinga í aðdraganda alþjóðlegu fjármagnskreppunnar og í kjölfar hennar.

61. Sjá Bacchetta og Wincoop (2013).

Fjármálakreppur og samspil peningastefnu og ríkisfjármála í ljósi evrópskrar reynslu

14

Peningalegt fullveldi og fullveldi á sviði ríkisfjármála eru sjálfstæð en þó nátengd fyrirbæri. Í löggjöf flestra þróaðra ríkja nú til dags eru ákvæði sem takmarka vald framkvæmdavaldsins til að hlutast til um einstakar ákvarðanir í peningamálum, m.a. með ákvæðum sem leggja bann við beinni fjármögnun ríkissjóða af seðlabanka, en heimild til slíkrar fjármögnunar hefur verið talin fela í sér of mikinn freistnivanda sem ýti undir viðvarandi verðbólgu. Í flestum þróuðum ríkjum hefur löggjafarvaldið því takmarkað verulega tengsl ríkisfjármála og peningastefnu með framsali valds til sjálfstæðra seðlabanka og stefnunefnda þeirra. Ákvarðanir um ríkisfjármál og peningastefnu í löndunum hafa því um langt skeið verið aðskildar og að miklu leyti óháðar, a.m.k. við venjulegar aðstæður. Seðlabankar hafa þó heimild til að eiga viðskipti með ríkisskuldabréf á eftirmarkaði, sem getur haft mikla þýðingu fyrir möguleika ríkissjóða til að afla lánsfjár með útgáfu skuldabréfa á frummarkaði, eins og glögglega átti eftir að koma í ljós þegar alþjóðlega fjármálakreppan reið yfir og jafnvel Seðlabanki Íslands hefur staðið frammi fyrir í kjölfar COVID-19.

Framsali valds til sjálfstæðra seðlabanka eru takmörk sett, sem afhjúpast e.t.v. með skýrustum hætti í fjármálakreppum. Á ögurstundu er það að endingu jafnan á valdsviði ríkisstjórna að hlutast til um aðgerðir sem miða að því að varðveita stöðugleika fjármálakerfisins, þótt fjármálaeftirlit og ekki síst seðlabankar, vegna almennrar lausfjárfyrirgreiðslu og sem lánveitendur til þrautavara, gegni þar lykilhlutverki. Vegna þess að seðlabankar eru í flestum tilvikum í eigu ríkisins liggur áhættan sem fylgir slíkum lánveitingum hjá ríkissjóði þegar öll kurl eru komin til grafar. Að auki eru nán tengsl á milli lausfjárvanda fjármálaþyrirtækja sem eru á ábyrgðarsviði seðlabanka og eiginfjárvanda, sem komið getur til

kasta ríkissjóðs að leysa takist einkaaðilum ekki að finna tímanlega lausn á vandanum. Ákveðin rök eru einnig fyrir því að sú forsenda framsals peningalegs fullveldis til sjálfstæðs seðlabanka að peningastefnan sé „hlutlaus“ til langs tíma litið eigi síður við þegar vextir seðlabanka nálgast núll og grípa þarf til magnbundinnar íhlutunar, einkum í formi mikilla skuldabréfakaupa, til að ná markmiðum peningastefnunnar.

Um leið og örlar á vafa um stöðugleika fjármálakerfisins eða sjálfbærni ríkisfjármála verður ljóst hve ríkisfjármálin og fjármálakerfið eru samofin og þar með einnig peningastefnan, jafnvel þótt framkvæmd peningastefnu sé í höndum sjálfstæðs seðlabanka. Alþjóðlega fjármálakreppan sem hófst fyrir rúmum áratug leiddi þetta glögglega í ljós, m.a. á evrusvæðinu. Flest ríki hafa byggt öryggisnet um fjármálakerfið sem felur í sér viðtæka samtryggingu innan þeirra. Á evrusvæðinu hafði slíkt öryggisnet þó ekki fylgt vaxandi samþættingu fjármálakerfisins á svæðinu nægilega eftir þegar alþjóðlega fjármálakreppan reið yfir. Bakhjarl kerfisins var að margra mati ekki nægilega öflugur enda hvorki sameiginlegur ríkissjóður né bankasamband fyrir hendi. Við ákveðnar aðstæður gat því myndast víthringur óstöðugleika í fjármálakerfinu og ósjálfbærni ríkisfjármála. Ólíkt t.d. Bandaríkjunum og Bretlandi var ekkert sameiginlegt ríkisvald til staðar á evrusvæðinu sem rofið gat víthringinn og skapað traust. Vafi lék á heimildum Seðlabanka Evrópu í þeim efnum.

Rætur skuldakreppunnar lágu ýmist í mikilli skuldsetningu hins opinbera eða einkageirans, þ.m.t. banka, en dýpkaði vegna þess að víthringur myndaðist á milli versnandi stöðu í fjármálakerfi ákveðinna aðildarríkja og hrakandi stöðu opinberra fjármála í sömu ríkjum. Efnahagssamdrátturinn á evrusvæðinu varð því meiri en

ella, einkum í löndum þar sem einstaklingar og fyrirtæki voru skuldsett eftir að útlánadrifnar fasteignabólur höfðu blásið út (Írland, Spánn) og í löndum þar sem staða ríkissjóðs var veik fyrir, þ.e.a.s. skuldir hins opinbera voru miklar eftir langvarandi hallarekstur (Grikkland, Ítalía, Portúgal). Þegar bankar í vanda þurftu aðstoð ríkisins veikti það enn frekar fjárhagsstöðu skuldsettra ríkissjóða. Samdráttur varð því mun meiri en staðan á svæðinu í heild gaf tilefni til. Í upphafi alþjóðlegu fjármálakreppunnar voru t.d. skuldir hins opinbera á evrusvæðinu minni en skuldir hins opinbera í Bandaríkjunum og Bretlandi, sem sluppu betur frá ríkisfjármálakreppunni en evruríki í svipaðri stöðu.⁶²

Samspil viðkvæmrar stöðu ríkissjóða og veikburða fjármálakerfis gróf undan trausti á sjálfbærni ríkisfjármála landanna og leiddi til þess að ávöxtunarkrafa ríkisskuldur hækkaði svo mikið að væntingar um greiðslufall hefðu getað orðið sjálfætlaðar ef ekki hefði tekist að tryggja undirstöðurnar og endurheimta traustið með viðtæku aðhaldi í útgjöldum, hækkan skatta og lánveitingum á grundvelli efnahagsáætlana sem nutu stuðnings Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og betur stæðra Evrópuríkja eða Evrópusambandsins. Frá árinu 2012 stuðluðu umfangsmikil skuldabréfakaup ECB að jöfnun fjármálalegra skilyrða á evrusvæðinu sem skipti sköpum fyrir efnahagsbatann í jafnaríkjunum.

Tengsl á milli trausts á ríkissjóð lands og trausts á fjármálakerfi þess verða ávallt sterk en mikilvægt er að þau séu ekki svo sterk að fjármögnun fyrirtækja geti með óbeinum hætti orðið algerlega háð fjármögnun ríkissjóðs eða öfugt. Til þess að varpa ljósi á hvaða úrræði kæmu til greina í evrukerfinu er gagnlegt að skoða hina ólíku farvegi þessara tengsla. Þegar ríki glatar lántrausti og ávöxtunarkrafan á skuldabréf þess hækkar miðlast áhrifin um allan þjóðarþúskaþinn um nokkra farvegi:

1. Bankar eiga að jafnaði töluvert safn ríkisskuldabréfa sem þeir leggja að veði þegar þeir taka lán hjá viðkomandi seðlabanka. Forsenda þess að seðlabanki geti tekið við ríkisskuldabréfum sem fullgildu veði er að bréfin uppfylli ákveðin skilyrði um lánshæfi. Uppfylli ríkisskuldabréfin ekki þessi skilyrði skerðast möguleikar viðkomandi banka til lántöku hjá evru-

kerfinu og lántaka verður dýrari. Vextir sem bjóðast fyrirtækjum og heimilum í viðkomandi landi verða því hærri en í löndum þar sem ríkissjóður nýtur meira trausts. Að bankar í tilteknu landi eigi skuldabréf ríkissjóðs sama lands er ekki sjálfgefið, en m.a. af sögulegum ástæðum og vegna regluverks þar sem ríkisskuldabréf eru flokkuð sem áhættulaus eign óháð skuldahlutfalli var það staðan þegar fjármálakreppan hófst.

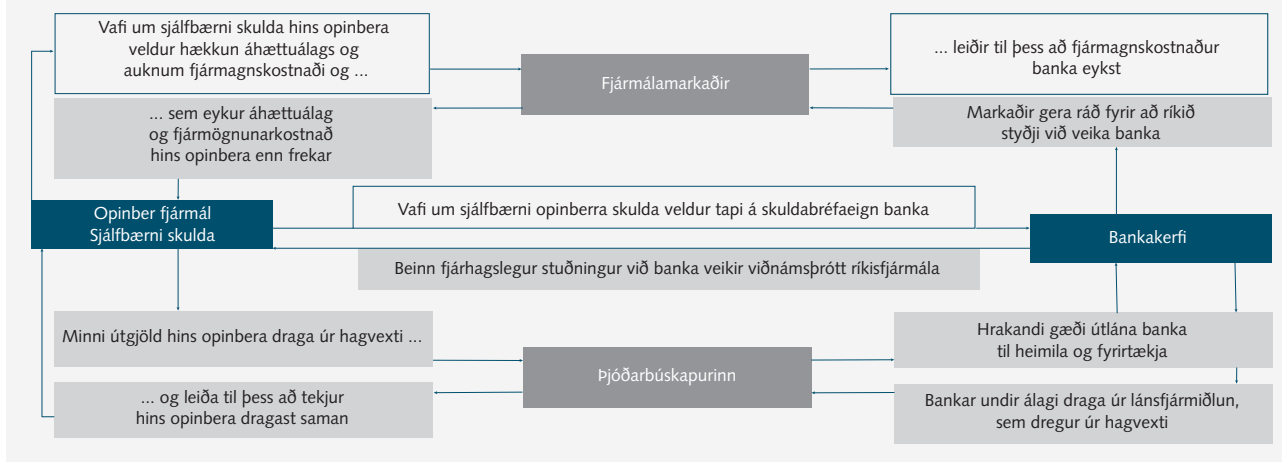
2. Bankar kunna einnig að vera beinir lánveitendur ríkissjóða. Þannig smitast skuldavandi ríkissjóðs með beinum hætti til mikilvægra banka.
3. Markaðsávöxtun skuldabréfa sem gefin eru út af bönkum tekur jafnan mið af markaðsávöxtun ríkisskuldabréfa, sem talin eru öruggust sakir skattlagningarvalds ríkisins. Ávöxtun ríkisbréfa viðkomandi lands hefur því bein áhrif á vexti sem bankar bjóða heimilum og fyrirtækjum. Minnkandi traust á ríkissjóð lands smitast því auðveldlega yfir á bankakerfið og getur leitt til þess að lántökukostnaður fjármálafyrirtækja hækki til samræmis við viðkomandi ríkissjóði og þar með einnig lántökukostnaður heimila og fyrirtækja.
4. Versni staða ríkissjóðs hefur það áhrif á væntingar um stöðu og þróun efnahagslífsins í heild, m.a. í ljósi þess að líklegt er að auka þurfi aðhald í útgjöldum og hækka skatta, sem er til þess fallið að hægja á efnahagslífinu og stuðla að auknum vanskilum í bankakerfinu. Verri efnahagshorfur hafa áhrif á kjör banka á lánsfjármarkaði.
5. Slök staða opinberra fjármála takmarkar getu ríkissjóðs til þess að hlaupa undir bagga með bönkum í vanda. Eftir því sem hið dulda öryggisnet veikist verður áhættusamara að lána banka sem talinn er reiða sig á öryggisnet viðkomandi ríkis, sem leiðir til þess að fjármagnskostnaður fyrirtækja í sambærilegri stöðu verður mismunandi eftir því í hvaða lögsögu þau starfa.
6. Eftir því sem heimili og fyrirtæki eru skuldsettari og bankar í veikari stöðu til að mæta auknum afskriftum, sem mikil skuldsetning getur leitt til á samdráttartímum, aukast líkur á að ríkissjóðir þurfi að hlaupa undir bagga með fjármálafyrirtækjum á sama tíma og tekjur þeirra dragast saman og hallarekstur eykst. Þannig hefur fjármálakerfið einnig áhrif á markaðskjör ríkisskuldabréfa, eins og Ísland reyndi í aðdraganda og kjölfar fjármálakreppunnar.

Ofangreint samband er því gagnvirk, þ.e.a.s. skorti ríki traust bitnar það á trausti á bankakerfinu og lítið traust á bankakerfinu ýtir undir væntingar um að

62. Sjálfstæð peningastefna dugði hins vegar ekki til að forða Íslandi frá djúpri kreppu. Sakir falls krónunnar og mikillar óvarinnar skuldsetningar í erlendum gjaldmiðlum var ekkert svigrúm til slökunar peningalegs aðhalds með vaxtastefnu Seðlabankans. Þrátt fyrir litlar opinberar skuldir og að ríkissjóður væri rekinn með afgangi lokuðust erlendir lánsfjármarkaðir ríkissjóði í kjölfar fjármálaáfallsins. Eina samtryggingin sem Íslandi stóð til boða við þessar aðstæður var aðgangur að lánsfé frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og öðrum aðildarlöndum. Aðildin að sjóðnum dregur úr þörf aðildarlandanna til að safna í nægan forða til þess að tryggja greiðslur skammtímaskuldur við aðstæður eins og þær sem sköpuðust árið 2008.

Mynd 4

Vítahringur fjármála- og ríkisfjármálakreppu



ríkissjóður þurfi að veita bankakerfinu aðstoð sem gæti aukið skuldir ríkissjóðs og hættu á greiðslufalli, sem leiðir til þess að áhættuálag á vexti ríkisskuldabréfa hækkar. Það skiptir raunar ekki máli hvar upptök vandans liggja; hjá hinu opinbera, eins og í tilfalli Grikklands, fjármálafyrirtækjunum eða skuldsetningu heimila og fyrirtækja (sem oft er önnur hlið á sama teningi), eins og í tilfalli Spánar og Írlands (og Íslands, svo að land utan evrusvæðisins sé einnig nefnt); vítahringurinn getur gert skuldastöðu allra aðila ósjálfbæra.

Skuldakreppan á evrusvæðinu hefur orðið tilefni margvíslegrar gagnrýni. Modi (2018) heldur því fram að kreppan undirstriki að stofnun EMU hafi verið mistök sakir þess innbyggða veikleika að fjármálagan bakhjarl sambandsríkis skortir. Án möguleikans á peningalegri slökun og lækkun gengis eigi löndin því erfitt með að ná sér á strík eftir ytri áföll. Besta lausnin sé því að leysa evrusvæðið upp. Stiglitz (2016) er einnig þeirrar skoðunar að stofnun gjaldmiðilsbandalagsins án nánari stjórnmalalegs samruna hafi verið mistök, en mælir þó ekki með upplausn þess (nema sem neyðarúrræðis) og telur að þörf sé róttækra umbóta til þess að evran verði sjálfbær gjaldmiðill.⁶³ Sandbu (2016), telur á hinn bóginn að vandamálin á evrusvæðinu megi fyrst og fremst rekja til stefnumistaka á sviði peningastefnu og ríkisfjármála, þ.e.a.s. of aðhaldssamrar stefnu í báðum tilvikum (ekki síst í norðurríkjum álfunnar), en ekki til meints

hönnunargalla evrusvæðisins eða þess að evrusvæðið sé ekki hagkvæmt gjaldmiðilssvæði.⁶⁴ Aðrir telja að báðar skýringar eigi við að einhverju leyti, en að tiltölulega hóflegar umbætur sem fela í sér bankasamband og e.t.v. skref í átt til aukins samstarfs á sviði ríkisfjármála geti minnkað þá víxlverkun á milli ríkisfjármála og banka sem glögglega kom í ljós í skuldakreppunni á evrusvæðinu. De Grauwe og Ji (2013, 2019) eru í þeim hópi. Þau benda á að ofsahræðsla á fjármálamörkuðum hafi smitast yfir á hagstjórnina sem einnig hafi verið drifin áfram af ofsahræðslu. Það leiddi til þess að of miklu aðhaldi var beitt á röngum stöðum (t.d. í Þýskalandi og fleiri ríkjum sem stóðu vel) og á röngum tíma (of snemma).⁶⁵ Því þurfi að byggja aukinn sveigjanleika inn í hagvaxtar- og stöðugleikasáttmálann.

63. Ýmsar þeirra umbóta sem Stiglitz telur nauðsynlegar eru reyndar á stefnuskrá ESB og þegar í ferli, t.d. bankasambandið sem fjallað verður nánar um hér á eftir (þótt Stiglitz vilji flýta þróuninni) eða er til umræðu, eins og t.d. sameiginleg evruskuldabréfaútgáfa (e. debt mutualisation). Hann hefur því verið gagnrýndur fyrir að vanmeta það endurbótastarf sem þegar hefur verið unnið, t.d. af Duval (2016). Hugmyndir Stiglitz um að vikka umboð ECB virðast ólíklegar til að hljóta hljómgrunn en efast má um skynsemi þess í ljósi þeirra mjög svo örvandi aðgerða sem bankinn hefur gripið til á undanföllum árum.

64. Bent hefur verið á að útflutningur sumra evruríkja hafi aukist hraðar en útflutningur landa utan evrusvæðisins þar sem gengi gjaldmiðilsins lækkadi umtalsvert. Gaulier og Vicard (2013) komast að þeirri niðurstöðu að ólík þróun viðskiptajafnaðar á evrusvæðinu skýrist ekki af mismunandi vexti útflutnings heldur fremur innflutningi. Hækkandi launakostnaður á framleidda einingu í sumum viðskiptalöndum hafi verið afleiðing eða einkenni innlends eftirspurnarskells en ekki ástæða hans. Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu hafi fyrst og fremst verið bundin við heimageirann (e. non-tradable sector). Það skýri hið veika samband á milli samkeppnisstöðu og útflutnings.

65. Ein túlkun þess vanda sem evruríkin stóðu frammi fyrir er að fjármagnsflæði frá kjarnaríkjunum til jaðarríkja hafi valdið hækkun raungengis í innflæðislöndum og viðskiptahalla fyrir fjármálakreppuna sem tók fjölda ára og mikið atvinnuleysi til þess að ná niður í stað þess að kjarnaríkin ykju útgjöld og eftirspurn í því skyni að hækka raungengi sitt og bæta samkeppnisstöðu suðursins. Þannig hafi Þýskaland og fleiri ríki þvingað kreppu á Ítalíu og Spán með svipuðum hætti og sigurvegarar fyrri heimsstyrjaldarinnar gerðu gagnvart Þýskalandi á þriðja áratug síðustu aldar.

Farvegir áhættudeilingar og samtryggingar á gjaldmiðilssvæði og innan bankasambands í ljósi evrópskrar reynslu

15

Eins og fjallað var um í kafla 11 hér að framan fela gjaldmiðilsbandalög í sér margvíslega deilingu áhættu sem dregur úr áhrifum ytri áfalla. Hér verða því efni gerð ögn nánari skil í ljósi evrópskrar reynslu. Eitt af helstu markmiðum gjaldmiðilsbandalaga er að fjármálaleg skilyrði sem fyrirtæki og einstaklingar búa við innan svæðisins séu óháð staðsetningu þeirra og staðbundinni efnahagsþróun, þ.e.a.s. að kjör á lánamarkaði ráðist af fjárhagslegum styrk og vaxtargetu fyrirtækis og fjármálaskilyrðum á gjaldmiðilssvæðinu í heild fremur en efnahagsaðstæðum viðkomandi landsvæðis (þótt slíkar aðstæður hafi ávallt áhrif, t.d. ef um staðbundna markaðssetningu er að ræða). Forsenda þess að markmiðið náist, og um leið að einn mikilvægasti farvegur áhættudeilingar innan gjaldmiðilssvæðis sé greiður, er sameiginlegt greiðslukerfi sem miðlar greiðslum tafarlaust innan svæðisins. Greiðslumiðlunarkerfi evrukerfisins, Target2 (hér eftir til einföldunar aðeins nefnt Target), gegnir því hlutverki.

Greiðslumiðlun evrukerfisins mildaði aðlögun í þeim löndum sambandsins sem urðu fyrir fjármagnsflóttu með því að miðla lausu fé sem „flúði“ í örugga höfn „kjarnaríkja“ sjálfkrafa til baka inn í fjármálakerfi „jaðarríkja“. Ella hefðu fjármálaleg skilyrði í jaðarríkjunum versnað enn meira en raun varð á. Það jafnaðist þó ekki á við inngrip t.d. seðlabanka Bandaríkjanna og Bretlands á skuldabréfamarkaði, eða hið dulda öryggisnet ríkissjóða þessara landa, sem komu fram sem bakhjarl fjármálakerfa landanna með því að leggja fjármálafyrirtækjum í vanda til eigið fé þegar einkaaðilar voru ófúsir til þess. Þannig tókst að rjúfa keðjuverkandi áhrif sjálfrættinna væntinga um greiðslufall. Í nokkrum evruríkjum gekk keðjuverkunin lengra og varð ekki stöðvuð án utankomandi aðstoðar.

Í ágúst árið 2012 kom ECB á fót svokallaðri *Outright Monetary Transaction* (OMT)-áætlun, sem

gerði bankanum kleift að kaupa ríkisskuldabréf aðildarríkja undir álagi, að uppfylltum ákveðnum skilyrðum. Engin viðskipti áttu sér stað en áætlunin hafði jákvæð áhrif á markaðsvæntingar og þannig á vaxtastig á evrusvæðinu öllu. Í kjölfarið kom síðan röð eignakaupaáætlana sem gerðu bankanum mögulegt að framkvæma peningastefnuna við aðstæður lágra vaxta og hverfandi verðbólgu með líkum hætti og seðlabankar Bandaríkjanna, Bretlands, Japan og Svíþjóðar höfðu áður gert,⁶⁶ þ.e.a.s. þær gerðu ECB kleift að stuðla að því að halda vöxtum lágum í því skyni að örva efnahagslífið og koma í veg fyrir verðhjöðnun þegar vextir bankans voru þegar nálægt núlli. Áætlanirnar stuðluðu jafnframt að því að jafna fjármálaleg skilyrði á svæðinu öllu.

Nokkrar deilur hafa spunnist um hlutverk Target í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar og ríkisfjármálakreppu nokkurra evrulanda. Gagnrýnendur kerfisins, t.d. Sinn (2011, 2012b, 2012c), hafa haldið því fram að greiðslumiðlunarkerfið feli í sér dulinn stuðning (e. *secret bailout*) við lönd í vanda og fjármögnun á viðskiptahalla þeirra. Í því felist hætta á tjóni fyrir lönd sem eru með jákvæða stöðu í greiðslukerfinu (eins og t.d. Þýskaland á undanfórnum árum) færi svo að evrusamstarfið liði undir lok. Whelan (2012), Checchetti o.fl. (2012) og De Grauwe og Ji (2012) hafa hins vegar fært rök fyrir því að jákvæðar og neikvæðar stöður í Target sem mynduðust árið 2012 hafi fyrst og fremst falið í sér hreyfingar í fjármagnsjöfnuði sem endurspegluðu skuldavanda sumra evrulanda og hættu á greiðslufalli, og um skeið ótta um upplausn evrukerfisins, sem mögulega fæli m.a. í sér að

66. Þessar áætlanir nefndust *asset-backed securities purchase program* (ABSPP), *covered bonds purchase program* (CBPP3), *public sector purchase programme* (PSPP) og loks hið almenna *asset purchase programme* (APP).

skuldbindingar yrðu endurskráðar í öðrum gjaldmiðli en evru (e. redenomination risk).⁶⁷

Þannig má draga þá ályktun að stöður í kerfinu á álagstímum endurspegli einmitt að sameiginleg peningastefna stuðli að einu af meginmarkmiðum sínum, að tryggja sambærileg fjármálaskilyrði einstaklinga og fyrirtækja á evrusvæðinu óháð stöðu ríkisfjármála, sem var undirrot fjármagnsflóttu frá ákveðnum svæðum. Einnig hafa De Grauwe og Ji (2012) bent á að yrði evrukerfið leyst upp myndi kostnaðurinn falla á aðildarlöndin í hlutfalli við eiginfjárlutdeild í ECB en ekki stöðu þeirra í Target.

Ójöfnuður í Target-kerfinu náði hámarki í kjölfar skuldakreppunnar árið 2012 en hjaðnaði hratt á árunum 2013 og 2014. Síðla árs 2014 tóku stöður í kerfinu hins vegar að hækka á ný, en ólíkt hinu fyrra skeiði mátti einkum rekja hærri stöður þá til eignakaupa ECB samkvæmt fyrrnefndum eignakaupaáætlunum. Hvor ástæðan sem veldur stöðumyndun í kerfinu, er ljóst að hún er óhjákvæmilegur fylgifiskur þess markmiðs gjaldmiðilsbandalags að stuðla að jöfnun fjármálalegra skilyrða á evrusvæðinu öllu, óháð stöðu ríkisfjármála í einstökum aðildarlöndum. Þegar fjármagnsflótti brestur á í einhverju aðildarlandanna eða ECB þarf að grípa til eignakaupa til þess að tryggja markmið peningastefnunnar myndast neikvæðar og jákvæðar stöður í evrukerfinu sem endurspeglar það hlutverk ECB að miðla lausu fé til allra svæða evrukerfisins. Þegar fjármagnsflótti brestur á í aðildarlandi, segjum í dæmaskyni Spáni, og eigendur fjármagns færa fé úr spænskum bönkum yfir í þýska myndast í fyrstu umferð neikvæð staða hjá spænska seðlabankanum við evrukerfið en jákvæð hjá hinum þýska. Á móti þessari kröfu þýska seðlabankans á evrukerfið er hins vegar skuld þýsks banka við spænska aðila. Ef þetta gerðist ekki myndu fjármálaleg skilyrði versna í því landi sem verður fyrir fjármagnsflóttu, eins og jafnan gerist í aðskildum peningakerfum, þ.e.a.s. vextir þar myndu hækka, en lækka í því landi sem fjármagnið rennur til. Þannig er hætt við að róðurinn þyngist enn frekar sakir fjármagnsflóttans hjá því landi sem fyrir honum verður og samdráttur dýpka, eins og gerðist á Íslandi.⁶⁸

Framkvæmd sameiginlegrar peningastefnu og miðlun lausafjár um greiðslumiðlun evrukerfisins hefur samkvæmt ofangreindu sveiflujafnandi áhrif á það land sem verður fyrir fjármagnsflóttu og dregur þannig úr áhrifum

áfalla í ríkisfjármálum eða í fjármálakerfinu á vexti í landinu. Í því felst mikilvæg samtrygging aðildarlandanna sem hvorki er til staðar í fastgengiskerfi/myntaráði né landi með sjálfstæða peningastefnu og fljótandi/sveigjanlegt gengi.

Land með fastgengiskerfi kann að vera nauðbeygt til að hækka vexti í því skyni að verja fast gengi við skilyrði fjármagnsflóttu og hið sama á við land með fljótandi gengi og verðbólguþröskulmörk sem þarf að bregðast við áhrifum gengislækkunar á verðbólguhorfur og verðbólguvæntingar. Sænski seðlabankinn reyndi t.d. að hækka dagvexti bankans í 500% til að verja fast gengi í byrjun 10. áratugar síðustu aldar og Seðlabanki Íslands hækkaði vexti á lánum bankans gegn veði úr 12% (eða 15% ef horft er framhjá misráðinni tímabundinni vaxtalækkun í kjölfar hrunsins) í 18% til þess að bregðast við fjármagnsflóttu og versnandi verðbólguhorfum í kjölfar falls bankanna og krónunnar á sama tíma. Þegar land verður fyrir fjármagnsflóttu geta stjórnvöld því þurft að grípa til aðgerða í því skyni að varðveita gengis- og verðlagsstöðugleika sem dýpka samdrátt, enda eru nán tengsl á milli stöðugleika gengis og verðlags í litlu opnu hagkerfi og öfgafullar gengishreyfingar geta valdið óstöðugleika í fjármálakerfinu sakir áhrifa á skuldsett fyrirtæki og heimili. Þegar ytri jöfnuður er í þjóðarþvottum, gjaldeyrissekkja efnahagsreikninga heimila og fyrirtækja er lítil og kjölfesta verðbólguvæntinga er sterk verður svigrúm peningastefnunnar til að lækka vexti og leyfa gengi gjaldmiðilsins að lækka þó meira en ella, eins og nýleg reynsla Íslands af áhrifum COVID-19-farsóttarinnar staðfestir.

Þótt mildandi áhrif sameiginlegrar peningastefnu og greiðslumiðlunar hafi verið mikilvæg megnuðu þau ekki að rjúfa vítahring fjármála- og ríkisfjármálakreppu fjögurra evrulanda, Grikklands, Spánar, Portúgal og Írlands, í kjölfar alþjóðlegrar fjármálakreppunnar. Því var viðtæku umbótastarfi hleypt af stokkunum á vettvangi Evrópusambandsins og evruríkjanna sem miðaði að því að rjúfa vítahring óstöðugs fjármálakerfisins og ósjálfbærra opinberra fjármála. Umbæturnar fela í sér að samstarf ríkjanna dýpkar á ýmsum sviðum og samtrygging eykst.

Tvær leiðir eru fræðilega færar til þess að rjúfa vítahring ríkisfjármála og fjármálakerfis; viðtækara og betur hannað ríkisfjármálasamband (e. fiscal union) en nú er til staðar eða bankasamband (e. banking union). Fyrri leiðin, sem fjallað verður um hér á eftir, reyndist pólitískt torleiði, a.m.k. til skamms tíma litið. Því var að svo stöddu vart önnur leið fær til að rjúfa vítahringinn en stofnun bankasambands. (Sjá t.d. Véron, 2015.) Stofnun bankasambands í Evrópu er mikilvægur þáttur í viðleitni

67. Með orðum De Grauwe og Ji (2012): „The build-up of Target claims and liabilities is almost completely unrelated to the current account“.

68. Niðurstæða Cecchetti o.fl. (2012) er að: „The ability of banks in the periphery to draw on refinancing credit has had profound implications for the pace of current account adjustment in the periphery: without it, reduced credit amid high interest rate would have crushed economic activity in the periphery.“

Evrópusambandsins til þess að rjúfa gagnvirkni á milli fjármálakerfis og ríkisfjármála, sem fjármálakreppan afhjúpaði. Með stofnun bankasambandsins varð samtryggingin sem fylgir aðild að EMU víðtækari og dýpri en við stofnun þess, en rétt er að geta þess að enn er nokkuð langt í land að sambandið sé fullskapað.

Þótt gjaldmiðilssamstarfið, með sameiginlegri greiðslumiðlun, hafi skilað nokkrum ávinningi í átt til fjármálalegrar jafnstöðu fyrirtækja á evrusvæðinu átti fullkomin samleitni fjármálamarkaða enn langt í land þegar alþjóðlega fjármálakreppan reið yfir. Í kreppunni jókst sundurleitni á ný sem endurspeglaði einkum ólíka stöðu ríkissjóða aðildarríkjanna. Fjármálaskilyrði fyrirtækja á evrusvæðinu með sambærilegar kennitölur efnahags og rekstrar voru því langt frá því að vera jöfn og óháð staðsetningu, þ.e.a.s. fyrirtæki sem staðsett var á Ítalíu gat ekki vænst þess að taka lán á svipuðum vöxtum og sambærilegt fyrirtæki staðsett í Þýskalandi. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn áætlað að grískt fyrirtæki borgi u.þ.b. 2,5% álag á vexti sambærilegs fyrirtækis sem starfar í Frakklandi.⁶⁹

Vegna þess hve fjármálamarkaðurinn á evrusvæðinu er enn brotakenndur, þrátt fyrir að gjaldmiðlaáhætta sé ekki lengur til staðar, er umtalsverð heimaslagsíða í fjárfestingu innan hvers ríkis. U.þ.b. helmingur hlutfjáreignar tryggingarfélaga í Evrópusambandinu er t.d. í heimalandi viðkomandi tryggingarfélags og á bilinu 70-75% í Þýskalandi, Hollandi og Austurríki og 80% í Frakklandi. Heimaslagsíðan leiðir til þess að áhættudeiling innan einkageirans verður minni en ella. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur áætlað að fjármálamarkaðir á evrusvæðinu jafni hlutfallslega lítinn hluta tekjuskella aðildarlandanna miðað við stærri sambandsríki eða u.þ.b. 9% þeirra, samanborið við t.d. 45% í Bandaríkjunum og 29% í Kanada.⁷⁰ Því má e.t.v. draga þá ályktun að brýnna sé að bæta samþættingu fjármálamarkaða en auka miðstýrða sveiflujöfnun á sviði ríkisfjármála, þótt þetta tvennt kunni reyndar að spila saman þannig að sameiginleg sveiflujöfnun ríkisfjármála ýti undir samþættingu fjármálamarkaða.

Stofnun Bankasambands evruríkjanna miðar að því að auka samþættingu fjármálamarkaða. Sama gildir um stofnun sambands fjármálamarkaða (e. Capital markets union) í ESB, en markmið þess er að bæta aðgengi smárra og meðalstórra fyrirtækja innan Evrópusambandsins að fjármagni og stuðla þannig að samþættingu annarrar fjármálastarfsemi en banka. Það

ætti að vinna gegn heimaslagsíðunni. Stofnun *European Stability Mechanism* (ESM) árið 2012 auðveldaði endurfjármögnun banka og lausafjáraðstoð við aðildarríki í vanda. Því má segja að með henni hafi verið tekið mikilvægt skref í átt til bankasambands.⁷¹ Samkvæmt sáttmálanum um ESM, sem gerður var árið 2012, skulu öll ríkisskuldabréf með líftíma umfram eitt ár vera með ákvæði um samstilltar aðgerðir (e. collective action clause), sem myndi auðvelda mjög endurskipulagningu skulda evrulanda með hjálp ESM.⁷²

Hið upprennandi bankasamband hvílir á þremur stöðum. Fyrsta stöðin er sameiginlegt fjármálaeftirlit (e. Single supervisory mechanism, SSM), sem færir eftirlit með helstu bönkum evrusvæðisins (og mögulega einnig bönkum utan svæðisins ef stjórnvöld þar kjósa svo) undir sameiginlegt eftirlit sem er í höndum Seðlabanka Evrópu (ECB). Hið sameiginlega eftirlit er forsenda þess að öll ríki sambandsins geti fallist á deilingu áhættu og fullveldis sem felst í hinum tveimur stöðunum.

Önnur stöð bankasambandsins er sameiginlegt skilameðferðarkerfi (e. Single Resolution Mechanism, SRM). Í því felst að aðildarríkin deila að ákveðnu marki með sér kostnaði sem gæti hlotist af slitum fallins fjármálafyrirtækis sem er undir hinu sameiginlega eftirliti. Flest aðildarríkin hafa þegar tekið upp þær gerðir Evrópusambandsins sem kveða á um endurreisn eða slit fjármálafyrirtækja (e. Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD) og yfirstjórn hins sameiginlega skilameðferðarkerfis (e. Single Resolution Board) tók til starfa í janúar 2016. Þetta er mikilvæg viðbót við ýmsar aðrar lagabreytingar, m.a. auknar eiginfjárkröfur og kröfur um heildartapsþol (e. Total Loss Absorbing Capacity, TLAC) og lágmarkskröfur um hæfa fjármögnun (e. Minimum Required Eligible Liability, MREL), sem ætlað er að stuðla að því að kostnaður af björgun eða skilameðferð banka falli á eigendur og ótryggð eða vikjandi lánveitendur banka á undan öðrum lánveitendum og enn síður á eigendur tryggðra innistæðna eða skattgreiðendur landanna. Því hafa innistæður fengið aukinn forgang.

Þriðja stöðin, og hin mikilvægasta séð frá sjónarhóli áhættudeilingar, er samevrópskt innistæðutryggingarkerfi (e. The European Deposit Insurance Scheme, EDIS), sem samkvæmt áætlunum framkvæmdastjórnar

69. Sjá Bhatia o.fl. (2019).

70. Sjá Bhatia o.fl. (2019). Í greininni eru lagðar til umbætur er varða gagnsæi, skarpari reglusetningu, öflugra eftirlit og skilvirkara gjaldprototaferli.

71. Forveri ESM var *The European Financial Stability Facility* (EFSF), sem komið var á fót í júní 2010. EFSF er enn til sem lögaðili sem gefur út skuldabréf, en veitir ekki lengur lán.

72. Eitt af því sem tafði t.d. mjög fyrir endurskipulagningu skulda Grikklands var að sumir eigendur grískra ríkisskuldabréfa neituðu allri samvinnu og kröfðust fullrar endurheimtu þótt það væri sameiginlegur hagur þeirra allra að koma skuldum Grikklands í sjálfbært horf. Með hinum nýju ákvæðum um samstilltar aðgerðir er hægt að koma í veg fyrir að fámennur hópur ósamvinnufúsra kröfueigenda hagnist á kostnað þeirra sem eru fúsir til að leggja sitt af mörkum til að leysa vandann.

Evrópusambandsins átti að leysa innistæðutryggingarkerfi einstakra aðildarlanda af hólmi í þremur áföngum á árunum 2017-2024, en ekki er búið að leysa úr öllum ágreiningsmálum sem það varða. Mikilvægt er að svo verði gert því að það er hið sameiginlega innistæðutryggingarkerfi sem felur í sér mesta deilingu áhættu.

Þótt bankasamband feli ekki í sér jafn víðtæka deilingu áhættu og öflugt net samtryggingar og fullþroska ríkisfjármálabandalag sambandsríkja er það mikilvægt skref í þá átt að rjúfa gagnvirknina á milli ríkisfjármála og fjármálakerfisins og draga þannig úr hættu á að fjármálakreppa verði einnig ríkisfjármálakreppa og öfugt. Í því felst deiling á fullveldi aðildarríkjanna með framsali valds til sameiginlegra eftirlitsstofnana og tryggingarsjóða. Líkt og í tilfelli framsals valds til sjálfstæðs seðlabanka er forsenda framsalsins að rík samstaða sé um þau meginsjónarmið sem hafa skal í heiðri við eftirlit með fjármálafyrirtækjum og skilameðferð þeirra.

Krefst gjaldmiðilsbandalag einnig deilingar fullveldis innan ríkisfjármálasambands?

16

Þótt bankasamband geti að ýmsu leyti komið í stað ríkisfjármálasambands (e. fiscal union) eru ýmsir þeirrar skoðunar, eins og fyrr segir, að heildstætt ríkisfjármálasamband sé forsenda fullnægjandi áhættudeilingar innan gjaldmiðilsbandalags. Sumir hafa jafnvel dregið þá ályktun af skuldakreppunni á evrusvæðinu, sem náði hámarki árin 2011 – 2012, að gjaldmiðilsbandalög fái vart staðist nema að baki þeim standi öflugt ríkisfjármálasamband eða jafnvel sambandsríki. Í þeim hópi má bæði finna hörðustu gagnrýnendur evrusamstarfsins sem vilja helst slíta því, t.d. Modi (2019) og ákafamenn um dýpkun pólitísku sambands Evrópuríkja eða myndun sambandsríkis. Sandbu (2016), eins og komið hefur fram, hafnar á hinn bóginn því að skuldakreppan á evrusvæðinu hafi nokkuð með evrusamstarfið sem slíkt að gera, heldur verði að skrifa dýpt kreppunnar algerlega á reikning stefnumistaka á sviði ríkisfjármála, peningamála og skorti á vilja til að taka tímanlega á ósjálfbærri skuldastöðu Grikklands og fleiri ríkja með niðurfærslu skulda. Skuldakreppan á evrusvæðinu feli því ekki í sér rök fyrir róttækum breytingum í átt til sambandsríkis, þótt umbætur á ákveðnum sviðum geti verið til bóta. Seikel og Truger (2019) telja að róttækar umbætur séu að svo stöddu óraunsæjar eða a.m.k. ólíklegar en telja að hægt sé að beita sveigjanlegri túlkun hagvaxtar- og stöðugleikasáttmálans til þess að sníða verstu agnúana af samstarfinu.

Ef þeir hafa á réttu að standa sem telja að vandi evrusamstarfsins stafi af því að ríkisfjármálasamband eða jafnvel sambandsríki sé ekki til staðar er óhjákvæmilegt að deiling fullveldis innan gjaldmiðilsbandalags nái að endingu til mun fleiri sviða en ákvarðana í peningamálum. Hugtakið ríkisfjármálasamband er mikið notað í umræðu um framtíðarþróun Evrópusambandsins en er

þó sjaldan skilgreint með skýrum hætti. Það mætti nota yfir fyrirbæri sem spanna rófið frá lauslegu sambandi ríkja á grundvelli fjármálareglna, í ætt við núverandi Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmála Evrópusambandsins, til myndunar sambandsríkis á borð við Bandaríki Norður-Ameríku eða Þýskaland.

Ríki Evrópusambandsins eru samkvæmt Maastricht-sáttmálanum og tengdum sáttmálum skuldbundin til að fylgja ákveðnum fjármálareglum sem leggja skorður við opinberum hallarekstri og skuldaföfnun. Slíkar reglur eru taldar nauðsynlegar til að fyrirbyggja að ósjálfbærni í opinberum rekstri leiði til þess að stöðugleiki alls kerfisins raskist. Að því leyti er ríkisfjármálasamband þegar til staðar. Margir telja þetta takmarkaða ríkisfjármálasamband þó fjarri því að vera fullnægjandi, auk þess sem einstrengingslegar fjármálareglur, þótt þær geti verið gagnlegar til að hafa hemil á opinberum skuldum, kunni að ýta undir meðsveifluhneigð í opinberum rekstri (e. pro-cyclical fiscal policy). Með því að stuðla að jafnari stöðu opinberra fjármála í aðildarríkjunum gætu fjármálareglur af einhverju tagi á hinn bóginn verið pólitísk forsenda þess að mikilvæg aðildarríki geti fallist á sameiginlega hagsveiflujöfnun.⁷³

Sumir þeirra sem aðhyllast nánara ríkisfjármálasamband telja nauðsynlegt að stofna sameiginlegt fjármálaráðuneyti sem hafi vald til skattlagningar og ráðstöfunar skatttekna. Núverandi fjárlög Evrópusambandsins tengjast að miklu leyti hinni sameiginlegu landbúnaðarstefnu og byggðastyrkjum og nema sem fyrr segir aðeins u.þ.b. 1% af samanlagðri landsframleiðslu aðildarríkjanna. Stofnanir sambandsins hafa ekki heldur beint vald til skattheimtu. Því má hugsa sér ríkisfjármálasamband

73. Sjá Leiner-Killinger og Nerlich (2019).

sem hefði takmarkað skattlagningarvald án þess þó að útgjöld sambandsins yrðu margfalt umfangsmeiri en nú er. Hin leiðin er að styrkja samstarfið á afmörkuðum sviðum með því að koma á fót sérhæfðum stofnunum, svipað og í tilviki bankasambandsins, án þess að sameiginlegum skatttekjum sé ráðstafað úr sameiginlegum ríkissjóði.

Thirion (2017) fjallar um fimm þætti ríkisfjármálasambands: i) regluverk og samhæfingu, líkt og hagvaxtar- og stöðugleikasáttmála ESB-ríkja, ii) kerfi fyrir áfallastýringu, sbr. *European Stability Mechanism* (ESM), iii) bankasamband, iv) fjárhagslegt tryggingarkerfi (t.d. sameiginlegt atvinnuleysistryggingakerfi eða viðbúnaðarsjóð) og v) sameiginlega skuldabréfaútgáfu. Í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar hefur umbótavæðing leitni einkum beinst að því að rjúfa hin gagnvirku tengsl á milli ríkisfjármála og fjármálakerfisins með áherslu á fyrstu þrjá þættina. Regluverk og samhæfing hefur verið endurbætt með breytingum á stöðugleika- og hagvaxtaráttmálanum.⁷⁴

Sáttmálinn er hins vegar fyrst og fremst fyrirbyggjandi aðgerð sem ætlað er að draga úr hættu á ósjálfbærri þróun, en getur jafnvel ýtt undir meðsvæifluhneigð ef reglum hans er beitt með ósveigjanlegum hætti. ESM miðar á hinn bóginn, sem fyrr segir, að því að styðja við ríki sem eru í fjárhagsþröng eftir að þau hafa orðið fyrir áföllum. Fyrsta stoð bankasambandsins, sameiginlegt eftirlit, má segja að sé einnig fyrirbyggjandi en til kasta innistæðutryggingarkerfisins kemur fyrst og fremst eftir áföll, þótt það hafi einnig fyrirbyggjandi eiginleika að því marki sem það minnkar líkur á bankaáhlaupi. Fyrirbyggjandi regluverk og áfallastýring er að margra mati ekki fullnægjandi grunnur skilvirkar hagstjórnar innan gjaldmiðilsbandalags.

Ef innbyggð samtrygging gjaldmiðilsbandalags ásamt fyrirbyggjandi ráðstöfunum og áfallastýringu, t.d. af því tagi sem nú eru í uppsiglingu innan evrusvæðisins, er ekki fullnægjandi til að verja borgara ríkja sem mynda gjaldmiðilsbandalag fyrir skaðlegu samspili fjármálakerfis og ríkisfjármála kemur til álitu að styrkja samtryggingu ríkjanna á sviði opinberra fjármála enn frekar. Tvær leiðir

74. Breytingar á reglum ESB sem miða að því að draga úr hallarekstri og þjóðhagslegu ójafnvægi tóku gildi í desember 2011. Reglusetningin gengur undir heitinu „sixpack“ vegna þess að um er að ræða sex reglugerðir, þar af tvær breytingar á reglugerðum og fjórar nýjar. Reglurnar fela í sér aukið eftirlit og eftirfylgni og varða fjórar þeirra fyrst og fremst ríkisfjármál en tvær miða að því að draga úr þjóðhagslegu ójafnvægi. Þessar reglur gilda fyrir öll aðildarríki Evrópusambandsins. Í maí árið 2013 tóku svo gildi tvær reglugerðir til viðbótar, svokallaður „twopack“, sem gilda aðeins fyrir evruríkin. Samkvæmt fyrri reglugerðinni ber öllum evruríkjum að leggja drög að fjárlögum fyrir framkvæmdanefnd ESB fyrir 15. október ár hvert, en síðari reglugerðin kveður á um aukið eftirlit með löndum sem glíma við alvarlegan fjármálastöðugleikavanda, eru undir auknu eftirliti sakir þjóðhagslegs ójafnvægs (e. Excessive Imbalances Procedure) eða njóta fjárhagslegrar aðstoðar (EFSM/EFSS/ESM/IMF).

koma þar til álitu, leið matskenndra stefnuákvæðana (e. discretionary policy) eða sjálfvirk sveiflujöfnun. Dæmi um hið fyrrnefnda eru hugmyndir um stofnun harðindasjóðs (e. rainy-day fund) sem m.a. voru settar fram af Tommaso Padoa-Schioppa Group (2012). Allard o.fl. (2013) komast að þeirri niðurstöðu að harðindasjóður sem næmi u.þ.b. 1½-2½ prósentu af landsframleiðslu gæti náð viðlíka sveiflujöfnun og gætir innan þýska sambandsríkisins.⁷⁵ Vandinn við þessa leið er hins vegar að hún getur verið of tafsöm, m.a. vegna tafa í gagnaöflun og ákvarðanatöku. Verði hún of tafsöm er hætt við að stefnan verði meðsvæifluhneigð (e. pro-cyclical) en ekki gagnsvæifluhneigð (e. counter-cyclical).

Því beinist athyglin einkum að því að styrkja sjálfvirka sveiflujafnara (e. automatic stabilizers) innan svæðisins með hætti sem veitir mestu fjármagni til þeirra ríkja sem verða fyrir mestum áföllum hverju sinni. Í skýrslu Evrópusambandsins frá 2012 og í *Five Presidents Report* (Juncker, 2015) er kallað eftir sjálfvirkri sveiflujöfnun af því tagi, t.d. með stofnun sameiginlegs atvinnuleysistryggingarsjóðs. Rökin fyrir hinni sameiginlegu sveiflujöfnun eru tvíþætt. Í fyrsta lagi getur skort á hvata til þess að reka sveiflujafnandi fjármálastefnu í löndum með mjög opin hagkerfi vegna þess að áhrifin „leka“ að miklu leyti út úr heimahagkerfinu með auknum innflutningi. Því þarf samstilltar aðgerðir til þess að áhrifanna gæti í nægilega ríki mæli og stefnuhvatarir séu réttir. Í öðru lagi felst mikilvæg samtrygging í því að mestir fjármunir flæði til þeirra svæða sem verða fyrir mestum áföllum hverju sinni, t.d. þegar bakslag verður í ákveðnum atvinnugreinum sem viðkomandi ríki er sérhæft í. Cottarelli (2012) bendir á að í sambandsríkjum eigi þorri tilfærslu á milli ríkja ekki rót sína að rekja til stefnuákvæðana miðlægs stjórnvalds heldur markaðrar útgjaldastefnu sem sé næm fyrir hagsveiflunni eins og t.d. atvinnuleysisbótakerfis eða til tekjuöflunar sambandsríkisins sem einnig er næm fyrir gangi hagsveiflunnar og leiðir því til tilfærslu þegar sveiflur eru ekki fyllilega samhæfðar.

Sameiginlegt atvinnuleysistryggingarkerfi hefði sveiflujafnandi eiginleika bæði fyrir efnahag svæðisins alls og þjóðarbúskap einstakra aðildarríkja. Þetta kann að vera mikilvægara en virðist við fyrstu sýn í ljósi þess að gagnvirgni virðist vera á milli áhættudeilingar fyrir tilverknað fjármálamarkaða og áhættudeilingar fyrir

75. Í því myndi felast að 80% svæðisbundins tekjuskells yrðu jöfnuð út samanborið við 40% án slíks sjóðs. Sjóðurinn yrði töluvert stærri en núverandi fjárlög ESB, en „evru-eldveggurinn“ svonefndi sem ESM/EFSS myndu nam mest 7½ prósentu af landsframleiðslu. Munurinn á slíkum sjóði og ESM/EFSS liggur einkum í því að harðindasjóðurinn myndi veita fyrirfram stuðning. Hann væri líka auðveldari í framkvæmd en sameiginleg fjárlög og myndi ekki fela í sér samsvarandi framsal á fullveldi í ríkisfjármálum.

tilverknað ríkisfjármála, sbr. t.d. Furceri & Zdzienicka (2013).⁷⁶ Horfa má til atvinnuleysistryggingarkerfis Bandaríkjanna í því sambandi. Atvinnuleysi bregst þó við tekjuskellum með nokkurri töf sem getur leitt til seinvirkari áhrifa en æskilegt væri. Mikilvægt er talið að greiðslur úr hinum miðlæga sjóði nái einungis til skammtímaatvinnuleysis, því að ella gæti hann haft í för með sér freistnivanda, þ.e.a.s. dregið úr hvata aðildarríkja til að gera kerfisbreytingar á vinnumarkaði í því skyni að ráða bót á langtímaatvinnuleysi.

Alcidi og Thirion (2017) komast þó að þeirri niðurstöðu að sú ályktun að vandi evrusvæðisins felist einkum í skorti á atvinnuleysisbótakerfi að hætti Bandaríkjanna byggist á ofmati á milliríkja-jöfnunareiginleikum kerfisins. Sjálfvirk sveiflujöfnun evruríkjanna sé í raun sterkari en í Bandaríkjunum, en forskot Bandaríkjanna felist í sterkari sjálfvirkri sveiflujöfnun fjármálamarkaða, sameiginlegu innstæðutryggingarkerfi og tilfallandi (e. discretionary) útgjaldaaukningu á samdráttartímum.⁷⁷ Rétt er að hafa í huga að slíkt sveiflujöfnunarkerfi felur ekki endilega í sér varanlega tilfærslu frá einu aðildarríki til annars. Sé horft til nægilega langs tíma er líklegt að flest lönd muni einhvern tímann njóta greiðslna úr sameiginlegum tryggingarsjóði eða tilfallandi útgjaldaauka þegar áföll verða. Áætlað er að hefði slík sveiflujöfnun verið til staðar í evrulöndum undanfarin 30 ár hefðu öll aðildarlöndin notið jákvæðra tilfærslna einhvern tímann á tímabilinu.⁷⁸

Enn ríkari samtrygging fælist í sameiginlegri skulda-bréfaútgáfu aðildarríkjanna, t.d. á vegum sjálfstæðrar stofnunar er hefði slíka útgáfu með höndum og nyti forgangs sem kröfuhafi (e. preferred creditor status). Sameiginleg útgáfa öruggra evruskulda-bréfa eða *öruggrar evrópskrar eignar* (e. European Safe Asset) af því tagi myndi stuðla að meiri stöðugleika með a.m.k. fernum hætti.⁷⁹ Í fyrsta lagi myndi sameiginleg ríkisskulda-bréfaútgáfa auka svigrúm aðildarríkjanna til að komast hjá meðsvæifluhneigðri fjármálastefnu, sem ríki eru oft nauðbeygð til að framkvæma þegar þau hafa orðið fyrir

áföllum sem leiða til skarprar hækkunar ávöxtunarkröfu ríkisskulda-bréfa. Í öðru lagi kann sameiginleg skulda-bréfaútgáfa að bæta stöðugleika fjármálamarkaða með því að draga úr hættu á fjármagnsflóttu frá evrusvæðinu í örugga höfn (e. safe haven) utan svæðisins eða frá jaðarsvæðum inn á dýpstu skulda-bréfamarkaðina, sérstaklega markaðinn fyrir þýsk ríkisskulda-bréf. Flóttu fjármagns frá jaðarsvæðum inn á hinn sameiginlega markað evruskulda-bréfa er hægt að veita til baka með skipulegum hætti án þess að öflugustu aðildarríkin fái óeðlilega sterka stöðu eða hagnist á fjármagnsflóttanum (eða skuldsett ríki fái óeðlilega sterka stöðu sakir ótta við smitun). Í þriðja lagi getur hin sameiginlega skulda-bréfaútgáfa bætt miðlun peningastefnunnar vegna þess að ávöxtunarkrafa samtryggðu skulda-bréfa hækka ekki á svæðum sem verða fyrir áföllum. Í fjórða lagi getur sameiginleg skulda-bréfaútgáfa aukið hvata til að reka sjálfbæra ríkisfjármálastefnu vegna þess að töluverður munur mun myndast á milli ávöxtunarkröfu á hinum sameiginlega skulda-bréfamarkaði (e. Eurobonds eða E-bonds) og ávöxtunarkröfu á ríkisskulda-bréfamörkuðum einstakra aðildarríkja.⁸⁰

Verði ákveðið að efna til sameiginlegrar ríkisskulda-bréfaútgáfu evruríkjanna að einhverju marki, t.d. allt að 60% þakinu sem kveðið er á um í hagvaxtar- og stöðugleikasáttmálanum, sbr. ýmsar tillögur um myndun öruggrar evrópskrar eignar, yrði til evruskulda-bréfamarkaður sem að umfangi og dýpt myndi jafnast á við bandaríska skulda-bréfamarkaðinn. Það hefði þann ávinning í för með sér að fjármagn á flóttu frá einstökum svæðum innan sambandsins og frá löndum utan sambandsins myndi í auknum mæli beinast inn á hinn sameiginlega skulda-bréfamarkað og leiða til lækkunar vaxta á honum. Sameiginlega skulda-bréfaútgáfan gæti þannig stuðlað að mildun samdráttar og dregið úr tilhneingingu til þess að ávöxtunarkrafa á öll ríkisskulda-bréf jaðarríkja hækki og magni upp samdrátt í þeim ríkjum.⁸¹ Þótt sameiginleg skulda-bréfaútgáfa að 60% markinu myndi óhjákvæmilega fela í sér framsal mikilvægra valdheimilda til sameiginlegrar stofnunar fæli framsalið samt sem áður ekki í

76. Sjá yfirlit yfir rannsóknir á þessu sviði í Ioannou og Schäfer (2017). Af fjölda rannsókna á áhættudeilingu innan EMU og annarra gjaldmiðlabandalaga draga þeir þá ályktun að til þess að njóta ávinnings áhættudeilingar fyrir tilstilli samþættingar á sviði fjármála að fullu þurfi ákveðinn lágmarksstuðning samþættingar á sviði opinberra fjármála sem vinni gegn meðsvæifluhneigð fjármálamarkaða.

77. Samkvæmt Alcidi og Thirion (2017) jafnar atvinnuleysistryggingarkerfi evrusvæðisins 20% ósamhverfa skella en kerfi Bandaríkjanna 11%.

78. Sjá Furceri og Zdzienicka (2013) og Allard o.fl. (2013).

79. Hér verða þessum hugmyndum ekki gerð ítarleg skil, en fyrir þá sem vilja kynna sér þessar hugmyndir nánar gæti verið gott að byrja á nýlegri grein Leandro og Zettelmeyer (2019), þar sem hinar ólíku hugmyndir um sameiginlega skulda-bréfaútgáfu eru bornar saman, þó aðeins þær sem ekki fela í sér óskipta bótaábyrgð (e. joint and several liability). Þar er einnig að finna ýtarlega skrá yfir mikla flóru fræðigreina sem birtar hafa verið um þetta mál á undanföllum árum. Delpa og Weizsäcker (2010, 2011) fjalla hins vegar um skulda-bréfaútgáfu með óskiptri bótaábyrgð.

80. Ástæða munarins kann að vera margþætt en líklega skiptir mestu máli: i) dýpt hins sameiginlega markaðar og „safe haven“ áhrif, ii) staða útgefandans sem forgangskröfuhafa (e. preferred creditor) og iii) óskipt bótaábyrgð aðildarríkja (sé hún til staðar). Skulda-bréfamarkaðir einstakra aðildarríkja, fyrir skuldir umfram 60% af landsframléiðslu, yrðu grynri eftir breytinguna og áhættusamari, enda myndu evruskulda-bréfin njóta forgangs við greiðslufall. Munurinn á ávöxtunarkröfu þessara markaða felur í sér sterkari hvata fyrir aðildarríkin til að halda sig innan 60% viðmiðsins á skuldir hins opinbera. Æskilegra er að nota hvatakerfi til að stuðla að hóflegum skuldum hins opinbera fremur en reiða sig á refsíakvæði, á borð við þau sem er að finna í núverandi hagsvaxtar- og stöðugleikasáttmála, sem ala á sundrunu á meðal aðildarríkja og valda meðsvæifluhneigð ríkisfjármálastefnunnar.

81. Sjá t.d. Montoya og Buti (2019).

sér eiginlegt framsal valds yfir eigin ríkisfjármálum. Þvert á móti gæti slík tilhögun orðið tilefni til þess að auka sveigjanleika Hagvaxtar- og stöðugleikasáttmálans og fella niður ákvæði um refsiaðgerðir.

Því eru margar leiðir til þess að auka samtryggingu evrulandanna án þess að komið verði á umfangsmiklum sameiginlegum fjárlögum evruríkjanna, með þeim hætti að stofnað yrði sameiginlegt fjármálaráðuneyti er hefði yfir að ráða verulegum tekjustofnum og valdheimildum til að ráðstafa þeim. Meginávinningur aukinnar sameiginlegrar ríkisfjármálastefnu umfram fyrrgreind skref myndi einkum felast í meiri samtryggingu í formi sjálfvirkrar sveiflujöfnunar á tekjuhlið ríkisfjármálanna, ekki einungis útgjaldhlið. Enn sem komið er hafa slíkar hugmyndir ekki hlotið nægan hljómgrunn, enda telja margir gjaldmiðilsbandalagið þá farið að taka á sig mynd sambandsríkis í mun ríkari mæli en mörgum aðildarlöndum hugnast að svo stöddu.

Fullbúið þriggja stoða bankasamband og sameiginlegt atvinnuleysistryggingarkerfi gætu líklega farið langleiðina með að bæta sveiflujöfnunareiginleika evruríkjanna að því marki að þeir verði svipaðir og í stærri sambandsríkjum. Slík samtryggingarkerfi þurfa ekki að fela í sér róttækar breytingar á ríkisfjármálum aðildarríkjanna eða stofnun sameiginlegs ríkissjóðs, þótt það kunni að vera æskilegt. Jafnframt mætti auka svigrúm aðildarríkja sem eru í sjálfbærri skuldastöðu til þess að reka samstillta hagsveiflujafnandi ríkisfjármálastefnu með umbótum á ramma hagvaxtar- og stöðugleikasáttmálans. De Grauwe og Ji (2019) sýna að samspil hagvaxtar og raunvaxta gefi evruríkjunum umtalsvert svigrúm, að Grikklandi, Ítalíu og e.t.v. Frakklandi undanskildum, til að beita ríkisfjármálunum með hagsveiflujafnandi (örvandi) hætti. Til þess að slík stefna beri árangur þarf hún hins vegar að vera samstillt, sem vissulega væri auðveldara með aukinni sameiginlegri fjármálastjórn. Aukin samþætting ríkisfjármála var einn af fimm þáttum sem lögð var áhersla á í skýrslu framkvæmdanefndar ESB um dýpkun EMU (Juncker Report) árið 2015.

Sameiginleg skuldabréfaútgáfa virðist eiga lengra í land, enda þarf hún að vera þannig úr garði gerð að henni fylgi ekki umtalsverður freistnivandi. Sum aðildarríki verða því líklega tregari til að deila þeirri sneið úr eigin fullveldi með öðrum aðildarríkjum, jafnvel þótt ávinningurinn kunni að vera augljós, frá sjónarhóli heildarinnar og sérstaklega smærri aðildarríkja, og færa megi rök fyrir því að hún feli ekki í sér umtalsvert framsal valdheimilda svo lengi sem ríki halda skuldastöðu sinni innan þeirra marka sem kveðið er á um í hagvaxtar- og stöðugleikasáttmálanum. Jafnvel gæti svigrúm aðildarríkja til gagnsveiflumiðaðrar ríkisfjármálastefnu aukist.

Kostnaður sjálfstryggingar og jafnvægi tryggingar og sjálfs- ábyrgðar

17

Hér að framan hefur verið fjallað um samtryggingu eða áhættudeilingu sem felst í sameiginlegri greiðslumiðlun gjaldmiðilsbandalags, sameiginlegri skilameðferð og innistæðutryggingarkerfi bankasambands og samtryggingu sem ríkisfjármálasamband felur í sér. Ríki með opin hagkerfi og frjálssar fjármagnshreyfingar sem standa utan gjaldmiðilsbandalaga og bankasambanda njóta ekki ofangreindrar samtryggingar. Að því leyti eru þau berskjaldari fyrir ytri áföllum en aðildarlönd gjaldmiðilsbandalags og bankasambands. Á hinn bóginn búa þau að sumu leyti yfir meiri sveigjanleika til aðlögunar.

Án samtryggingar verða ríki annaðhvort að sætta sig við afleiðingarnar, sem kalla má leið *sjálfsábyrgðar*, eða grípa til annarra varúðarráðstafana, þ.e.a.s. *sjálfs-tryggingar*. Jafnan er farið bil beggja. Gjaldeyrisforði, eitt mikilvægasta sjálfstryggingartæki lítilla landa með opinn þjóðarbúskap, er t.d. byggður upp að því marki að hann nægi til þess að mæta stórum áföllum í utanríkisviðskiptum eða fjármagnshreyfingum, en ekki þannig að dugi til að koma í veg fyrir umtalsverða lífskjaraskerðingu í tilfelli stærri áfalla, enda væri forði sem nægir til þess líklega of dýr að flestra mati. Því má segja að lönd greiði „iðgjald“ sem ræðst af því hve ríka sjálfsábyrgð þau taka á sig. Í alvarlegum tilvikum er einnig mögulegt að grípa til fjármagnshafta eða annarra einangrunaraðgerða (e. ringfencing) til þess að draga úr kostnaði sjálfsábyrgðarinnar, en slíkar lausnir fela einnig í sér óbeinan kostnað, bæði fyrir viðkomandi ríki og lönd sem eiga við það viðskipti.⁸²

Iðgjaldið fyrir fullnægjandi tryggingarvernd gegn röskun í greiðslujöfnuði felst í vaxtamun á milli eigna í gjaldeyrisforða og fjármögnunar hans. Vegna þess að forðinn þarf að vera tiltækur með skömmum fyrirvara, þegar nauðsyn krefur, þurfa eignir að vera öruggar og auðseljanlegar. Auðseljanlegar og öruggar eignir bera almennt lægri vexti en erlend lán til lengri tíma, sem tekin eru til að fjármagna forðann, eða innistæðuvextir í innlendum gjaldmiðli sé forðinn byggður upp með inngrípum. Munurinn getur þó verið mjög breytilegur eftir markaðsaðstæðum og innlendu vaxtastigi.⁸³

Vegna þess að „iðgjald“ fullkominnar sjálfs-tryggingar er hátt, kjósa flest lönd að taka á sig verulega „sjálfsábyrgð“ og sætta sig við allnokkurn óstöðugleika sem getur fylgt peningalegri sjálfspurfurastefnu. Í því felst að tilfallandi gengishreyfingar og viðbrögð peningastefnu (án þess að það sé markmiðið) deili að verulegu leyti kostnaði áfalla á milli borgaranna með sjálfvirkum hætti um leið og hann fellur til í stað þess að greitt sé hátt iðgjald fyrirfram.⁸⁴ Í stað þess að byggja upp gjaldeyrisforða sem dugir til að koma í veg fyrir að gengislækkun verði svo mikil að hún valdi verulegri verðbólgu, er gengi gjaldmiðilsins leyft að falla þegar land verður fyrir áfalli. Þannig aðlagar kaupmáttur sig að gjaldeyristekjum, en vextir þurfa oft að hækka til þess að koma í veg fyrir að þrálát verðbólga festist í sessi. Peningastefnan hefur þannig með óbeinum hætti áhrif á hvernig kostnaðurinn fellur á herðar almennings. Því meiri sem sjálfsábyrgðin

82. Fjárstreymisstýring (e. capital flow management) er einangrunaraðgerð sem gripið hefur verið til í auknum mæli undanfarin ár, sbr. sérstaka bindiskyldu sem Seðlabankinn lagði á um nokkurra ára skeið í því skyni að draga úr innstreymi skammtímafjármagns sem talið var að gæti orðið óstöðugt við losun fjármagnshafta. Kostnaður við slík fjárstreymistæki er að líkindum mun minni en kostnaður af almennum fjármagnshöftum og þau geta komið í veg fyrir að nauðsynlegt verði að beita viðtækum fjármagnshöftum síðar.

83. Í tilfelli Íslands var kostnaðurinn óvenjuhár um árabíl. Á árinu 2016 var fjárhagsleg niðurstaða Seðlabankans af forðaeignum og skuldum neikvæð um 11 ma.kr. og u.þ.b. 20 ma.kr. ef tekið er tillit til skulda ríkissjóðs í erlendum gjaldeyri eða u.þ.b. 1% af landsframleiðslu. Það var þó líklega hátöppur sem seint verður klifinn aftur.

84. Að velja verulega sjálfsábyrgð eða jafnvel tryggja ekki getur verið skynsamleg ákvörðun þegar tiltölulega lágar fjárhæðir eru í húfi eða óyfirstíg-
anlegur freistnivandi gerir tryggingar dýrar.

er, þ.e.a.s. gjaldeyrisforðinn minni, því meiri líkur eru á miklum tekjutilfærslum í þjóðarbúinu. Slíkar tilfærslur geta falið í sér velferðartap, sem vert er að skoða aðeins nánar.

Þegar áfall leiðir til fjármagnsflotta getur kostnaður fallið á almenning og þjóðarbúið með þrennum hætti. Í fyrsta lagi getur framleiðslugeta þjóðarbúsins í heild dregist saman. Gengisfall og óhjákvæmileg vaxtahækkun í kjölfarið ýta undir samdrátt fjármunamyndunar og einkaneyslu og lækkun eignaverðs. Jafnframt dragast tekjur hins opinbera saman og vaxtabyrði ríkis og sveitarfélaga eykst. Samdrátturinn leiðir því að öðru óbreyttu til hallarekstrar sem getur grafið undan trausti og aukið vaxtakostnað ríkisins á erlendum mörkuðum. Peningastefnuviðbrögð við fjármagnsflotta eru því sem næst óhjákvæmilega til þess fallin að dýpka samdráttinn fyrst í stað. Takist vel til er þessi kostnaður aðeins tímabundinn, en í versta falli getur dregið úr hagvexti um langt skeið eftir hrun fjárfestingar. Þegar af þeirri ástæðu er því nokkurs virði að hafa uppi viðbúnað sem getur mildað aðlögunina.

Í öðru lagi geta orðið tilfærslur eigna, tekna (eða kaupmáttar) og skulda á milli innlendra hópa sakir gengisadlögunar og vaxtabreytinga, einkum frá skuldugum aðilum til ákveðinna hópa fjármagnseigenda. Að því marki sem hærri vextir fela í sér tilfærslu á milli hópa *innlendra* aðila, ber e.t.v. að skoða tilfærslurnar sem félagslegan kostnað fremur en þjóðhagslegan. Tilfærslur verða einnig vegna tekjusamdráttar og aukinna útgjalda hins opinbera sem leggjast mispungt á ólíka hópa skattgreiðenda og þá sem fá greiðslur frá hinu opinbera. Hinn félagslegi kostnaður felst m.a. í því að tilfærslurnar geta grafið undan félagslegri samstöðu, aukið togstreitu á milli félagslegra hópa og valdið óstöðugleika á vinnumarkaði.

Í þriðja lagi geta orðið tilfærslur vaxtatekna og -gjalda frá innlendum aðilum til erlendra. Nægilega aðhaldssöm peningastefna er forsenda þess að endurheimta stöðugleika verðlags og gjaldmiðilsins og koma í veg fyrir vitahring verðbólgu, launa og snarpra gengisbreytinga í kjölfar áfalla. Að jafnaði eru þessi áhrif skammvinn og breyta ekki tekjuskiptingu til langframa. Þegar gengishreyfingar verða miklar er hins vegar óhjákvæmilegt að peningastefnan ýti undir samdrátt og leiði til tilfærslu frá innlendum skuldurum til innlendra fjármagnseigenda annars vegar og aukinna gjalda innlendra aðila til erlendra hins vegar. Aukin vaxtagjöld kunna m.a. að falla á ríkissjóð, en sem tekjur í skaut erlendra aðila sem eiga hluta skuldabréfa ríkissjóðs. Þetta er beinn þjóðhagslegur kostnaður.

Kostnaður við gjaldeyrisforða er hluti af herkostnaði peningalegs fullveldis með sjálfstæðum gjaldmiðli og

peningastefnu.⁸⁵ Þótt ýmsum finnist tryggingariðgjaldið vera nokkuð hátt þarf að veða þann kostnað á móti ábata af forðanum í formi aukins trausts á mörkuðum, stöðugra gengis, stöðugra verðlags og fjármálastöðugleika. Fjárstreymistæki af svipuðu tagi og bindiskyldan sem Seðlabanki Íslands lagði á nýtt innstreymi erlends skammtímafjármagns nýlega og einnig önnur þjóðhagsvarúðartæki geta dregið nokkuð úr þeim kostnaði sem fylgir stórum gjaldeyrisforða. Aðild að gjaldmiðilsbandalagi, greiðslumiðlun þess og öðrum þáttum samtryggingar felur hins vegar í sér samsvarandi ávinning án verulegs tilkostnaðar. Leið samtryggingar er, eins og áður var nefnt, að jafnaði ódýrari en leið sjálfstryggingar.

Það verð sem aðildarríki gjaldmiðilsbandalags greiða fyrir samtryggingu gegn áföllum er fyrst og fremst deiling fullveldis eða framsal valds á ákveðnum sviðum til fjölpjódlegra stofnana og þar með minna svigrúm til að laga peninga- og gengisstefnuna að innanlandspörfum til skemmri tíma litið. Það á við hvort heldur farin er leið fullburða ríkisfjármálasambands eða bankasambands. Svigrúm til að beita stjórnækjum peningastefnu sjálfstætt og endurskipuleggja eða slíta fjármálafyrirtækjum í vanda er minna en hjá ríkjum með eigin gjaldmiðil og peningastefnu. Á hinn bóginn er rétt að hafa í huga að í tilfelli alvarlegrar greiðslujafnaðar-, fjármála- og skuldakreppu er viðbúið að ríki þurfi, óháð framkvæmd peningastefnu, að lúta ýmsum skilyrðum lánveitenda þegar þau leita aðstoðar til að fjármagna halla tímabundið eða endurfjármagna skuldir. Við þær aðstæður getur fullveldi í peninga- og ríkisfjármálum fremur verið formlegt en raunverulegt, þ.e.a.s. svo lengi sem efnahagsáætlunin sem unnið er eftir varir. Slíkt var hlutskipti Íslands þegar landið þurfti að leita á náðir Alþjóðagjaldeyrissjóðsins síðla árs 2008, eftir bankahrunið mikla um haustið.

85. Aðildarlönd gjaldmiðilsbandalags þurfa auðvitað einnig að hafa einhvern gjaldeyrisforða vegna viðskipta við lönd utan svæðisins, en þurfa aðeins brot þess forða sem þau annars þyrftu, enda helstu viðskiptalönd jafnan innan bandalagsins auk þess sem gjaldeyrismarkaður sem viðskipti með hinn sameiginlega gjaldmiðil eiga sér stað á er mun dýpri og því litlar líkur á myndun spirala sem valdið geta stórum sveiflum.

Sjálfstæðisbarátta Íslendinga og hugmyndin um peningalegt fullveldi

18

Fátt bendir til þess að í aðdraganda fullveldis Ísland árið 1918 eða fyrstu árin á eftir hafi peningalegt fullveldi verið lagt að jöfnu við stjórnmalalegt fullveldi. Það er skiljanlegt í ljósi þess að gullfótur hafði verið hin ráðandi hugmyndafræði um skipan peningamála frá miðri 19. öld, þótt hinar stríðandi þjóðir hafi neyðst til að hverfa tímabundið frá innlausnarskyldu pappírspeninga á meðan á styrjöldinni stóð eða í kjölfar hennar. Í flestum löndum álfunnar var stefnt að því að endurheimta fyrra gullvirði peninga eftir stríðið. Ákvörðun Breta um að endurreisa fyrra gullvirði breska pundins er af mörgum talin ein helsta ástæða gríðarlegs samdráttar og verðhjöðunar sem hófst nokkrum árum áður en heimskreppan mikla reið yfir heimsbyggðina á 4. áratug 20. aldar. Sama stefna var uppi á Norðurlöndunum, sem höfðu haft með sér myntbandalag frá árinu 1873 sem byggt var á gullfæti. Svíþjóð endurreisti fyrra innlausnarvirði árið 1924, Danmörk 1927 og Noregur 1928. Ísland var komið vel á veg árið 1925, þegar horfið var frá þeirri stefnu sem mörkuð hafði verið.

Þverpólitísk sátt virðist hafa verið um að Ísland yrði aðili að hinu norræna myntsamstarfi sem fullvalda ríki. Sérlegur hvatamaður þeirrar stefnu að endurreisa gullvirði íslensku krónunnar var Jón Þorláksson formaður Íhaldsflokksins og síðar Sjálfstæðisflokksins. Jón Þorláksson (1929) segir svo um Skandinavíska myntbandalagið:

Þegar við fengum sjálfstæði okkar viðurkennt 1918, þá kom sú spurning upp um þennan samning, eins og svo marga aðra, hvort Ísland ætti að ganga inn í samninginn sem sjálfstæður aðili, fjórða ríkið á Norðurlöndum. Þessu var auðvitað svarað játandi af Íslendinga hálfu, og það var útveguð viðurkenning frá hinum fyrir því að þeir tækju okkur inn sem fjórða

aðilann. Þetta var eitt af táknum fullveldisins sem við vildum ekki láta hjá líða að notfæra okkur, til þess að sýna út á við, að við værum orðnir sjálfstætt ríki.

Jón leit því ekki aðeins á deilingu fullveldisins með öðrum norrænum fullvalda þjóðum frá sjónarhorni hagrænnar kostnaðar- og ábatagreiningar, eins og nútímahagfræðingum er tamt að gera, heldur beinlínis sem eitt af táknum fullveldisins. Hve sjálfsgagt ráðamönnum þess tíma þótti að deila nýfengnu fullveldi í myntbandalagi með öðrum þjóðum skýrist e.t.v. að nokkru leyti af því hve einföld og tæknileg peningastefnuregla gullfótarins var, enda voru Keynesískar hagstjórnarhugmyndir ekki farnar að ryðja sér til rúms á þessum árum, þar sem eitt af helstu hlutverkum stjórnvalda fullvalda ríkis er að finna æskilegt hagstjórnarjafnvægi á milli verðlags, vaxta, gengis og atvinnustigs innan þess. Spurningin um aðild Íslands hefur því eflaust fremur verið hvernig en ekki hvort Ísland yrði aðili, þ.e.a.s. hvort heldur landið yrði aðili sem fullvalda ríki eða sem hjálenda Danmerkur.⁸⁶ Ekki var þó full samstaða um hina gríðarlega aðhaldssömu ríkisfjármálastefnu Jóns Þorlákssonar, en stefnan knúði fram verðhjöðnun sem var forsenda þess að hægt væri að endurreisa fyrra innlausnarvirði krónunnar. Innlausnarvirðið var hækkað úr 56% af upphaflegu innlausnarvirði í árslok 1923 í 65% sumarið 1925 og 85% þá um haustið, þegar krónan var fest til bráðabirgða við breska pundið.

Einbeittur vilji ráðamanna á fyrstu árum fullveldisins til að stuðla að peningalegum stöðugleika birtist einnig skýrt í álitum millipinganevndarinnar sem skipuð

86. Eins og kemur fram í ritgerð Jóns var aðildin einnig liður í því að fá viðurkenningu á fullveldinu frá hinum Norðurlöndunum sem fólst í því að þau viðurkenndu rétt íslenskra stjórnvalda til að gera fjölþjóðlega samninga, þ.e.a.s. deila fullveldinu með öðrum fullvalda ríkjum.

var árið 1925. Í álitni nefndarinnar var lagt til að stofnaður yrði sjálfstæður seðlabanki. Þar var skýrt kveðið á um sjálfstæði bankans, með hugmyndum um skipan Landsbankanefndar til 6 ára, með hætti sem tryggði að þingmeirihluti á einu tímabili gæti aldrei náð fullum yfirráðum í bankanum og takmörk voru sett á lánveitingar til ríkissjóðs.⁸⁷ Tvær meginhugmyndir nútímans um framsal peningalegs fullveldis til sjálfstæðs seðlabanka og deilingu þess fullveldis í myntbandalagi með helstu viðskiptalöndum voru því ráðandi fyrstu árin eftir stofnun fullvalda ríkis. Eftirmálar tveggja styrjalda og heimskreppan á milli þeirra leiddu hins vegar til þess að þessar hugmyndir runnu út í sandinn, en við tók hugmyndafræðilegur bræðingur félagshyggju, ríkisafskiptastefnu og Keynesískra hugmynda um hagstjórn.

Fastgengisstefnan gagnvart breska pundinu stóð allt til ársins 1939 og leiddi til þess að þegar Bretland hrökklaðist af gullfætinum í september árið 1931 fylgdi íslenska krónan með í fallinu. Líklegt er að hin óbeina gulltenging krónunnar hefði rofnað fyrr en síðar, enda hafði hin mjög svo aðhaldssama ríkisfjármálastefna Jóns Þorlákssonar vikið fyrir útgjaldastefnu ríkisstjórnar Tryggva Þórhallssonar (og Jónasar frá Hriflu) árið 1927, sem fékk vart staðist nema um skamma hríð á meðan viðskiptakjör bötnuðu en ýtti undir banka- og gjaldeyris-kreppu þegar sló í bakseglin árið 1931. Gullforði landsins var þá að þrotum kominn og Landsbankinn átti erfitt með að endurfjármagna erlend lán.

Með stjórn Tryggva fór í hönd tímasteið þar sem peningalegur stöðugleiki vék smám saman fyrir öðrum markmiðum í hagstjórninni. Stefnan í ríkisfjármálum samrýmdist ekki jafnvægi í greiðslujöfnuði, enda fjármagnaði peningaprentun Landsbankans ríkissjóð í auknum mæli. Pólitísk afskipti af stefnu bankans fóru vaxandi, þvert á hugmyndir milliþinganefndarinnar 1925, og stefnan einkenndist æ meir af fráhrarfi frá markaðsvöxtum. Í stað þess að ráðast að rót vandans var innflutningshöftum beitt í æ ríkari mæli.

Þótt í orði kveðnu væri samstaða um það markmið að viðhalda fastgengi virðist lengst af engin samstaða hafa ríkt um efnahagslegar forsendur fyrir trúverðugleika markmiðsins. Er sú saga rakin ágætlega af Ásgeiri Jónssyni o.fl. (2018). Þar er bent á að þau sögulegu tímamót hafi orðið í ársbyrjun 1941 að viðskilnaður hafi orðið með

nafnlaunum og raunlaunum. Upphaflega stafaði hann væntanlega af þensluáhrifum hernáms Breta árið áður og setu Bandaríkjahers í kjölfarið, en ekki sér fyllilega fyrir endann á honum enn. Miklar launahækkanir sem fylgdu hersetunni leiddu til stöðugrar hækkunar raungengis, sem gróf undan samkeppnisstöðu. Þegar dró úr innspýtingunni og viðskiptakjarabatinn gekk til baka í lok stríðsins var sífellt viðameiri gjaldeyrishöftum og fjölgengiskerfi beitt er miðaði að því að halda viðskiptajöfnuði í skorðum, útflutningsgreinum gangandi og koma í veg fyrir fall krónunnar. Gengi krónunnar var þó fellt árið 1950, en án þess að aðrar umbætur fylgdu. Áhrif þess á greiðslujöfnuð urðu því skammvinn og áfram var stuðst við flókið kerfi hafta og styrkja næsta áratuginn.

Viðreisnarstjórnin, sem sat árin 1959-1971, felldi loks gengi krónunnar, eins og óhjákvæmilegt var þegar stríðsgróðans naut ekki lengur við, og tók um leið mikilvæg skref í átt til aukins viðskiptafrelsis og losunar gjaldeyrishafta. Peningamálastefnan var hins vegar fremur sniðin að skammtímapörfum efnahagslífsins, einkum sjávarútvegsfyrirtækja, en peningalegum stöðugleika. Þessar áherslur færðust fremur í aukana á áttunda og níunda áratugnum, eða allt þar til að gengisstöðugleiki varð ein af meginforsendum svokallaðra þjóðarsáttarsamninga.

Ólíkt flestum Evrópuþjóðum sem brugðust við upplausn Bretton-Woods-kerfisins með því að leita nýrrar kjölfestu fyrir gjaldmiðla sína með tengingu við þýska markið var peningastefnan á Íslandi í raun án afgerandi kjölfestu (e. nominal anchor), þótt af og til tækist að halda genginu stöðugu um skamma hríð, allt þar til að Þjóðarsáttarsamningarnir voru undirritaðir 2. febrúar árið 1990. Stöðugt gengi var beinlínis forsenda þess samnings og átti þátt í að verðstöðugleiki ríkti um því sem næst átta ára skeið.⁸⁸ Eftir það fær stöðugleiki gengis og verðlags aukið vægi í hagstjórninni eins og víða annarsstaðar þótt Seðlabankanum hafi ekki verið tryggt fullnægjandi tækjasjálfstæði til þess að vinna að markmiði um stöðugleika gengis og verðlags fyrr en síðar. Ótvíræðan lagalegan grundvöll sjálfstæðis fékk bankinn loks árið 2001 og var tölusett verðbólgu-markmið tekið upp í kjölfarið.

87 Hugmynd nefndarinnar var að Landsbankanefndin yrði skipuð 15 mönnum sem kosnir yrðu af Alþingi til sex ára, en annaðhvort ár áttu fimm nefndarmenn að ganga úr nefndinni eftir hlutkesti. Landsbankanefndinni var ætlað að hittast einu sinni á ári og kjósa fjóra menn í bankaráð til fjögurra ára í senn, en ráðherra bankamála skyldi skipa bankaráðsformanninn. Bankaráðið átti m.a. að ákveða forvexti bankans og var því í raun nokkurs konar peningastefnunefnd. Sjá Ásgeir Jónsson o.fl. (2018) bls. 40.

88 Þess ber þó að geta að ákveðin stefnubreyting varð eftir að verðbólga náði hámarki árið 1983. Þá var gengið fellt um 15% en stefnt að því að halda því stöðugu framvegis. Þótt tímabil gengisstöðugleika yrðu skammvinn tókst þó að koma verðbólgunni úr 100% niður í u.þ.b. 30% áður en þjóðarsáttarsamningarnir ráku smiðshögg. Útbreiðsla verðtryggingar hefur væntanlega einnig stuðlað að því að auka stuðning við stefnu er miðaði að verðstöðugleika.

Fullveldi og framtíð peningastefnu á Íslandi

19

Að loknu aldarafmæli fullveldis stendur Ísland í meginatriðum frammi fyrir sömu spurningum og brunnu á stjórnvöldum á fyrstu árum Íslands sem fullvalda ríkis, um hagkvæmustu tilhögun peningamála og í hve ríkum mæli og hvernig framselja eigi fullveldi í peningamálum til sjálfstæðrar innlendrar stofnunar eða deila því með erlendri. Þótt líklega séu fáir reiðubúnir að ganga jafn langt í deilingu fullveldis til þess að tryggja peningalegan stöðugleika og Jón Þorláksson á þriðja áratug tuttugustu aldar hefur umræðan síðasta aldarfjórðunginn að ýmsu leyti færst nær sjónarmiðum hans. Nokkuð viðtæk sátt hefur t.d. ríkt á meðal hagfræðinga hérlendis og erlendis um þá niðurstöðu Kydland og Prescott að tímaósamkvæmni ákvarðana í peningamálum valdi því að vænlegast sé að ákvarðanir í peningamálum fylgi ákveðinni peningastefnureglu og flestir telja að það verði best gert með því að framselja vald í peningamálum til sjálfstæðrar stofnunar. Raddir efasemdarmanna hafa þó heyrst í auknum mæli eftir alþjóðlegu fjármálakreppuna.

Meiri ágreiningur er um hvort hin sjálfstæða stofnun eigi að vera innlend eða erlend og hversu auðvelt eigi að vera að hverfa frá þeim reglum sem peningastefnunni hafa verið settar. Að því leyti er hin pólitíska staða ólík því sem ríkti á fyrstu árum fullveldis, þegar viðtæk samstaða virðist hafa ríkt um aðild að Skandinavíska myntbandalaginu og litið var á deilingu peningalegs fullveldis með öðrum norrænum þjóðum sem sjálfsagða tjáningu nýfengins fullveldis.

Þrátt fyrir nokkuð almennan stuðning við sjálfstæði seðlabanka virðist stór hluti stjórnmálamanna telja mikilvægt að hið peningalega fullveldi sé aðeins framselt til innlendrar stofnunar. Annaðhvort meta þeir það svo að unnt sé að beita sjálfstæðri peningastefnu til að milda áföll sem einskorðast við innlendan þjóðar-

búskap án þess að fórna stöðugleika verðlags eða telja það mikilvægan þátt peningalegs fullveldis að geta án of mikils kostnaðar horfið frá markmiðum um peningalegan stöðugleika, þótt það sé á kostnað trúverðugleika stefnunnar.⁸⁹ Skortur á staðfestu og vilja til þess að gangast undir aga sem nauðsynlegur er til að viðhalda peningalegum stöðugleika hefur hins vegar ítrekað grafið undan trúverðugleika peningastefnunnar. Nauðsyn agaðrar efnahagsstefnu hefur hins vegar aukist eftir að fjármagnshreyfingar urðu frjálssar með EES-samningnum fyrir aldarfjórðungi.

Nokkrir samofnir þættir nýlegrar efnahagsþróunar gætu stuðlað að því að viðhorf til peningastefnunnar þróist enn frekar í átt til ríkjandi sjónarmiða áratuginn eftir að Ísland varð fullvalda:

1. Viðskiptalífið á Íslandi verður stöðugt alþjóðlegra og um leið háðara alþjóðlegum fjármálaskilyrðum. Gera má ráð fyrir að gengisáhætta í rekstri innlendra fyrirtækja fari vaxandi á ný samhliða þeirri þróun og valdi meiri kostnaði nema takist að varðveita stöðugleika í efnahags- og peningamálum mun betur en undanfarna áratugi.
2. Innlendir lífeyrissjóðir munu halda áfram að stækka. Til þess að ná fullnægjandi áhættudreifingu munu þeir þurfa að fjárfesta hlutfallslega meira erlendis. Við það mun gjaldeyrisáhætta þeirra að óbreyttu aukast, sem gæti haldið aftur af þróun í átt til hagkvæmustu samsetningar eigna.

89. Stjórnmálaumræða um fullveldi á Íslandi virðist reyndar oft rista fremur grunnt og algengt að einfaldlega sé gengið út frá því að fullveldi sé gott í sjálfu sér og framsal á því slæmt fremur en að rætt sé um kosti og galla framsals tiltekinnna valdheimilda.

3. Hreyfanleiki fjármagns mun líklega halda áfram að aukast á næstu árum, m.a. með tilkomu nýrra sam- tímagreiðslukerfa og samkeppni frá nýjum aðilum á lánsfjármarkaði.
4. Með stofnun bankasambands í Evrópu mun sam- trygging sem felst í aðild að Efnahags- og mynt- bandalagi Evrópu aukast til muna. Meiri samtrygging gerir aðild að gjaldmiðilsbandalaginu eftirsóknar- verðari frá sjónarhóli stöðugleika.
5. Viðhorf þeirrar kynslóðar sem nú er að koma inn á vinnumarkaðinn og koma mun á næstu árum er líklega alþjóðlegra en viðhorf fyrri kynslóða. Þeim fjölgar sem sjá fyrir sér að eyða a.m.k. hluta starfsæv- innar erlendis, eða elliárunum. Jafnframt fjölgar þeim á vinnumarkaði sem eiga uppruna í öðrum EES-löndum. Á næstu árum mun hagsmuna þeirra af nánari peningalegri samþáttun gæta í vaxandi mæli.

Ofangreindir áhrifaþættir hníga að því að draga muni úr ávinningi af sveigjanleika í gengis- og peninga- málum á næstu áratugum á sama tíma og ávinning- ur aukinnar samtryggingar á sviði peningamála muni aukast. Deiling peningalegs fullveldis með nálægum þjóðum gæti því aftur orðið að jafn sjálfsögðu tákni fullveldisréttarins og við upphaf hins fullvalda ríkis. Hitt er einnig mögulegt að uppgangur þjóðernissinnaðra afla beini þróuninni í gagnstæða átt. Tilhneiging til aukinnar verndarstefnu í utanríkisverslun, vaxandi ótti og andúð gagnvart innflytjendum, uppgangur öfgakenndra þjóð- ernissinna í sumum löndum Evrópu og útganga Breta úr Evrópusambandinu gætu bent til þess. Slík þróun gæti ekki aðeins reynt á innviði evrukerfisins og beint öðrum löndum á braut peningalegrar sjálfsþurftarstefnu heldur gæti hið alþjóðlega kerfi frjálsra viðskipta orðið fyrir alvarlegu bakslagi eða jafnvel liðið undir lok.

Í gegnum aldirnar hefur peningalegu fullveldi ríkja, óskiptu eða í samfélagi með öðrum ríkjum, verið beitt til þess að ná ólíkum markmiðum: til tekjuöflunar, til þess að efla viðskipti við önnur ríki eða innan ríkjasambanda og til þess að ná efnahagslegum markmiðum eins og fullri atvinnu eða stöðugu verðlagi. Markmiðin þrjú kunna að stangast á. Þannig getur t.d. tekjuöflunarmarkmiðið, sem jafnan yfirgnæfir önnur markmið á stríðstímum, rekist harkalega á efnahagsleg langtímamarkmið og markmið um viðskiptafrelsi sé ríkissjóður fjármagnaður með peningaútgáfu í ríkum mæli og lengi.

Til þess að koma í veg fyrir skaðleg langtímaáhrif hafa flest nútímaríki lagt lagalegar hindranir í götu framkvæmdavaldsins sem koma í veg fyrir að valdheimildum á sviði peningastefnu sé beitt til tekjuöflunar, a.m.k. með beinum hætti. Jafnframt hefur aukin meðvitund um tímaósamkvæmni ákvarðana í peningamálum, þ.e.a.s. mótsetning á milli skammtíma- og langtímaáhrifa peningastefnu sem valdið getur verðbólgu-slagsiðu í stefnumótun, leitt til þess að valdheimildir á sviði peningamála hafa í ríkum mæli verið færðar til sjálfstæðra stofnana sem sett eru skýr hagstjórnarmarkmið í lögum, t.d. verðbólgu-markmið eða markmið um stöðugt gengi eða vöxt peningamagns. Handhafar fullveldisréttarins, löggjafarþingin og stjórnvöld (sem höfðu valdið yfir peningastjórnuninni áður), hafa þannig séð sér hag í því að færa valdið og ábyrgðina fjær sér.

Peningastefna sem horfir til fárra ára hámarkar líklega ekki ávinning af milliríkjavíðskiptum. Smærri ríki þurfa öðrum fremur að glíma við togstreitu á milli þess markmiðs að efla milliríkjavíðskipti og hins að stuðla að fullri atvinnu á tímum ytri áfalla. Deilt er um hvort vegi þyngra á metaskálunum, hagkvæmni- og samtryggingarrökin fyrir deilingu fullveldis innan gjaldmiðilsbandalags eða

stöðugleikarökin fyrir „óskertu“ peningalegu fullveldi. Niðurstaðan ræðst að nokkru leyti af afstöðu stjórnvalda til tímaósamræmis ákvarðana í peningamálum annars vegar og því hversu mikið innlend fjármálaskilyrði geta í reynd vikið frá hinum alþjóðlegu. Sé tímaósamkvæmni til staðar í ríkum mæli ræðst árangur í peningamálum að miklu leyti af vilja stjórnvalda til að binda eigin hendur með framsali valdheimilda á sviði peningamála í hendur sjálfstæðrar stofnunar sem hefur verið sett skýrt markmið eða peningastefnuregla sem setur peningalegan stöðugleika (eða verðstöðugleika) í forgang.⁹⁰ Skiptir þá e.t.v. ekki öllu máli hvort hún er innlend, erlend eða fjölþjóðleg. Því samhæfðari sem innlendir og alþjóðlegir fjármálamarkaðir eru, því sterkari eru rökinn fyrir fjölþjóðlegu peningavaldi, því að fullt vald yfir stjórnþæki sem illa lætur að stjórn er lítils virði. Þau lönd sem eiga ekki kost á slíkri lausn þurfa í vaxandi mæli að styðjast við fjölþætt stjórnþæki (þ.m.t. á sviði þjóðhagsvarúðar) sem búa til ákveðna tregðu í virkni fjármálamarkaða.

Til eru þeir sem telja allt framsal valdheimilda frá kjörnum fulltrúum til sjálfstæðra stofnana bæði ólýðræðislegt og í andstöðu við hugmyndir um fullveldi þjóða, einkum ef vald er framselt til erlendra eða fjölþjóðlegra stofnana. Sé þeirri rökfærslu fylgt út í ystu öfgar myndu

⁹⁰ Í líkani Barro og Gordon (1983) reyna stjórnvöld (eða seðlabanki) að lágmarka verðbólgu og atvinnuleysi. Stjórnvöld hafa hag af því að telja fólk trú um að verðbólgan verði lítil en af því að þau geta minnkað atvinnuleysi þegar verðbólguvæntingar almennings eru fastar býst almenningur við meiri verðbólgu en stjórnvöld boða. Niðurstaðan verður verðbólgu-slagsiða. Hvort hægt er að brjóta slagsiðuna á bak aftur ræðst ekki beinlínis af því hvort stjórnvöld annist peningastjórnunina beint eða framselji hana til sjálfstæðs seðlabanka, heldur hinu hvort stjórnvöld kjósa að fylgja ákveðinni peningastefnureglu sem setur stöðugt verðlag í forgang en ekki atvinnu. Með því að fyrirskipa seðlabanka skv. lögum að fylgja einfaldri peningastefnureglu og skeyta einungis um verðstöðugleika og veita bankanum eða peningastefnunefnd lögvarið sjálfstæði til að framfylgja þeirri reglu án pólitískra afskipta má hins vegar auka verulega líkur á að reglunni verði fylgt.

dómstólar teljast ólýðræðislegir vegna þess að dómara-
eru ekki kjörnir. Sama ætti við um Samkeppniseftirlitið,
Matvælastofnun, Heilbrigðiseftirlit, Seðlabankann o.fl.
stofnanir og alla þá viðskiptasamninga sem gerðir hafa
verið í gegnum tíðina. Það eru hins vegar margvíslegar
ástæður fyrir því að handhafar fullveldis hafa framselt
valdheimildir á ýmsum sviðum til sjálfstæðra stofnana.
Eftirfarandi eru nokkrar hugsanlegar ástæður:

1. Beiting valdheimilda felur í sér freistnivanda sem
magnast vegna þarfar kjörinna fulltrúa til að endur-
nýja umboð sitt á fárra ára fresti. Togstreita getur t.d.
ríkt á milli skammtíma- og langtímaáhrifa beitingar
valdheimilda, sem sakir freistnivandans leiðir til þess
að skammsýnir stjórnámamenn, með hugann við
næstu kosningar, leggja of mikla áherslu á skamm-
tímaáhrif á kostnað langtímaáhrifa.
2. Beiting valdheimilda krefst mikillar sérfræðilækningar.
Ekki er raunhæft að kjósendur eða kjörnir fulltrúar
þeirra búi yfir þeirri þekkingu sem til þarf. Ekki myndi
hvarfla að neinum að fela stjórnámamanni störf
skurðlæknis þótt hann hafi mikilvægu hlutverki að
gegna við ráðstöfun fjár til heilbrigðiskerfisins og að
ákveða rammann sem sérfræðingar starfa innan.
2. Beiting valdheimilda er tæknilegt úrlausnarefni sem
felur ekki í sér umtalsverð tekjuskiptingaráhrif til
langs tíma eða áhrif á réttarstöðu ólíkra hópa sam-
félagsins. Bein aðkoma stjórnámamanna er því
ekki nauðsynleg og ætti að einskorðast við að setja
beitingu valdheimilda skýran ramma.
4. Ákvarðanir sem þarf að taka eru of tíðar til þess að
hagkvæmt sé að fela þær kjörnum fulltrúum.
5. Framsal valdheimilda eykur líkur á stöðugleika og
gerir líf borgaranna fyrirsjáanlegra.
6. Framsal eða deiling valdheimilda felur í sér takmark-
aðan valdamissi í reynd vegna þess að beiting þeirra
hefur takmörkuð og illa fyrirsjáanleg áhrif á innlend-
ar aðstæður eða henni fylgja umtalsverð úthrif (e.
externalities).
7. Framsal valdheimilda til sjálfstæðrar stofnunar styrkir
samvinnu á milli ríkja eða hópa og dregur úr líkum á
ófriði eða öðrum skaða vegna hagsmunaaðreksra.
8. Framsal valdheimilda er liður í áhættudeilingu eða
samtryggingu sem bætir öryggi allra borgara ríkis og
dregur úr hættu á stórum áföllum.
9. Framsal valdheimilda til sérhæfðra stofnana eykur
almennt traust í samskiptum borgaranna.
10. Framsal valdheimilda dreifir valdi og dregur þannig úr
hættu á því að valdabýrstrir menn með alræðistilburði
sölsa undir sig of mikil völd. Meðal vestrænna þjóða
hefur rík áhersla verið lögð á það sem á ensku er oft

kallað „checks and balances“. Raunar má segja að
þessi valddreifing sé eitt megineinkenni hins frjáls-
lynda lýðræðis sem hefur verið ríkjandi viðhorf á
Vesturlöndum um langt skeið, þótt nokkuð sé sótt að
því um þessar mundir.⁹¹

Þótt einstakar valdheimildir fullvalda ríkis séu
framseldar til sjálfstæðrar innlendrar eða erlendrar stofn-
unar felur það, sem fyrr segir, ekki í sér að ríki hætti
að vera fullvalda, fremur en einstaklingur hættir að
vera sjálfráða þegar hann undirritar lánasamning, gerir
ráðningarsamning við vinnuveitanda sinn eða geng-
ur í hjónaband. Handhafar fullveldisins, löggjafar- og
framkvæmdavaldið, setja framsali valdheimila ákveðinn
ramma og geta afturkallað framsalið, þótt það kunni
að vera kostnaðarsamt. Því má segja að framsal vald-
heimilda geti einmitt verið mikilvægt tákni fullveldis,
svo að notað sé orðalag Jóns Þorlákssonar (1929) um
Skandinávíska myntbandalagið, og ætti alls ekki að
leggja að jöfnu við afsal þess.⁹²

Ef valdheimildir á sviði peningamála eru skoðaðar í
ljósi ofangreindra tíu ástæðna fyrir framsali valdheimilda
til sjálfstæðrar stofnunar virðist ljóst að flestar þeirra
snerta ákvarðanir í peningamálum: i) Tímaósamkvæmni
ákvarðana í peningamálum felur í sér ríkan freistnivanda,
ii) ákvarðanir í peningamálum krefjast sérþekkingar á
sviði hagfræði og skyldra greina, iii) þær eru að miklu
leyti tæknilegt úrlausnarefni og hafa jafnan ekki mikil
tekjuskiptingaráhrif sé horft yfir hagsveifluna, iv) þær
eru tíðar og matskenndar, v) sjálfstæði þeirra sem taka
slíkar ákvarðanir hamlar gegn tímaósamkvæmni ákvarð-
ana, stuðlar að því að horft sé til langs tíma og eykur
þannig stöðugleika, vi) geta peningastefnunnar til að
hafa áhrif á innlend fjármálaskilyrði er háð verulegum
takmörkunum, vii) framsal valdheimilda til fjölpjóðlegrar
stofnunar dregur úr hættu á að ríki beiti peningastefnu til
skammtímaávinninga á sviði samkeppnistöðu, viii) getur
falið í sér umtalsverða óbeina áhættudeilingu og beina
samtryggingu (með þátttöku í gjaldmiðlabandalagi), ix)
eykur traust í viðskiptum leiði það til stöðugra verðlags
og gengis og x) gerir stjórnlyndum forystumönnum
erfiðara um vik en ella að misbeita peningavaldi í þágu

91. Ýmis álitæfni eru þó í þessum málum. Í mörgum enskumælandi löndum
þykir það t.d. mikilvægur hluti lýðræðisins og til þess fallið að koma í veg
fyrir of mikla stofnanavæðingu dómkerfisins að sekt sé sakborninga sé
ákveðin af kviðdómi skipuðum almennum borgurum en í flestum lönd-
um Evrópu er ríkjandi viðhorf að kviðdómari sé ekki nægilega faglegur. Í
sumum fylkjum Bandaríkjanna eru lögreglustjórar kosnir í almennri kosn-
ingu og stórum hluta embættismanna er skipt út í ráðuneytum þegar ný
stjórn tekur við.

92. Gagnlegt er að gera skýran greinarmun á *afsali* og *framsali* fullveldis eða
valdheimilda. Handhafar fullveldis geta samkvæmt ákveðnum leikreglum
tekið hið framselda vald til sín á ný. Orðið afsal hefur hins vegar á sér þá
áferð að vera varanleg afhending valdheimilda.

sérhagsmunaafli þannig að raski stöðugleika, þ.m.t. að heyja stríð.

Því má draga þá ályktun að hægt sé að færa sterk rök fyrir framsali valdheimilda á sviði peningamála til sjálfstæðra stofnana. Fjögur síðustu atriðin kunna að mæla með því að valdheimildum sé deilt með öðrum ríkjum. Þótt hugmyndir um sjálfstæði seðlabanka hafi mætt nokkuð vaxandi mótbyr í einstökum löndum á undanförunum árum í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar virðist ekki líklegt að horfið verði frá þeirri stefnu í meginatriðum. Tucker (2018) bendir á að rík samstaða hafi ríkt um framsal valdheimilda til tveggja aldurshniginnna stofnanna sem löng reynsla sé af, þ.e.a.s. dómstóla og hervalds. Þar hafi þróast djúpstæð viðmið og venjur um hvaða valdheimildir skuli framseldar og í hve ríkum mæli þær eru óháðar pólitísku eftirliti og afskiptum. Samstaða um sjálfstæði seðlabanka kann að vera að þróast í svipað horf, að mati Tucker, en það getur aðeins gerst í ákveðnu jafnvægi við auknar kröfur um gagnsæi og með skýrri afmörkun þess valds sem framselt er til valdhafa sem eru ekki kjörnir af hinum endanlega handhafa fullveldis, kjörgengum borgurum ríkisins. Í löggjafarþingum Bandaríkjanna, Bretlands og fleiri landa hafa lagasetningar verið til umræðu sem þrengja að valdsviði hinna sjálfstæðu seðlabanka.⁹³ Því má ætla að umfang framsals valdheimilda til seðlabanka, m.a. varðandi eftirlitsheimildir þeirra og reglusetningarvald, sé enn í mótun.

Meiri ágreiningur er um framsal valdheimilda á sviði peningamála til alþjóðlegrar stofnunar. Þetta á ekki síst við Seðlabanka Evrópu (ECB) sem hefur í raun meira sjálfstæði en nokkur annar seðlabanki, enda verður umboði bankans ekki breytt nema með samstöðu allra aðildarríkja ESB. Í tilfelli smærri og jafnvel meðalstórra eða allstórra ríkja eru mikilvæg rök fyrir deilingu valdheimilda á sviði peningamála í sameiginlegum seðlabanka aðildarríkja, líkt og í tilfelli EMU, að innlend stjórnvöld hafa í reynd afar takmarkað svigrúm til þess að einangra eigin þjóðarbúskap fyrir áhrifum breytilegra alþjóðlegra fjármálaskilyrða með fyrirsjáanlegum hætti og því að umtalsverður ávinningur felst í áhættudeilingu og samtryggingu með öðrum ríkjum, sem er meiri eftir því sem ríkin eru minni og því viðkvæmari fyrir óstöðugleika sem er af innlendum rótum runninn.

Í umræðunni um peningalegt fullveldi og peningalega samþáttun hefur ávinningur áhættudeilingar og samtryggingar horfið í skuggann af greiningu sem byggð er á sambræðingi hugmynda Keynes og monetarista um hagstjórn og kenningum um hagkvæmasta gjaldmiðils-

svæði. Í mörgum tilvikum hafa greinendur fyrirvaralaust gengið út frá því að unnt sé að beita peningastefnu með markvissum hætti í því skyni að jafna sveiflur af völdum sérstakra ytri áfalla með hjálp skilvirkra fjármagnsmarkaða sem ekki einkennast af tímaskeiðum bóla og örvæntingar, þótt reynslan og empírískar rannsóknir gefi ástæðu til að draga það í efa. Því meiri tilhneiging sem er til öfgafullrar og tilviljunarkenndrar hegðunar á fjármagnsmarkaði, því takmarkaðri sem geta stjórnvalda er til þess að halda uppi fjármálaskilyrðum á heimamarkaði sem víkja verulega frá ráðandi alþjóðlegum fjármálaskilyrðum og í því ríkari mæli sem tímaósamkvæmni ákvarðana í peningamálum gætir, því meiri ástæða er til að gefa áhættudeilingar- og samtryggingarþætti alþjóðlegrar samvinnu á sviði peningamála gaum. Það er úrlausnar-efni sem snýst ekki endilega um fullveldi Íslands á sviði peningamála heldur fremur tjáningu þess fullveldis með því að deila því með öðrum fullvalda ríkjum, með framsali valdheimilda á sviði peningamála til fjölþjóðlegrar stofnunar í stað innlendrar.

Með því að leggja saman krafta sína á sviði peningamála geta ríki náð betra valdi yfir fjármálalegum skilyrðum á sameiginlegu markaðssvæði, borgurunum til hagsbóta, í heimi þar sem stöðugt verður torsóttara að aðlaga fjármálaleg skilyrði að staðbundnum þörfum. Það sem réttlætir slíkt framsal er umtalsverð áhættudeiling og samtrygging sem felst í hinu alþjóðlega samstarfi á sviði peningamála. Reynslan af evrusamstarfinu bendir hins vegar til þess að ávinningur þess muni ekki koma fram að fullu nema aðildarlöndin séu reiðubúin til að dýpka samstarfið enn frekar með því að ljúka gerð bankasambands og auka samstarf á sviði ríkisfjármála nokkuð frá því sem nú er.

93. Um slíkar lagasetningar sjá Tucker (2018) bls. 10.

- Alcidi, C., og G. Thirion (2017). Fiscal Risk Sharing and Resilience to Shocks: Lessons for the euro area from the US, *CEPS Policy Brief*, maí.
- Aliber, R.Z., og G. Zoega (2019). A retrospective on the 2008 global financial crisis, í Aliber R. og G. Zoega (ritstj.). *The 2008 Global Financial Crisis in Retrospect*, Palgrave Macmillan, Cham, júní.
- Allard, C., P.K. Brooks, J.C. Bluedorn, F. Bornhorst, K. Christopherson, F. Ohnsorge, T. Poghosyan (2013). Toward a fiscal union for the euro area, *IMF Staff Discussion Note*, september.
- Asdrubali, P., B.E. Sørensen og O. Yosha (1996). Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990, *Quarterly Journal of Economics*, November.
- Álit millipingnefndar um bankamál 1925, álit meirihlutans (1926), Ísafoldarprentsmiðja.
- Ásgeir Daniélsson (2008). The great moderation Icelandic style, *Central Bank of Iceland Working Papers*, nr. 38, maí.
- Ásgeir Jónsson, Ásdís Kristjánsdóttir og Illugi Gunnarsson (2018). Framtíð íslenskrar peningastefnu, Endurmat á ramma peningastefnunnar, *forsætisráðuneytið*, júní.
- Bacchetta, P., og E. v. Wincoop (2013). On the unstable relationship between exchange rates and macroeconomic fundamentals, *Journal of International Economics*, bindi 91, 1. hefti, september 2013.
- Bernanke, B.S. (2004). The Great Moderation: Erindi á fundi *Eastern Economic Association*, Washington, DC, febrúar.
- Bernanke, B.S., og I. Mihov (1996). What does the Bundesbank target? NBER, Working Paper 5764, september.
- Bhatia, A.V., og S. Mitra, A. Weber, S. Aiyar, L.A. de Almeida, C. Cuervo, A.O. Santos og T. Gudmundsson (2019). A Capital Market Union for Europe, *IMF Staff Discussion Note*, SDN/19/07, september.
- Bilbow, J. (2016). Making the euro viable: the Euro Treasury Plan, *Journal of Economic Policies: Intervention*, 13. bindi, nr. 1.
- Bjarni Már Magnússon og Finnur Magnússon (2018). Ytra fullveldi frá sjónarhóli þjóðarréttar, í Guðmundur Jónsson (ritstj.), Frjálst og fullvalda ríki, Ísland 1918 – 2018, Sögufélag.
- Blanchard, O., og J. Simon (2001). The long and large decline in U.S. output volatility," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Bodin, J. (1576). *Six livres de la Republique*.
- Bordo, M.D., og L. Jonung (1999). The Future of the EMU: What does the history of monetary unions tell us, *NBER Working paper 7365*, september.
- Calvo, G.A., og E. G. Mendoza (2000). Rational contagion and the globalization of securities markets, *Journal of International Economics* 51.
- Cecchetti, S.G., R.N. McCauley og P.M. McGuire (2012). Interpreting TARGET2 balances, *BIS Working Paper nr. 393*, desember.
- Cottarelli, C. (2012). European fiscal union: A vision for the long run. Ræða flutt á *Gerzensee Conference*. 1.-2. nóvember 2012.
- Davis, L.E., C. Konstantinidis og Y. Tripodis (2017). A proposal for a federalized unemployment insurance mechanism for Europe, *European Journal of Economic Policies*, 14. bindi, nr. 1.
- De Grauwe, P., og Yuemei Ji (2012). What Germany should fear most is its own fear. An analysis of Target2 and current account imbalances, september.
- De Grauwe, P. og Yuemei Ji (2013). Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications, <https://voxeu.org/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications>, febrúar.
- De Grauwe, P., og Yuemei Ji (2019). Rethinking fiscal policy choices in the euro area, <https://voxeu.org/article/rethinking-fiscal-policy-choices-euro-area>, október.
- Delpla, J., og J. von Weizsäcker (2010). The blue bond proposal, *Bruegel Policy Brief*, maí.
- Delpla, J., og J. von Weizsäcker (2011). Eurobonds: The blue bond concept and its implications, *Bruegel Policy Contribution*, mars.
- Dollar, D. (2019). Invisible Links: Value chains transform manufacturing – and distort the globalization debate, *Finance & Development*, júní.
- Duval, G. (2016). The Euro: Why Joseph Stiglitz is wrong, <https://www.socialeurope.eu/euro-joseph-stiglitz-wrong>.
- Edwards, S. (2015a). Monetary policy independence under flexible exchange rate: An illusion?, *NBER Working Paper*, nr, 20893, janúar.

- Edwards, S. (2015b). The illusion of monetary policy independence under flexible exchange rate, voxeu.org, febrúar.
- Einarsson, B.G., Gunnlaugsson, K., Ólafsson, T.T., Pétursson, T.G. (2015). The long history of financial boom-bust cycle in Iceland – Part I: Financial crisis, Central Bank of Iceland Working Papers no 68.
- Einarsson, B.G., Gunnlaugsson, K., Ólafsson, T.T., Pétursson, T.G. (2016). The long history of financial boom-bust cycle in Iceland – Part II: Financial cycles, Central Bank of Iceland Working Papers no 72.
- European Commission (2015), Completing Europe's Economic and Monetary Union, report by Jean-Claude Juncker, in close cooperation with Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi and Martin Schulz.
- Fleming (1962), Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. IMF Staff Papers nr. 9.
- Foss, P.M. (2016), The Symbiotic Relationship Between Central Banking and Total War, Ron Paul Institute, september.
- Furceri, D., og Aleksandra Zdzienicka (2013). The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism? IMF Working Paper WP/13/198, September.
- Gaulier, G., V. Vicard (2013). The signature of euro area imbalances: export performance and the compositions of ULC growth, *Compent Policy Brief 02/2013*, ECB júlí.
- Ghosh, A.R., J.D. Ostry og M.S. Qureshi (2017), Taming the tide of capital flows, The MIT Press.
- Gross L. (1948). The Peace of Westphalia, 1648–1948, American Journal of International Law, janúar.
- Guðmundur Hálfðanarson (2007). „Glatast fullveldið við inngöngu í Evrópusambandið?“ *Ný staða Íslands í utanríkismálum. Tengsl við önnur Evrópulönd*, Silja Bára Ómarsdóttir, ritstj., Háskólaútgáfan.
- Guðmundur Hálfðanarson (2018), Saga fullveldishugtaksins frá frjálsu fullveldi konungs til fullveldis þjóðar, í Guðmundur Jónsson (2018) ritstj., *Frjálst og fullvalda ríki, Ísland 1918-2018*, Sögufélag.
- Guido, C., M. D. Pariès, P. Karadi, J. Körner, C. Kok, F. Mazelis, K. Nikolov, E. Rancoita, A. Van der Ghote og J. Weber (2020). Macroprudential policy measures: macroeconomic impact and interaction with monetary policy, *Working Paper nr. 2376*, febrúar.
- Imbs J., og L Pauwels (2019). Real convergence in the EMU, í 20 Years of European Economic and Monetary Union, ECB, september.
- Ioannou, D., og D. Schäfer (2017). Risk sharing in EMU: key insights from a literature review, SUERF Policy Note, nr. 21.
- Jón Þorláksson (1929). Úrlausn gengismálsins, erindi flutt í Landsmálafélaginu Verði 14. febrúar 1929.
- Juncker, J.-C., D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi og M. Schuz (2015). Completing Europe's Economic and Monetary Union, European Commission.
- Kalemli-Ozcan (2019). Comments on real convergence in the EMU, í 20 Years of European Economic and Monetary Union, ECB.
- Kalemli-Ozcan, S., B.E. Sørensen og O. Yosha (2004). Asymmetric shocks and risk sharing in a monetary union: updated evidence and policy implications for Europe, CEPR Discussion Papers nr. 4463.
- Kalemli-Ozcan, S., S. Manganelli, E. Papaioannou og J.L. Peydró (2008). Financial Integration and Risk-Sharing: The Role of the Monetary Union, grein kynnt á 5. ráðstefnu ECB, *European Central Banking Conference on the Euro at Ten: Lessons and Challenges*, október.
- Kennedy, E. (1998). The Bundes Bank, *German Issues 19*, American Institute for Contemporary German Studies, *The Johns Hopkins University*.
- Krugman, P.R. (1979). A model of balance-of-payments crises, *Journal of Money, Credit, and Banking* 11.
- Krugman, P.R. (1993). Lessons of Massachusetts for EMU; í: Tones F. og F. Giavazzi (ritstj.): *Adjustment and growth in the European Monetary Union*, Cambridge.
- Kydland, F.E. og E.C. Prescott (1977), Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans, *Journal of Political Economy* 85, júní.
- Leandro, Á. og J. Zettelmeyer (2019). The search for a euro area safe asset, Peterson Institute for International Economics, mars.
- Leiner-Killinger, N. og C. Nerlich (2019). Fiscal rules in the euro area and lessons from other monetary unions, European Central Bank, apríl.
- Lucas, R.E. (1987). Model of Business Cycles, Yrjö Johansson Lecture, Basil Blackwell.
- Már Guðmundsson (2008), Financial globalisation: key trends and implications for the transmission of monetary policy, BIS papers nr. 39.
- Már Guðmundsson (2016), Global financial integration and central bank policies in small and open economies, *Singapore Economic Review*, Vol. 61, No. 2.
- Mody, A. (2018), Euro tragedy: drama in nine acts, Oxford University Press.

- Montoya, L.A. og M. Buti (2019). The euro: From monetary independence to monetary sovereignty, <http://voxeu.org/artivle/euro-monetary-independence-monetary-sovereignty>.
- Mundell, R. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, 51.
- Mundell R. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates, *Canadian Journal of Political Science*, 29/4.
- Mundell, R (1973b). Uncommon Arguments for Common currencies, H.G. Johnson & A.K. Swoboda, *The Economics of Common Currencies*, Allen and Unwin, 1973.
- Mundell, R. (2002). Monetary unions and the problem of sovereignty, *The Annals of the American Academy*.
- Rey, Hélène (2014). The international credit channel and monetary autonomy, *Mundell-Fleming Lecture IMF*, nóvember.
- Rey, Hélène (2015). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper nr. 21162.
- Rose, A.K. og E. van Wincoop (2001), National Money as a barrier to trade: the real case for currency unions, *American Economic Review* (Papers and Proceedings), maí.
- Sandbu, M. (2016). Europe's orphan: The future of the euro and the politics of debt, Princeton University Press.
- Seðlabanki Íslands (2012). Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum, sérrit, september.
- Seikel, D. og A. Truger (2019). The Blocked Completion of the European Monetary Union: Making the case for a pragmatic use of fiscal leeway, september.
- Stiglitz, J.E. (2016). Euro, How a Common Currency Threatens the Future of Europe, W.W. Norton & Company.
- Streinberg, F. (2018). The euro as „modernity“ – explaining the higher levels of support for the euro in southern Europe, í *The Euro Paradox: Explaining the Resilience of the Single Currency*, Working Paper, Reserach Division EU/Europe, Stiftung Wissenschaft und Politik, German Institute for International and Security Affairs.
- Sørensen, B.E., L. Wu og O. Yosha (2002). Home bias and international risk sharing: twin puzzles seperated at birth, mimeo, University of Houston, Binghamton University og Telaviv University.
- Thirion, G. (2017). European fiscal union: Economic rationale and design challenges, *CEPS Working Document* nr. 01-2017, janúar.
- Tommaso Padoa-Schioppa Group (2012). Completing the Euro: a roadmap toward fiscal union in Europe, <http://www.eng.notre-europe.eu/011-3317-Completing-the-EuroA-road-map-towards-fiscal-union-in-Europe.html>, júní.
- Tucker, P. (2018). *Unelected power*, Princeton University Press.
- Vehlan, K. (2012). TARGET2 and central bank balance sheets, University College Dublin School of Economics, nóvember.
- Zimmermann, C. (2013). The concept of monetary sovereignty revisited, *The European Journal of International Law*, 24. bindi nr. 3.
- Pórarinn G. Pétursson (2010). Inflation control around the world: Why are some countries more successful than others?, í D. Cobham, Ø. Eitrheim, S. Gerlach og J. F. Qvigstad (ritstj.) *Twenty Years of Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects*, Cambridge: Cambridge University Press.

