



12. október 2012

## Staðlausar staðhæfingar um staðreyndavillur:

Svar við greininni „Staðreyndavillur í skýrslu Seðlabankans“

Gunnar Gunnarsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson  
*Hagfræði- og peningastefnusviði Seðlabanka Íslands*

### Inngangur

Hinn 26. september sl. birtu þeir Manuel Hinds og Heiðar Már Guðjónsson grein í *Fréttablaðinu* þar sem gerð er athugasemd við umfjöllun um kosti og galla einhliða upptöku annars gjaldmiðils á Íslandi í nýlegu riti Seðlabankans („Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum“, *Sérri* nr. 7).

Meingagnrýni þeirra lítur að því að umfjöllun Seðlabankans sé uppfull af staðreyndavillum um einhliða upptöku sem bankinn haldi til streitu þrátt fyrir ábendingar þeirra tveggja.

Það er ástæða til að fagna umræðu um þessa skýrslu bankans, sem eins og önnur mannanna verk er ekki hafin yfir gagnrýni, en þeirri fullyrðingu greinarhöfunda er vísað á bug að umfjöllun bankans sé uppfull af staðreyndavillum. Í grein þeirra nefna þeir sjö atriði máli sínu til stuðnings. Hér á eftir eru svör við hverju og einu þeirra.

### 1. Samanburður á hagvaxtarþróun

Hinds og Heiðar Már halda því fram að í skýrslunni segi „að hagvöxtur sé að jafnaði minni og hagsveiflur meiri í löndum sem tekið höfðu upp annan gjaldmiðil“. Vitnað sé í rannsóknir Edwards og Magendzo. „Ef sú rannsókn er lesin kemur fram að höfundar telja engin tengsl milli hagvaxtar og upptöku annarrar myntar.“ En greinarhöfundar telja að aðalatriðinu úr sömu rannsókn sé hins vegar sleppt í skýrslu bankans því skv. rannsókninni sé hagsveiflan minni hjá ríkari löndum eftir einhliða upptöku.

#### *Athugasemd*

Sé fyrst litið til þess sem þeir telja „aðalatriðið“, að „hagsveiflan sé minni hjá ríkari löndum eftir einhliða upptöku“, þá er það rétt að því er sleppt. Fyrir því er einföld ástæða: Það er alls ekki niðurstaða Edwards og Magendzo. Í skýrslunni er bent á að hagsveiflur séu meiri í ríkjum sem tekið hafa upp annan gjaldmiðil einhliða. Það er almenn niðurstaða Edwards og Magendzo (2003, 2006). Þeir prófa jafnframt hvort munur sé á hagsveiflum ríkra landa í rannsókn sinni frá árinu 2006 (sjá jöfnu 2.7 í töflu 2). Niðurstaða þeirra er að rík lönd sem

hafa tekið upp annan gjaldmiðil hafa minni hagsveiflu en fátækari lönd sem hafa gert slíkt hið sama. Það þýðir hins vegar ekki að hagsveifla ríkra landa minnki í kjölfar einhliða upptöku. Svo vitnað sé í höfundana sjálfa á bls. 478:

„More specifically, the results in Column 2.7, may be interpreted as follows: in a country with a GDP per capita of U.S.\$ 7000, dollarization has resulted in higher volatility of approximately 1 percentage point per year. On the other hand, in a country with a GDP per capita of U.S.\$ 1000 dollarization has resulted in higher volatility of 4.7 percentage points per year.”

Hin almenna niðurstaða þeirra er því sú að hagsveiflur aukast við einhliða upptöku, eins og fjallað er um í skýrslu Seðlabankans, en mismikið eftir tekjustigi ríkjanna.

Varðandi ábendingu um að engin tengsl séu á milli hagvaxtar og upptöku annarrar myntar skv. rannsókn Edwards og Magendzo (2003, 2006) þá er það svo að niðurstöður þeirra eru ekki einhlítar. Það er rétt að rannsókn Edwards og Magendzo (2006) bendir til þess að hagvaxtarmunurinn á milli landa sem hafa reynt einhliða upptöku og ríkja með eigin gjaldmiðil sé lítill og ekki tölfræðilega marktækur. Hins vegar má ekki líta framhjá því að í skýrslu Seðlabankans var einnig vísað í grein þeirra frá árinu 2003, en þar komast þeir, á grundvelli annarrar aðferðafræði, að því að (í ágripi):

„Dollarized countries have lower growth and higher volatility than countries with a domestic currency.“

Niðurstöður þessara tveggja rannsókna sömu aðila ber því ekki að öllu leyti saman. Annars vegar höfum við tölfræðilega marktækan hagvaxtarmun í Edwards og Magendzo (2003) og hins vegar hagvaxtarmun í Edwards og Magendzo (2006) sem ekki er tölfræðilega marktækur. En líklega er best að láta Edwards sjálfan túlka eigin niðurstöður frá 2003 og 2006, en í yfirlitsgrein frá árinu 2011 segir hann á bls. 541:

„(a) with other things given, dollarized countries have had a slightly lower rate of growth than countries with a domestic currency; this difference, although small, is statistically significant. (b) GDP volatility has been significantly higher in dollarized economies, than in with-currency countries.“

Í skýrslu Seðlabankans er kosið að nota ekki jafn afdráttarlaust orðalag og Edwards og Magendzo (2003) notuðu í ágripi sínu og því er orðalagið mildað með því að segja að hann sé „að jafnaði“ neikvæður. Í skýrslunni er einnig vísað til niðurstöðu rannsóknar Breedon, Þórarins G. Péturssonar og Rose (2012) um að ekki sé tölfræðilega marktækur munur á hagvexti og hagsveiflum örríkja með ólíkt fyrirkomulag gengismála. Lokaorð umfjöllunarinnar eru því á þessa leið (bls. 495): „Áhrif einhliða upptöku annars gjaldmiðils á efnahagslegan árangur virðast því ekki einhlít.“

Allir fyrirvarar um áhrifin eru því í textanum og því er ekki hægt að fullyrða að reynt sé að halda fram einsleitri mynd eins og greinarhöfundar gera.

## **2. Kostnaður við gjaldmiðlaskipti**

Greinarhöfundar segja að á bls. 494 í skýrslu Seðlabankans sé rangt mat lagt á „skiptikostnaði á grunnfé í umferð“: „Þar er ranglega talið að kostnaður við skiptin séu 80 milljarðar en ekki

40 milljarðar. Inneignir fjármálastofnana hjá Seðlabankanum eru 40 milljarðar og seðlar og mynt í umferð aðrir 40 milljarðar. Inneign fjármálastofnana er skuld Seðlabankans og þyrfti alltaf að greiða út og því er ljóst að seðlar og mynt er eini einskiptiskostnaðurinn.“

### *Athugasemd*

Á bls. 494 í skýrslu Seðlabankans er vísað í töflu 19.1 (á bls. 493) þar sem fram kemur að grunnfé í þröngum skilningi hafi numið 76 ma.kr. við lok júní 2012 en grunnfé í víðri merkingu 174 ma.kr. Þar af námu seðlar og mynt 42 ma.kr. Það er auðvitað rétt að ef seðlar og mynt eru frátalin eru í grunnfénu skuldir, þ.e. innstæður fjármálastofnana á viðskiptareikningi og innstæðubréf, sem Seðlabanki Íslands verður að greiða hvort heldur krónan verður áfram lögeyrir á Íslandi eða erlend mynt. Þó er sá munur á að til þess að Seðlabankinn geti staðið við þessar skuldbindingar eftir gjaldmiðlaskipti verður hann að útvega erlendan gjaldeyri sem nemur þessum skuldbindingum. Þetta er allt sem sagt er varðandi grunnféð á bls. 494.

Á þessari sömu síðu í skýrslunni er rætt um að eftirspurn eftir seðlum og mynt sveiflist nokkuð og líklegt sé að hún aukist nokkuð ef þrengir um aðgang fjármálastofnana að lausafjárþyrirgreiðslu Seðlabankans og ef verðbólga minnkar og vextir lækka í kjölfar upptöku gjaldmiðils með traustari peningalega kjölfestu. Seðlabankinn hefur nokkrar birgðir af seðlum og mynt til að mæta sveiflum í eftirspurn. Þessar birgðir teljast ekki með í grunnfénu. Af því að Seðlabankinn gefur út íslensku krónuna er tiltölulega lítil kostnaður af þessu birgðahaldi. Það myndi breytast ef tekin yrði upp erlend mynt einhliða. Við einhliða upptöku á erlendri mynt hvílir sú skylda á Seðlabankanum að skipta út seðlum og mynt í umferð fyrir erlendu myntina. Það er hins vegar ekki sjálfgefið að Seðlabankinn eigi að liggja með birgðir af erlendum gjaldeyri til að mæta sveiflum í eftirspurn. Það er sennilega eðlilegast að innlendar fjármálastofnanir geri það sjálfar. En þótt Seðlabankinn hætti að annast þetta birgðahald fyrir fjármálakerfið er ekki þar með sagt að engar slíkar birgðir verði til staðar eftir einhliða upptöku erlendra myntar. Á bls. 494 í skýrslu Seðlabankans er vísað í grein eftir Schuler frá árinu 2000 varðandi aukna eftirspurn eftir seðlum og mynt eftir einhliða upptöku erlendra myntar og sagt að „upphafskostnaður gjaldmiðalskiptanna [gæti] legið á bilinu 70-87 ma.kr. ...“. Kostnaður Seðlabankans við að skipta út seðlum og mynt að fjárhæð 42 ma.kr. er hluti af þessum kostnaði. Afgangurinn væri vegna aukinnar eftirspurnar eftir seðlum og mynt við þær nýju aðstæður sem uppi eru eftir einhliða upptöku erlendra myntar. Hér eru höfundar greinarinnar því að misskilja það sem sagt er í skýrslunni.

Jafnframt gera greinarhöfundar þær athugasemdir í 6. lið að við kostnaðarmat sé horft aftur til ársins 1981. Það kemur skýrt fram í textanum að það hefur ekki áhrif á hvert endanlegt mat á kostnaðinum sé þó umfjöllun hefjist á því að líta til fyrri tíma enda segir í skýrslunni (bls. 493): „... Frá þeim tíma hafa orðið miklar tækniframfarir sem hafa gert rafræn viðskipti mun einfaldari og því hefur magn af seðlum og mynt í umferð minnkað töluvert í flestum ríkjum.“ Því var áætlun um hugsanlegan kostnað, eins og áður segir, frekar byggð á Schuler (2000) sem mat kostnaðinn helmingi lægri.

### 3. Umfang óformlegrar dollaravæðingar

Greinarhöfundar staðhæfa að: „Seðlabankinn hefur fullyrt að ekkert land hafi tekið upp einhliða aðra mynt án þess að landið hafi þegar verið undir það búið, með mikilli notkun landsmanna á viðkomandi mynt.“ Jafnframt vilja greinarhöfundar meina að óformleg upptaka Bandaríkjadals í El Salvador hafi ekki verið mikil fyrir formlega upptöku hans líkt og þeir segja að fullyrt sé í skýrslunni.

#### *Athugasemd*

Ekki er rétt að Seðlabankinn fullyrði í skýrslunni að ekkert land hafi tekið upp einhliða aðra mynt án þess að mikil notkun landsmanna á viðkomandi mynt hafi þegar verið komin til. Í skýrslunni segir á bls. 508 að „Þegar litið er til reynslu annarra ríkja þarf einnig að hafa í huga að flest þau ríki sem tekið hafa upp einhliða annan gjaldmiðil höfðu fyrir upptöku þegar tekið upp viðkomandi gjaldmiðil með óformlegum hætti að þriðjungi til eða meira.“ Þarna er ekki fullyrt að það sé algild regla að viðkomandi gjaldmiðill hafi áður verið tekinn upp óformlega. Það er hins vegar almenna reglan og því er sagt að *flest* ríki hafi tekið gjaldmiðilinn áður upp óformlega.

Hvað varðar notkun Bandaríkjadals í aðdraganda einhliða upptöku hans í El Salvador þá er það rétt að landið hefur nokkra sérstöðu hvað varðar lágt hlutfall bankainnstæðna í Bandaríkjadal í aðdraganda einhliða upptöku hans. Það segir hins vegar einungis lítinn hluta sögunnar, sérstaklega í landi þar sem innan við helmingur íbúa hefur aðgengi að bankaþjónustu (sjá Inter-American Development Bank, 2009: bls. 37-38). Staðreyndin er sú að verulegar fjárhæðir í Bandaríkjadal streymdu til landsins ár hvert í aðdraganda upptökunnar frá brottfluttum El Salvadorbúum. Þetta innstreymi er mjög umfangsmikið og nam rúmlega 13% af vergri landsframleiðslu (VLF) árið fyrir einhliða upptöku. Árið 2010 nam innstreymið rúmlega 16% af VLF og áætlað er að þriðjungur allra heimila í El Salvador fái peningasendingar frá ættingjum utan landsteinanna (CIA *World Factbook*, 2012).<sup>1</sup> Þessar fjárhæðir eru að langmestu leyti greiddar út í dollaraseðlum og jafnvel fimm árum eftir einhliða upptöku var áætlað að innan við 15% þessarar fjárhæðar fari inn á bankareikninga einstaklinga (sjá Inter-American Development Bank, 2009: bls. 38). Umfang bankainnstæðna í Bandaríkjadal í aðdraganda upptökunnar sem greinarhöfundar vísa í gefur því mjög takmarkaða mynd af hversu víðtæk óformleg upptaka Bandaríkjadals var enda var innstreymi fjármagns frá brottfluttum íbúum yfirleitt meira á hverju ári en heildarinnstæður í Bandaríkjadal í bankakerfinu. Það er einmitt af þessum sökum að innstæður í Bandaríkjadal eru einungis einn mælikvarði sem notaður er til að meta umfang óformlegrar dollaravæðingar (sjá t.d. Levy-Yeyati og Sturznegger, 2003: bls. 11) og gagnsemi hans fer minnkandi eftir því sem innlent fjármálakerfi er vanþróaðra. Rannsókn Hellerstein og Ryan (2011) á notkun dollaraseðla í skuggahagkerfum um 100 landa utan Bandaríkjanna (þ.m.t. El Salvador) bendir ennfremur til þess að aðstæður í El Salvador í aðdraganda upptökunnar hafi leitt til mikillar notkunar dollaraseðla þar sem þjóðhagslegur óstöðugleiki til lengri tíma litið hafi verið

---

<sup>1</sup> Rúmlega 2,5 milljónir El Salvadorbúa er talinn búa í Bandaríkjunum samanborið við um 6 milljónir íbúa í heimalandinu sjálfu (sjá Inter-American Development Bank, 2009: bls. 7).

mikill, skuggahagkerfið stórt (um 46% af VLF um síðustu aldamót skv. Schneider, 2006) og viðskipti við Bandaríkin námu um helmingi af utanríkisviðskiptum landsins. Af þessu er ljóst að óformleg notkun Bandaríkjadals var víðtæk í efnahagslífi El Salvador í aðdraganda formlegrar upptöku eins og sagt er í skýrslu bankans.

#### **4. Erlendur eignarhlutur innlends bankakerfis**

Greinarhöfundar halda því fram að í skýrslunni sé því ranglega haldið fram að meirihluti fjármálakerfis El Salvador sé í innlendri eigu, þegar tveir stærstu bankar landsins eru Citibank og HSBC. Jafnframt segja þeir „að allir bankar, sem einhvers máttu sín voru keyptir af erlendum aðilum eftir upptöku dollars þar í landi.“

#### *Athugasemd*

Eftir upptöku Bandaríkjadals árið 2001 lækkuðu þjónustutekjur bankanna sem m.a. leiddi til þess að innlendir bankar sameinuðust. Fjórir stórir samrunar áttu sér stað á árunum 2000-2002 sem leiddu til mikillar samþjöppunar á bankamarkaði. Fjórir innlendir bankar réðu yfir 80% af markaðnum í kjölfarið og voru þeir bankar stórir á miðamerískan mælikvarða (sjá Quispe-Agnoli, 2006: bls. 68). Það er ekki fyrr en árið 2006 sem HSBC og fleiri erlendir bankar byrja að kaupa innlendu bankanna. Fyrstu árin eftir upptökuna var bankakerfið hins vegar innlent eins og sagt er í skýrslu bankans og því fylgdi erlent eignarhald ekki strax í kjölfar upptökunnar.

Það er oft talinn vankantur á einhliða upptöku að bankakerfið þurfi helst að vera að miklu leyti erlent til að sneiða framhjá vandamálum tengdum skorti á lánveitanda til þrautavara (sjá nánar hér á eftir). Fullyrðing um að bankakerfi El Salvador væri enn að mestu leyti innlent ber því ekki að túlka sem ásetning til að halla máli gegn einhliða upptöku eins og greinarhöfundar virðast telja heldur þvert á móti er slík fullyrðing til þess fallin að gefa til kynna að hægt sé að starfrækja bankakerfi í innlendri eigu þrátt fyrir einhliða upptöku annars gjaldmiðils, þótt í tilviki El Salvador hafi verið um að ræða bankakerfi sem var töluvert minna í hlutfalli af VLF en það íslenska.

#### **5. Lögmæti upptöku annars gjaldmiðils**

Greinarhöfundar segja að „Skýrslan gerir því skóna á blaðsíðu 507 að útgefnir peningar seðlabanka séu eign viðkomandi banka, en ekki skuld, og því geti það stangast á við lög að taka upp mynt annars ríkis. Þetta er fjarri veruleikanum enda eru peningar eign handhafa, hverju sinni, og hann getur átt lögleg viðskipti með þá að vild, á hvaða stað sem er og á hverjum tíma sem er.“

#### *Athugasemd*

Svo virðist sem greinarhöfundar dragi rangar ályktanir af textanum á bls. 507 og blandi saman réttindum einstaklinga og ríkja til notkunar gjaldmiðils annars ríkis.

Í rammagrein 19.2. á bls. 506-7 um lögmæti einhliða upptöku gjaldmiðils segir einungis að það geti talist inngríp í fullveldisrétt ríkis vilji annað ríki taka einhliða upp gjaldmiðil þess ríkis með formlegum hætti og gera hann að lögeyri, sé það gert án samþykkis viðkomandi ríkis eða með þegjandi samkomulagi þess.

Um fullveldisrétt ríkja er fjallað í þjóðarétti (e. Public International Law) en í fullveldi felst einkaréttur ríkis til framkvæmdalögsögu á yfirráðasvæði þess í skjóli hinna lögmætu yfirráða ríkisins. Í fullveldisréttinum felst réttur ríkis til að gefa út gjaldmiðil ríkisins og stýra honum með lögum og reglum (e. monetary law eða *lex monetae*) sbr. lög nr. 22/1968 um gjaldmiðil Íslands, lög nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands og lög nr. 87/1992 um gjaldeyrismál. Þrjú grundvallaratriði felast í gjaldmiðlarétti ríkja: skilgreining á gjaldmiðlinum og skipting hans í einingar, ákvörðun um virði gjaldmiðilsins og ákvörðun um að gjaldmiðillinn skuli vera lögeyrir greiðslna í ríkinu.

Hins vegar eru lög og reglur ríkis um gjaldmiðlamál og peningastefnu (*lex monatae*) ekki það sama og lög og réttur um samningsfrelsi (*lex contractus*) og þ.a.l. geta einstaklingar og lögaðilar á grundvelli meginreglunnar um samningafrelsi hagað samningssambandi sínu á þann hátt að annar gjaldmiðill en lögeyrir þess ríkis sem við á hverju sinni gildi í samningum þeirra.

## 6. Umfjöllun um kosti og galla einhliða upptöku

Greinarhöfundar virðast telja að í umfjöllun í skýrslu Seðlabankans sé reynt að halla máli þannig að lögð sé áhersla á galla einhliða upptöku og nefna þeir sem dæmi að í umfjöllun um Svartfjallaland sé ekki minnst á mikinn hagvöxt 2007 og 2008 á sama tíma og einblínt er á mikla verðbólgu þar.

### *Athugasemd*

Nokkrum setningum áður en sagt er frá verðbólgunni í Svartfjallalandi árin 2007 og 2008 á bls. 504 í skýrslunni er sagt um hagvöxt þar í landi eftir upptökuna: „...hagvöxtur hefur verið ágætur og varð mikil uppsveifla í landinu á árunum 2006-2008.“

Í framhaldi af umfjöllun um verðbólguna er einnig talað um þá reynslu Svartfellinga að það getur verið ókostur að hafa ekki eigin peningastefnu þegar verðbólguþrýstingur er drifinn áfram af ytri þáttum. Sú reynsla er auðvitað ekki einskorðuð við galla þess að taka einhliða upp annan gjaldmiðil því það sama á við ef t.d. gengið er í myntbandalag. Umfjöllun um þessa reynslu Svartfellinga er því ekki til þess fallin til að draga upp óþarflega neikvæða mynd af einhliða upptöku umfram t.d. inngöngu í myntbandalag.

Þessu til viðbótar fjallar skýrsla bankans ítarlega í fjölmörgum köflum um ýmsa mögulega efnahagslega kosti þess að fasttengja gengi krónunnar við annan gjaldmiðil eða taka hann upp einhliða eða í gegnum formlega aðild að myntbandalagi. Má þar t.d. nefna möguleikann á auknum alþjóðaviðskiptum og beinni erlendri fjárfestingu þar sem viðskiptakostnaður og gengisóvissa minnka og að með aðild að stærra myntsvæði fylgir aðild að stærri og dýpri fjármálamarkaði sem er til þess fallin að lækka innlendan fjármagnskostnað. Auk þess eru

birtar rannsóknarniðurstöður sem gefa til kynna að sveigjanlegt gengi krónunnar hafi tilhneigingu til að auka við innlendar hagsveiflur í stað þess að draga úr þeim. Að lokum er fjallað um möguleika þess að aðild að stærra myntsvæði stuðli að auknum aga í innlendra hagstjórn, þótt reynslan af því sé ekki einhlít eins og rakið er í skýrslunni. Allir ofangreindir kostir eiga að meira eða minna leyti einnig við ef annar gjaldmiðill yrði tekinn upp einhliða hér á landi, eins og skýrt kemur fram í skýrslu bankans. Málflutningur greinarhöfundar stenst því enga skoðun.

## 7. Lausafjárþyrirgreiðsla og lánveitingar til þrautavara

Greinarhöfundar gera að lokum athugasemd við að skýrslan fjalli um lánveitanda til þrautavara sem forsendu fjármálakerfis. Það sé ekki sannleikanum samkvæmt. Þeir segja einnig að: „Eins og nú er orðið ljóst þá lendir reikningurinn alltaf á skattborgurum ef ríki eða seðlabanki reynir að vera lánveitandi til þrautavara fjármálakerfisins. Þar sem einhliða upptaka hefur verið reynd, í 33 löndum, þá er almenna reglan sú að fjármálakerfið þarf að sjá um sig sjálft, og getur ekki starfað á ábyrgð almennings.“

### *Athugasemd*

Ekki er fullyrt í skýrslunni að lánveitandi til þrautavara sé forsenda *fjármálakerfis* heldur ein helsta forsenda *fjármálastöðuleika*. Geta seðlabanka til að prenta eigin gjaldmiðil setur þá í einstaka aðstöðu til að aðstoða innlent fjármálakerfi í tímabundnum lausafjávanda (sjá Bagehot, 1873), sem ekki verður fullkomlega leyst með öðrum hætti verði annar gjaldmiðill tekinn einhliða upp. Það er velþekkt að bankaáhlauð geta keyrt fjármálastofnanir með jákvætt eigið fé í þrot og að hægt er að koma í veg fyrir slíkt með þrautavaralánnum (sjá t.d. Diamond og Dybvig, 1983). Mikill fjöldi rannsókna hefur sýnt fram á að hlutverk seðlabanka sem lánveitandi til þrautavara hefur leitt til þess að komist hefur verið hjá bankaáhlauðum (sjá t.d. yfirlitsgreinar Miron, 1986, og Freixas og Rochet, 1998) og dregið hefur verið úr smitáhrifum af erfiðleikum einstakra banka (sjá t.d. Aharony og Swary, 1983). Því er fjarri lagi að skattborgarar hafi ætíð setið uppi með reikninginn og betra væri ef þrautavaralán væru aldrei veitt eins og haldið er fram af greinarhöfundum. Einn meginlærdómur frá Kreppunni miklu í Bandaríkjunum er einmitt hversu dýrkeypt er ef seðlabanki vanrækir þetta hlutverk sitt (sjá Friedman og Schwartz, 1963). Þetta hlutverk seðlabanka er hins vegar að sjálfsögðu vandmeðfarið, sérstaklega hvað varðar að greina eiginfjárstöðu fjármálastofnana í lausafjávanda og draga úr freistnivanda fjármálastofnana.

Einn megingalli þess að taka upp annan gjaldmiðil einhliða er að innlendir seðlabanki getur ekki gegnt þrautavarahlutverki sínu í sama mæli. Eins og Berg og Borensztein (2000) benda á:

“The central bank's role in operating a discount window to provide short-term liquidity must here be distinguished from its role as the ultimate guarantor of the stability of the financial and payments systems in the event of a systemic bank run. Dollarization should not greatly impede the ability of the authorities to provide short-term liquidity to the system or assistance to individual banks in distress. Such facilities

are available if the central bank (or its replacement) saves the necessary funds in advance or perhaps secures lines of credit with international banks.

In contrast, the government loses some ability to respond to a sudden run on bank deposits throughout the entire system. In the case of a generalized loss of confidence, the authorities would be unable to guarantee the whole payments system or to fully back bank deposits. ... Once the ability to print money ceases to exist, limits to the lender-of-last-resort function appear. A fully dollarized country that had already spent its foreign currency reserves to redeem its stock of domestic currency might well lack the resources to respond.”

Broda og Levy-Yeyati (2003) benda á mikilvægi þess að taka tillit til innlendra efnahagsskilyrða við mat á hversu alvarlegur galli þetta er. Fyrir lönd þar sem umfang óformlegrar dollaravæðingar er mikið og efnahagur innlendra aðila er viðkvæmur fyrir gengisveikingu séu möguleikar seðlabanka til þrautavarána þegar settar verulegar skorður og því sé fórnarkostnaðurinn við einhliða upptöku ekki endilega mikill (sjá t.d. bls. 111-113 í grein þeirra). Öðru máli gegni um lönd þar sem óformleg notkun annars gjaldmiðils er takmörkuð, efnahagsreikningur innlendra aðila einkennist af gjaldeyrisjafnvægi og sveigjanleiki peningastefnunnar er meiri af þeim sökum, þá er fórnarkostnaðurinn hærri.

Það er að sjálfsgöðu sjónarmið út af fyrir sig sem greinarhöfundar virðast hafa, að leyfa fjármálakerfinu að fara í þrot lendi það í alvarlegum lausafjávanda með þeim efnahagslegu afleiðingum sem því fylgir, óháð því hvort um undirliggjandi eiginfjávanda er að ræða. El Salvador er hins vegar dæmi um land sem hefur ekki fylgt því sjónarmiði og hefur sl. þrjú ár fylgt efnahagsáætlun í samstarfi við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn þar sem markmiðið um að auka getu stjórnvalda til að vera lánveitandi til þrautavara hefur verið annar tveggja hornsteina áætlunarinnar. Í síðustu endurskoðun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á áætluninni eru kynntar niðurstöður vinnu við að þróa leiðir til þess að leysa vandamál tengd skorti á lánveitanda til þrautavara. Í rammagrein 2 í skýrslu sjóðsins segir t.d.:

„The authorities plan to set up a lender-of-last-resort (LOLR) facility during 2012 as part of their strategy to improve the liquidity defences of their fully-dollarized financial system. ... With the new facilities, the coverage of liquid reserves of the banking system would increase from the current level of 25 percent of deposits to 33 percent.“ (Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2011: bls. 9).

Þessi viðleitni stjórnvalda í El Salvador endurspeglar tilhneigingu þeirra ríkja þar sem annar gjaldmiðill hefur verið tekinn upp einhliða til að leita leiða til að leysa skortinn á lánveitanda til þrautavara með einhverjum hætti. Í sumum tilvikum, t.d. í Panama, hefur þetta verið leyst með erlendu eignarhaldi á bönkum, og komst skriður á þá þróun í El Salvador í aðdraganda alþjóðafjármálakreppunnar, eins og fjallað var um hér á undan. Engu að síður hafa stjórnvöld í Panama ítrekað þurft að leita til Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um aðstoð þrátt fyrir umfangsmikið erlent eignarhald á bönkum. Fisher (1999) telur að Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hafi á tíunda áratug síðustu aldar í sífellt meira mæli gegnt hlutverki lánveitanda til þrautavara við skilyrði af þessu tagi. Aðrar leiðir en erlent eignarhald á bönkum hafa sömuleiðis reynst takmörkum háðar, einkum þegar um kerfislægan vanda er að ræða, þ.e. lánalínur við erlenda einkabanka, uppbygging nægs gjaldeyrisvaraförða og skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs (sjá Broda og Levy-Yeyati, 2003). Ákvæði í lánasamningum hafa reynst óáreiðanleg og fjármögnunargetu hins opinbera eru settar þrengri skorður, bæði hvað varðar umfang og viðbragstíma, en seðlabanka sem getur prentað eigin gjaldmiðil. Hætta er á að



skuldabréfaútgáfa taki of langan tíma þannig að það dugi ekki í alvarlegum kerfisvanda, auk þess sem þessi leið tekur ekki á þeim grunnvanda að afla bankakerfinu erlendra seðla og myntar í tíma ef innstæðueigendur vildu skyndilega taka út innstæður sínar með litlum fyrirvara. Því er líklegt að grípa þurfi til takmarkana á útgreiðslum innstæðna eins og reynslan sýnir, t.d. í Ekvador, Argentínu og Úrúgvæ í kringum síðustu aldamót (sjá töflu 5.1 í Gulde o.fl., 2003: bls. 58).

Meginniðurstaðan er þessi. Með einhliða upptöku annars gjaldmiðils er tekin áhætta með stöðugleika innlands fjármálakerfis, sérstaklega þegar um tiltölulega stórt og brothætt bankakerfi er að ræða eins og hið íslenska. Gefum sérfræðingum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins lokaorðið:

„Dealing with banking crises in dollarized economies is both more difficult and subject to greater risks than in other cases. The absence of a lender of last resort in U.S. dollars has a potential to make dollarized systems more prone to bank runs, and bank runs more difficult to stop when they occur. A strategy to address runs cannot rely to the same extent on the provision of liquidity and on deposit guarantees, the two key elements identified in other cases. Consequently, addressing bank runs in dollarized economies needs to resort earlier and more frequently to administrative measures that restrict the availability of deposits, or else seek international support on a larger scale.“ Gulde o.fl. (2003: bls. 63).

## Lokaorð

Einhliða upptaka annars gjaldmiðils er valkostur sem á að skoða gaumgæfilega, eins og aðra valkosti sem Íslendingar standi frammi fyrir. Hér verður hins vegar ekki tekið undir þá skoðun höfunda gagnrýnisgreinarinnar að hún sé besti kosturinn. Umfjöllun um þetta í skýrslu Seðlabankans er tilraun til að taka saman helstu sjónarmið er þetta varðar en var aldrei hugsuð sem lokaorðið um þennan kost frekar en aðra (fjallað er um þetta í einum af 25 köflum skýrslunnar).

Ljóst er að ef þessi leið verður farin krefst hún töluverðs undirbúnings og enn ítarlegri greiningar en unnt var að birta í skýrslu Seðlabankans eða ætla má út frá málflutningi greinarhöfunda. Það á ekki síst við vegna þess að einhliða upptaka annars gjaldmiðils hefur til þessa ekki verið reynd í þróðu iðnríki með tiltölulega stórt innlent bankakerfi í viðkvæmri stöðu og þar sem notkun annars gjaldmiðils er takmörkuð fyrir upptökuna. Hún hefur heldur ekki verið reynd í landi sem stendur frammi fyrir áþekktum vanda hvað varðar hvernig og á hvaða gengi eigi að skipta út aflandskrónum við einhliða upptöku né í landi sem stendur frammi fyrir svo miklum erlendum skuldum. Ríkin sem farið hafa þessa leið búa þvert á mótí við stöðugt innflæði gjaldeyris frá þegnum þeirra sem búa og vinna erlendis til fjölskyldna sinna innanlands. Eins og áður hefur komið fram eru þessar greiðslur mjög háar í El Salvador og voru þær að meðaltali um 16% af VLF á hverju ári á tímabilinu 2000-2010, sem er áþekkt samanlögðum tekjum tveggja helstu útflutningsgreina landsins. Þessar greiðslur eru svipaðar að umfangi í hinu evruvædda Kósóvó (um 18½% af VLF á hverju ári) en nokkru lægri (en þó töluverðar) í Ekvador og Svartfjallalandi eða rúmlega 6% af VLF á hverju ári. Samsvarandi

tilfærslur frá Íslendingum sem starfa erlendis hingað til lands námu hins vegar að meðaltali einungis tæplega 0,6% af VLF á ári.<sup>2</sup>

Það er áhugavert að staða umræðunnar um einhliða upptöku annars gjaldmiðils hér á landi virðist ekki einstök, eins og Sebastian Edwards, einn virtasti hagfræðingur Suður-Ameríku, rekur í grein frá árinu 2001:

“What is remarkable, however, is that this rather drastic piece of advice – giving up the national currency – is being dispensed on the bases of very limited empirical and historical evidence. Dollarization supporters seldom expand on the historical record of those few countries that have been dollarized for some time. Moreover, they rarely spell out the policies that should be implemented alongside this reform, nor do they refer in any detail to the potential costs of adopting this monetary regime. This is equivalent to a physician prescribing a drug, without making clear what other steps the patient must take (stay in bed, abstain from drinking alcohol, say), and without explaining the drug’s side effects, or its rate of success in clinical trials.” (bls. 250).

“Worse yet, the results of these trials are not particularly positive or encouraging, and they generate a number of serious questions. In terms of this medical analogy, a physician may still prescribe the untried drug to a terminally ill patient, but would not prescribe it to a rather healthy individual who has access to other treatment options.” (bls. 263).

Það er mat okkar að það sé mjög mikilvægt að stjórnvöld og almenningur skoði þá kosti sem í boði eru í gjaldmiðils- og gengismálum af yfirvegun og með langtímahagsmunum þjóðarinnar í huga. Eins og höfundar greinarinnar segja réttilega er engin töfralausn til og allar leiðir hafa kosti og galla, þ.m.t. einhliða upptaka annars gjaldmiðils.<sup>3</sup> Skýrsla bankans gerir sér einmitt far um að fjalla um bæði kosti og galla allra þeirra leiða sem til umfjöllunar hafa verið.

## Heimildir

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2011). El Salvador – Third Review under the Stand-By Arrangement – Staff Report; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director. *IMF Country Report*, nr. 11/306, október 2011.

Aharony, J., og I. Swary (1983). Contagion effects of bank failures: Evidence from capital markets. *Journal of Business*, 56, 305-322.

Bagehot, W., (1873). Lombard Street. Í bókinni *The Collected Works of Walter Bagehot*. Ritstjóri St. John-Stevas Norman. London: *The Economist*, 9, 48-223.

Berg, A., og E. Borensztein (2000). Full dollarization: The pros and cons. *IMF Economic Issues*, nr. 24.

Breedon, F., Þórarinn G. Pétursson og A. K. Rose (2012). Exchange rate policy in small rich economies. *Open Economies Review*, 23, 421-445.

---

<sup>2</sup> Til að gefa betri hugmynd um stærðargráðu (miðað við VLF Íslands árið 2011), þá væri um að ræða u.þ.b. 100 ma.kr. hreint innflæði á hverju ári væri miðað við hlutdeild innflæðisins í Ekvador og Svartfjallalands og upp í tæplega 300 ma.kr. innflæði á hverju ári væri miðað við hlutdeild þess í El Salvador og Kósóvó. Upplýsingarnar koma úr gagnagrunni Alþjóðabankans. Sjá einnig umfjöllun í Winkler, Mazzaferro, Nerlich og Thimann (2004).

<sup>3</sup> Það er reyndar mjög athyglisvert að greinarhöfundar skuli viðurkenna að einhliða upptöku geti einnig fylgt gallar. Það hafa þeir ekki gert áður og væri því áhugavert að heyra frá þeim hverja þeir telja þessa galla vera.

- Broda, C., og E. Levy-Yeyati (2003). Dollarization and the lender of last resort. Í bókinni *Dollarization*. Ritstjórar E. Levy-Yeyati og F. Sturzenegger. Cambridge MA: MIT Press.
- Diamond, P., og D. Dybvig (1983). Bank runs, deposit insurance and liquidity. *Journal of Political Economy*, 91, 401-419.
- Edwards, S., (2001). Dollarization: Myths and realities. *Journal of Policy Modeling*, 23, 249-265.
- Edwards, S., og I. Magendo (2003). A currency of one's own? An empirical investigation on dollarization and independent currency unions. *NBER Working Paper*, nr. 9514.
- Edwards, S., og I. Magendo (2006). Strict dollarization and economic performance: An empirical investigation. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38, 269-282.
- Edwards, S., (2011). Exchange-rate policies in emerging countries: Eleven empirical regularities from Latin America and East Asia. *Open Economies Review*, 22, 533-563.
- Fisher, S., (1999). On the need for an International Lender of Last Resort. Hægt að nálgast á: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.htm>.
- Freixas, X., og J. Rochet (1998). *Microeconomics of Banking*. Cambridge, MA.: MIT Press.
- Friedman, M., og A. Schwartz (1963). *A Monetary History of the United States 1867-1975*. New York: NBER.
- Gulde, A.-M., D. Hoelscher, A. Ize, A. Leone, D. Marston og M. Moretti (2003). Dealing with banking crises in dollarized economies. Í *Managing Financial Crises: Recent Experience and Lessons for Latin America*. International Monetary Fund, *Occasional Paper*, nr. 217.
- Hellerstein, R., og W. Ryan (2011). Cash dollars abroad. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, nr. 400.
- Inter-American Development Bank (2009). *International Remittances in El Salvador*.
- Levy-Yeyati og F. Sturzenegger (2003). Dollarization: A primer. Í bókinni *Dollarization*. Ritstjórar E. Levy-Yeyati og F. Sturzenegger. Cambridge MA: MIT Press.
- Miron, A., (1986). Financial panics, the seasonality of the nominal interest rate, and the founding of the Fed. *American Economic Review*, 76, 125-140.
- Quispe-Agnoli, M., og E. Whisler (2006). Official dollarization and the banking system in Ecuador and El Salvador. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 55-71.
- Schuler, K., (2000). Basics of dollarization. Joint Economic Committee Staff Report. <http://users.erols.com/kurrency/basicsup.htm>.
- Schneider, F., (2006). Shadow economies of 145 countries all over the World: What do we really know? [http://www.brookings.edu/metro/umi/events/20060904\\_schneider.pdf](http://www.brookings.edu/metro/umi/events/20060904_schneider.pdf).
- Winkler, A., F. Mazzaferro, C. Nerlich og C. Thimann (2004). Official dollarisation/euroisation: Motives, features and policy implications of current cases. European Central Bank, *Occasional Paper Series*, nr. 11.