

# Er Ísland hagkvæmt myntsvæði?

Willem H. Buiters \*

*Aðalhafgræðingur EBRD*

*Ágrip:* Þessi grein metur þau rök sem mæla með og á móti því að Ísland taki upp evru sem gjaldmiðil. Núverandi fyrirkomulag í gengismálum er borið saman við bæði einhliða upptöku evrunnar sem og fulla aðild að Myntbandalagi Evrópu. Rekstrarhagfræðileg rök um sparnað í viðskiptakostnaði mæla með upptöku evrunnar, sama hvort formið verður fyrir valinu. Tap myntsláttuhagnaðar lítur ekki út fyrir að vera efnahagslegur þröskuldur fyrir evruvæðingu á Íslandi, jafnvel þótt hún gerist einhliða. Missir Seðlabanka Íslands sem lánveitanda til þrautavara er þó mjög sterk röksemd gegn einhliða evruvæðingu. Rökin sem kennd eru við hagkvæmustu myntsvæði (og ná til áhrifa varanlegs fastgengis á þjóðhagslegan stöðugleika) mæla einnig gegn því að Íslendingar taki upp evruna á sínum eigin vegum. Erfiðara er þó að draga ákveðna ályktun ef um fulla aðild að Myntbandalagi Evrópu er að ræða. Óstöðugleiki og óhöflegar sveiflur eru innbyggðar í frjálsri gengisaðlögun á gjaldeyrismarkaði og yfirgnæfa sveiflujafnandi eiginleika sveigjanlegs gengis ef fjármálamarkaðir á Íslandi eru samþættir erlendum mörkuðum. Þegar allt er vegið saman, mæla hagfræðilegar röksemdir með inngöngu í Myntbandalag Evrópu, en ekki með einhliða upptöku evrunnar. En þar sem Ísland á ekki aðild að ESB, ganga pólitískar röksemdir nær gersamlega gegn hvaða tegund af myntbandalagi sem er. Án aðildar að ESB, gæti framsal á fullveldi til Seðlabanka Evrópu ekki talist stjórnmálalega sannferðugt. Þær stofnanir eru ekki fyrir hendi sem gætu tryggt ábyrgð Seðlabanka Evrópu gagnvart Íslandi, og þess vegna er evruvæðing ekki líkleg á Íslandi nema þá aðeins sem hluti af inngöngu landsins í ESB. Evruvæðing án inngöngu í ESB er einfaldlega ólíkleg til þess að geta haldið velli til framtíðar.

*Lykilorð:* Gengisstefna fyrir Ísland, hagkvæmasta myntsvæði, myntsláttuhagnaður, lánveitandi til þrautavara, reikningsskil seðlabanka.

*JEL:* E42, E44, E52, E58, F33, F36, F41, G15, H77.

## 1. Inngangur

Fyrirkomulag peningamála er hvarvetna í endurskoðun. Þróuð iðnríki huga að breytingum jafnt sem fyrrum kommúnistaríki, nýmarkaðsríki og þróunarlönd. Þess er líka skemmst að

minnast að ellefu af fimmtán ríkjum Evrópu-sambandsins komu á fót sameiginlegum gjaldmiðli, evrunni, þann 1. janúar 1999. Þessi ellefu þjóðríki hafa því sammælt um að gefa eftir sjálfstæði í peningamálum yfir til Seðlabanka Evrópu, sem mun hafa yfirþjóðlegt vald í peningamálum á evrusvæðinu. Núverandi seðlabankar í þessum ríkjum munu eftir þetta aðeins hafa það hlutverk að viðhalda seðlum og mynt í umferð á sínu svæði, líkt og tíðkast meðal útibúa frá Seðlabanka Bandaríkjanna sem dreifð eru innan þess lands.<sup>1</sup>

Í ljósi þessara sögulegu breytinga í Vestur-Evrópu er viðbúið að ýmsar spurningar vakni á meðal Íslendinga um hvaða fyrirkomulag henti þeim best í peningamálum. Í þessari grein verð-

\* Aðalhafgræðingur EBRD, fyrrum prófessor í alþjóðahagfræði við University of Cambridge og félagi í Peningamálaráði Englandsbanka. Þessi grein var rituð í tilefni ráðstefnu í Seðlabanka Íslands, sem var haldin á vegum Hagfræðistofnunar Háskólans (studd af Seðlabanka Íslands) 28.-29. maí 1999 í Reykjavík. Þau viðhorf sem koma fram eru frá höfundum sjálfum. Þau þurfa ekki endilega að lýsa viðhorfum EBRD, Englandsbanka né fyrtrverandi og núverandi meðlima í Peningamálaráði Englandsbanka. Greinin var þýdd af Ásgeiri Jónssyni.

ur farið yfir þá meginþætti sem hljóta að vera teknir til grundvallar þegar slíkar ákvarðanir eru teknar.

Um fjöllunin verður þó aðeins bundin við tvo valmöguleika. Sá fyrri felst í sveigjanlegu eða fljótandi gengi þar sem verðstöðugleiki er aðalmarkmið peningayfirvalda. Peningamálastjórnun á Íslandi hefur verið að þróast í þessa átt á síðustu árum (sjá grein Birgis Ísl. Gunnarssonar, 1999). Lög um Seðlabanka Íslands frá 1961 nefna nokkur markmið í peningamálum, en það virðist samt viðtekin skoðun að verðstöðugleiki eigi að sitja í öndvegi. Millimarkmið peningamálastjórnarinnar hefur fram til þessa verið gengisstöðugleiki krónunnar innan settra vikiðmarka ( $\pm 9\%$ ). Þetta verklag er í raun aðeins viðurkenning á þeirri staðreynd að í svo opnu hagkerfi sem hinu íslenska eru náin tengsl á milli gengissveiflna og breytileika í verðlagi. Auk þess er mun auðveldara og skjótvirkara að hafa áhrif á nafngengi krónunnar fremur en raungengi sem markast af innlendri verðþróun. Að gefnum þessum tveim ástæðum virðist það réttlætjanlegt að velja gengisstöðugleika sem millimarkmið, jafnvel þótt nafngengisgildi krónunnar hafi litla sem enga þýðingu í sjálfu sér.

Seinni möguleikinn í peningamálastjórnun

1. Tæknilega séð eru seðlabankar viðkomandi landa hluthafar í Evrópubankanum. Maastricht- og Amsterdam-samningarnir greina á milli Evrópubankans (ECB) og hins evrópska seðlabankakerfis (ESCB), sem nær yfir bæði Evrópubankann og seðlabanka landanna ellefu. Í útgáfum og fréttatilkynningum frá seðlabankaráðinu er oft vísað til „evrukerfisins“ (sem hljómar augljóslega líkt og alríkismyntkerfið í Bandaríkjunum). Hver seðlabanki tilnefnir einn mann í hið stefnumarkandi peningamálaráð bankans (e. Governing Council of the ECB) en þar sitja 11 seðlabankastjórar og 6 aðrir nefndarmenn. Þá má einnig nefna að ákveðnum atriðum sem tengjast miðstýrðri peningamálastjórn er hrundið í framkvæmd með dreifræðislegum hætti í gegnum seðlabanka viðkomandi landa. Ekkert af þessu dregur þó úr þeirri staðreynd að ECB/ESCB er einn seðlabanki. Peningamálum er án nokkurs vafa stjórnað frá Frankfurt og seðlabankar innan viðkomandi landa eru í raun og veru orðnir héraðsútibú frá Seðlabanka Evrópu.

sem hér er til umfjöllunar felst í því að taka upp evru sem gjaldmiðil. Ísland er ekki aðili að ESB og þess vegna er aðild að Myntbandalagi Evrópu útilokuð. En sá möguleiki stendur þó opin að evran verði tekin upp einhliða sem gjaldmiðill á Íslandi. Ég mun hér eftir vísa til þessarar tegundar af myntsamruna sem ósamhverfs myntbandalags. Við slíka „evruvæðingu“ myndu landsmenn ekki njóta myntsláttuhagnaðar vegna þeirrar myntar sem er í umferð héraðs. Íslenskar fjármálastofnanir myndu heldur ekki hafa sjálfvirkan aðgang að sjóðum Seðlabanka Evrópu til þess að leysa lausafjár- vandræði sín né heldur hefði sá banki neinar skyldur til þess að veita lánaúrlausn þegar allt um þrýtur. Íslendingar gætu með engum hætti haft áhrif á ákvarðanir Seðlabanka Evrópu og peningamálastjórnun færi því fram án tillits til aðstæðna í efnahagslífi héraðs. Þessu væri auðvitað öðruvísi farið ef Ísland ætti fulla og formlega aðild að myntbandalagi Evrópu, sem ég mun vísa til sem samhverfs myntbandalags.<sup>2</sup> Með fullri aðild að Evrópusambandinu og Myntbandalagi Evrópu myndu Íslendingar fá sinn hluta af myntsláttuhagnaði og íslenskar fjármálastofnanir hefðu jafnan aðgang að millibankamarkaði á við systurstofnanir þeirra á meginlandi Evrópu. Seðlabanki Evrópu þjónaði einnig sem lánveitandi til þrautavara fyrir Íslendinga með sömu skilyrðum og aðrar evruþjóðir verða að hlíta. Þá myndu Íslendingar fá að leggja sín lóð á vogarskálarnar við mótun sameiginlegrar peningamálastefnu, þótt auðvitað hafi orð Íslendinga ekki mikinn þunga vegna smæðar landsins.

Margir aðrir möguleikar koma til greina. Hægt væri að hugsa sér sveigjanlega fastgengis-

2. Formleg samhverfni þýðir að aðildarlönd deila með sér þeim kostnaði og ábata sem hlýst af myntbandalagi í réttu hlutfalli við efnahagslega stærð. Ennfremur eru áhrif einstakra landa í Peningamálaráði Seðlabanka Evrópu endurspeglun á efnahagslegu mikilvægi þeirra í bandalaginu. Þess vegna er augljóst að í formlega samhverfu myntsambandi á milli þjóða sem eru mjög misjafnar að stærð, hljóta hin stærri aðildarríki að hafa yfirgnæfandi áhrif.

tengingu gagnvart evru eða valinni myntkörfu. Ennfremur kemur myntráð til greina, þar sem gengið yrði fest niður með lögum og öll innlend seðlaútgáfa yrði 100% tryggð með erlendum gjaldeyrisvarasjóðum. Í þriðja lagi mætti íhuga sveigjanlegt myntráð, þar sem fastgengið væri ekki tryggt að fullu með erlendum gjaldmiðlum og þannig gæfist einhver sveigjanleiki í peningaframboði og aukningu útlána.

Jafnvel þótt aðeins sé fjallað um fljótandi eða sveigjanlegt gengi, koma mörg markmið og að minnsta kosti tvö stýritæki til álita. Sá valmöguleiki nýtur nú mikilla vinsælda að miða við aðeins eitt markmið af peningalegum toga, s.s. verðbólgu- eða verðlagsmarkmið. En einnig er algengt að taka fleiri markmið til greina, s.s. verðbólgu- markmið samhliða ákveðnum áherslum af því er varðar hagvöxt og atvinnuleysi.<sup>3</sup> Forgangsröð þessara markmiða getur verið ströng, þannig að framfylgd eins markmiðs sitji í algeru fyrirrúmi eins og tíðkast í Bretlandi eða á evrusvæðinu, eða að hvert markmið fái ákveðið vægi og þau komi öll til álita við ákvörðun peningamálastefnu eins og gerist í Bandaríkjunum. Nánari útfærsla á peningastefnunni getur síðan verið margbreytileg milli landa.

Ef gengið flýtur standa tveir kostir til boða varðandi val á peningalegum stýritækjum:<sup>4</sup> grunnfé í umferð og skammtímanafnvextir. Breytingar á grunnfé koma fram á efnahagsreikningi seðlabankans sem hreyfing gjaldeyrisforða eða breytingar á kröfum á lánastofnanir. Ef fjármagnshreyfingar við útlönd eru óheftar, skiptir eignasamsetning efnahagsreiknings seðlabankans ekki neinu máli. Inngríp í gjaldeyrismarkaðinn hafa því engin áhrif á nafn- eða raunstærðir í hagkerfinu, ef þau fara fram samhliða breytingum á innlendum eignum þannig að hrein eignastaða haldist óbreytt. En í raun og veru er mér ekki kunnugt um neinn seðlabanka

sem hefur notað grunnfé sem stýritæki. Ástæðan er sú að veltuhraði peningamagns í umferð er of sveiflukenndur til þess að grunnfé geti verið ákjósanlegt stýritæki í peningamálum. Af þessum sökum hafa skammtíma vextir ríkisvixla verið það stýritæki sem alls staðar er stuðst við.

Á Íslandi eru engin höft á erlendum fjármagnsflutningum. Við slíkar aðstæður getur sveigjanleg fastgengisstefna verið mjög varasöm og leitt til stórra áfalla, ef hún er ekki fullkomlega óhagganleg gagnvart atlögum á gjaldeyrismarkaði.<sup>5</sup> Sú stjórnvaldsákvörðun að taka upp fastgengi (hvort sem sú ákvörðun er studd með myntráði eða ekki) er aðeins ein útgáfa sveigjanlegrar fastgengisstefnu, ef hún er ekki að fullu trúverðug. Ef trúverðugleikinn er hins vegar fullkominn er hér aðeins um að ræða kostaminni útgáfu af myntbandalagi, að öllu öðru leyti en því að nokkur táknræn atriði sem varða peningalegt sjálfstæði sitja eftir (sem fjallað verður um í þriðja kafla).

Ég nálgast spurningar um kosti og galla sem fylgja evruvæðingu á Íslandi með því að velja því upp hvaða máli fyrirkomulag peningamála skipti í raun og veru. Í öðrum kafla er farið yfir tæknileg atriði sem mæla með og móti myntbandalagi. Í fyrsta lagi er fjallað um þann viðskiptalega ábata sem fylgir myntsamruna og jafnframt þann beina kostnað sem fylgir slíkri breytingu. Þá er myntsláttuhagnaður tekinn til umfjöllunar, en það er sá beinhardi arður sem stjórnvöld njóta af prentun peningaseðla sem eru í raun vaxtalaus skuldabréf. Þriðja málsefnið tengist fjármálalegum stöðugleika og hlutverki seðlabankans sem lánadrottins til þrautavara. Að lokum er fjallað um kostnað og ábata sem fylgir peningalegu sjálfstæði og gengissveigjanleika, séð frá sjónarhóli þjóðhagfræðilegs stöðugleika. Þetta er hið mikilsvirta umfjöllunarefni þeirra fræða sem kennd eru við hagkvæmstu myntsvæði. Þriðji kafla tekur síðan til rannsóknar pólitísk og stjórnskráartengd rök er varða myntbandalög, þ.e. bæði raunverulegt og táknrænt mikilvægi sjálfstæðrar peningamálastefnu og

3. Bandaríki Norður-Ameríku eru óvenjuleg að því leyti að hafa þrjú markmið: hámarksatvinnu, verðstöðugleika og vaxtastöðugleika.

4. Ég takmarka umfjöllunina við peningamálastjórnun á frjálsum markaði. Aðgerðir eins og t.d. lánsfjárskömmun eru ekki teknar með.

5. Sjá Buitter, Corsetti og Pesenti (1998).

álitaefni er varða ábyrgð peningayfirvalda gagnvart almenningi.

## 2. Hvers vegna skiptir myntfyrirkomulag máli: Efnahagsleg rök

### 2.1 Rekstrarhagfræði sameiginlegra myntsvæða

Það er vel kunnugt að myntsamruni dregur úr viðskiptakostnaði. Peningar miðla viðskiptum á milli aðila og hagræði einstakra gjaldmiðla eykst eftir því sem fleiri taka þá sem greiðslu (Dowd og Greenaway, 1993). Ef ekki er lengur þörf á því að skipta á milli gjaldmiðla, sparast raunverulegur kostnaður. Ef skipuleggja ætti heiminn upp á nýtt og taka aðeins tillit til rekstrarhagfræðilegrar skilvirkni, myndi aðeins einn gjaldmiðill vera í umferð.

En staðan er sú að margir þjóðargjaldmiðlar eru í umferð. Þess vegna verður að veða þann varanlega sparnað á viðskiptakostnaði sem hlýst af upptöku sameiginlegrar myntar á móti þeim tímabundnu útgjöldum sem slík breyting kostar. Erfitt er að meta með vissu hversu mikill sparnaður er í húfi. Ef aðeins er miðað við mismun á kaup- og sölugengi á gjaldeyrismarkaði er mjög líklegt að hinn raunverulegi viðskiptakostnaður sé vanmetinn, þar sem litið er framhjá hjá þeim kostnaði sem aðilar utan bankanna verða að bera vegna þessara viðskipta. Aftur á móti gæti þessi matsaðferð orðið til þess að kostnaður yrði ofmetinn, ef einokun eða fákeppni er til staðar á gjaldeyrismörkuðum.

Í skýrslu sem unnin var vegum nefndar ESB um myntsamvinnu og ber nafnið „Einn markaður, einn gjaldmiðill“ (ESB, 1990), var hinn varanlegi sparnaður á viðskiptakostnaði metinn um 0,5% af landsframleiðslu þeirra 15 ríkja sem í bandalaginu eru. Vitanlega var þar gert ráð fyrir því að 14 gjaldmiðlar yrðu lagðir niður og aðeins einn kæmi í þeirra stað. Evruvæðing á Íslandi hefði aðeins í för með sér að einn gjaldmiðill hyrfi af sjónarsviðinu. Sparnaður á gjaldeyrismarkaði myndi ennfremur verða meiri vegna viðskiptakostnaðar sem fylgir kaupum og sölu á verðbréfum í viðkomandi landsgjaldmiðlum, en sá kostnaður fellur burt við upptöku sam-

eiginlegrar myntar. Ef ætlunin er, til að mynda, að skipta úr íslenskum ríkisskuldabréfum og yfir í sams konar bréf á evrusvæðinu, er nauðsynlegt að selja íslensku bréfin, kaupa evrur og síðan festa bréfin í Evrópu. Þetta eru því þrjár færslur, sem hver felur í sér sinn eigin kostnað. Kostnaður vegna beinna viðskipta á gjaldeyrismarkaði er aðeins eitt tilefni af þremur þar sem slíkur kostnaður fellur til. Hálf prósenta af landsframleiðslu (ef það er þá rétt mat) lítur ekki út fyrir að vera há tala, en er samt tvöfalt meira en þær samanlögðu tekjur sem íslenska ríkið hefur af myntsláttu (sjá töflu 1 hér að neðan).

Enn erfiðara er að meta þann kostnað sem fylgir því að skipta um mynt á Íslandi. Þær kostnaðartölur sem nefndar voru á evrópska myntsvæðinu voru mjög breytilegar, jafnvel svo mjög að hæsta matið var tvöfalt hærra en hið lægsta. Sá kostnaður sem hlýst af því að skipta um gjaldmiðla, felur ekki aðeins í sér tækja- og stjórnunarkostnað vegna endurskilgreiningar samninga, nýrra sjálfsala og svo framvegis. Hér er einnig á ferðinni sálfræðilegur kostnaður sem fylgir því að reikna út verð með nýrri mynteiningu og er til staðar vegna takmarkana á mannlegri skynsemi.

Að lokum má nefna aukið verðgagnsæi sem ábata vegna sameiginlegrar myntar. Verðmismunun og markaðsaðgreining eru erfiðari í framkvæmd þegar kaupendur eiga auðveldara með að bera saman verð. En eins og áður er hér vísað til takmarkana á mannlegri skynsemi og mjög erfitt er að geta sér til um mikilvægi þessa þáttar með neinu öryggi.

### 2.2 Myntsláttuhagnaður

Nokkrar leiðir koma til greina til þess að meta þann arð sem ríkisvaldið tekur til handargagns með útgáfu á vaxtalausum skuldaviðurkenningum. Breytingar á grunnfé (sem samanstandur af seðlum og mynt í umferð og inneignum viðskiptabanka hjá seðlabanka) fela í sér tekjur sem ríkisvaldið nýtur vegna starfsemi seðlabankans. Á Íslandi bera innstæður í seðlabanka vexti (sem þó eru lægri en tíðkast á almennum markaði), og þess vegna verður sá mælikvarði sem hér er notaður á myntsláttuhagnað að teljast í hærra lagi.

Til þess að fá einhverja tilfinningu fyrir þeim stærðum sem hér er um að tefla, getur verið gagnlegt að fjalla um þær sem hlutfall af landsframleiðslu. Ef  $M_t$  er látið tákna nafnvirði peningaframboðs að loknu tímabili  $t$ ,  $P_t$  standa fyrir almennt verðlag og  $Y_t$  fyrir raunvirði landsframleiðslu, skilgreini ég myntsláttuhagnað  $\sigma_t$  sem

$$(1) \quad \sigma_t \equiv \frac{M_t - M_{t-1}}{P_t Y_t}.$$

Önnur matsaðferð sem kemur til greina miðast við þær vaxtatekjur sem falla niður vegna útgáfu vaxtalausra skuldabréfa, þ.e. peningaseðla. Ég tákna þær sem  $\omega_t$ . Ef  $i_t$  lýsir áhættalausum vöxtum til skemmri tíma, þá

$$(2) \quad \omega_t \equiv i_t \frac{M_{t-1}}{P_t Y_t}.$$

Tengdur mælikvarði á þessum peningalega arði ríkisins er verðbólguálagurinn eða sú rýrnun sem á sér stað á raunvirði peningamagns í umferð á hverju ári. Ég mun vísa til þess sem vænts verðbólguálags, táknaðs með  $\tau_t$ . Látum enn fremur  $\pi_t$  lýsa verðbólguhraðanum ( $P_t/P_{t-1} = (1 + \pi_t)$ ) þá gildir að

$$(3) \quad \tau_t \equiv \pi_t \frac{M_{t-1}}{P_t Y_t}.$$

Þessir þrjú mælikvarðar eru nátengdir. Ef  $m_t$  táknar hlutfall grunnfjár af landsframleiðslu ( $m_t = M_t/P_t Y_t$ ) og  $g_t$  vaxtarhraða raunframleiðslu ( $Y_t/Y_{t-1} = (1 + g_t)$ ), er

$$(4) \quad \sigma_t \equiv \tau_t + \frac{g_t}{1 + g_t} m_{t-1} + \Delta m_t$$

og

$$(5) \quad \sum_{j=0}^{\infty} \prod_{k=0}^j \frac{\sigma_{t+k}}{1 + r_{t+k}} \equiv \sum_{j=0}^{\infty} \prod_{k=0}^j \frac{\omega_{t+k}}{1 + r_{t+k}} - \frac{m_{t-1}}{1 + r_t}.$$

En það er sama við hvaða mælikvarða er stuðst, peningaprentun er fremur lítilvægur tekjuliður fyrir Íslendinga. Þetta sést vel af töflu 1 sem sýnir mat á myntsláttuhagnaði fyrir Ísland. Tekjur vegna aukningar peningamagns hafa verið um 0,18% af landsframleiðslu síðustu 5 ár, að meðaltali. Tekjur vegna ógreiddra vaxta hafa verið um 0,28% af landsframleiðslu að meðaltali síðustu fimm ár og verðbólguálagurinn er jafnvel enn lægri eða 0,07% af landsframleiðslu síðustu 5 ár. Þetta endurspeglar lágt hlutfall grunnfjár af landsframleiðslu á Íslandi, sem hefur verið um 3,6% af árlegri landsframleiðslu síðustu 5 ár.

Nýklassískar kenningar um opinber fjármál gefa til kynna, að ef fjármálayfirvöld eiga ekki völ á hlutlausum sköttum, verða þau að nýta hinn verðbrenlandi verðbólguálag með öðrum brenlandi sköttum til þess að reyna að lágmarka óhjákvæmilegt tap á skilvirkni til lengri eða skemmri tíma sem fylgir fjármögnun ríkisútgjalda. Skilvirkni skattheimtu er mismunandi á milli landa og þess vegna getur kjörverðbólga einnig verið breytileg frá einu landi til annars. En jafnvel í hinum hátimbraða heimi nýklassískra ríkisfjármálalíkana eru þessar röksemdir fjarri því að vera lausar við veilur. Peningar eru eign, jafnt sem greiðslumiðill, og margar rannsóknir gefa til kynna að eignir eigi ekki að vera skattlagðar, a.m.k. ekki í stöðugu jafnvægi. Einnig er hægt að líta á peninga sem framleiðsluþátt í því ferli að breyta hráefnum í vörur og þjónustu til almennrar neyslu. Aðrar greinar rannsókna benda til þess að það sé óæskilegt að skattleggja slíka framleiðsluþátti.

Hvaða þýðingu sem þessar rannsóknir hafa, er ljóst af raunverulegum tölulegum upplýsingum að iðnvædd ríki með þróuð fjármálakerfi nota ekki verðbólguálag í neinum mæli.

Ég álykta því að það geti ekki talist efna­hagslegur þröskuldur fyrir inngöngu í mynt­bandalag þótt Íslendingar geti ekki lengur ráðið því hversu mikill myntsláttuhagnaðurinn er

Tafla 1. Myntsláttuhagnaður á Íslandi

Ár	Hlutfall grunnfjár af landsframl.(%)	Myntsláttu- hagnaður <sup>1</sup> (ma. króna)	$\sigma$ Myntsláttu- hagnaður (% af landsframl.)	$\omega^2$ Ógreiddir vextir (% af landsframl.)	$\tau^3$ Verðbólgu- skattur (% af landsframl.)
1994	3,7	0,25	0,06	0,27	0,06
1995	3,4	-0,73	-0,16	0,27	0,06
1996	3,9	3,64	0,75	0,31	0,09
1997	3,7	0,60	0,11	0,26	0,07
1998	3,5	0,89	0,15	0,27	0,06
Meðaltal	3,6	0,93	0,18	0,28	0,07

1. Ársbreyting á grunnfê. 2. Vextir eins árs ríkisskuldabréfa. 3. Verðbólga er reiknuð sem breyting á vísitölu neysluverðs.

hverju sinni, jafnvel þótt um einhliða evruvæðingu væri að ræða. Þótt Íslendingar gerðust fullgildur aðilar að Myntbandalagi Evrópu sem aðildarríki ESB tapast myntsláttuhagnaðurinn ekki, því að séð yrði til þess að landsmenn fengju sanngjarnan hluta af myntsláttuhagnaði evrusvæðisins í sinn hlut.

Stjórn verðbólguhraðans skiptir mun meira máli frá sjónarhóli almennra verðbólgu-skatta. Hér er ekki aðeins um að ræða rýrnun á verðmæti eða kaupmætti grunnfjár í umferð (hinn vænti verðbólgu-skattur), heldur einnig rýrnun á verðmæti óverðtryggðra ríkisskulda, þar með talið þeirra sem bera vexti (hinn óvænti verðbólgu-skattur). Hægt er að ímynda sér þær aðstæður þegar óvænt verðbólga sem sérstakur skattur á eigendur ríkisskuldabréfa (sérstaklega á langtímaskuldabréf) getur talist mikilvægt hagstjórnartæki. En þar sem stærstur hluti af ríkisskuldabréfum á Íslandi er verðtryggður, hafa slík rök lítið gildi.

### 2.3 Fjármálastöðugleiki: Lánveitandi til þrautavara

Ríkisvaldið hefur sérstaka skyldu til þess að bregðast við fjármálaóstöðugleika. Ástæðan er einfaldlega sú að ríkið ræður yfir stærri sjóðum en nokkur annar innlendur aðili, og hefur enn fremur einkaleyfi á löglegrri valdbeitingu. Þetta vald kemur fram í getu ríkisins til þess að leggja á skatta, að festa ákveðna tegund af skuldabréfum sem löglegan gjaldmiðil og að

setja lög og reglur. Seðlabankinn er sú ríkisstofnun sem ræður yfir mestu skammtíma-fjármagni vegna seðlaútgáfu sinnar. En ef fjármálavandræðin felast ekki í lausafjárþurrð sem gengur yfir á skömmum tíma, heldur lýsa sér með útlánatöpum og langtíma greiðsluferfðileikum hjá stórum hluta fjármálageirans, verða varanlegar greiðslur frá ríkissjóði að koma til viðbótar því skammtímafjármagni sem seðlabankinn getur veitt út í lánakerfð með seðlaútgáfu sinni. Sá seðlabanki er reyndi að endurfjármagna stóran hluta af skuldum gjaldþrota lánakerfis stefnir sinni eigin greiðslugetu í voða. Þar sem seðlabankinn hefur ekki sjálfur vald til þess að skattleggja er greiðslugeta hans aðeins tryggð með seðlaútgáfu, sem hlýtur að teljast mjög verðbólguhvetjandi. Endurfjármögnun lánakerfis í greiðsluferfðileikum krefst aðkomu ríkisstofnunar sem hefur aðgang að langtímasjóðum, það er fjármálaráðuneytis sem hefur vald til þess að skattleggja.

Aðeins er að litlu leyti hægt að einkavæða skyldur lánveitanda til þrautavara með innlána-tryggingum, samsvörun ákveðinna skuldaliða og álíka aðgerðum. Fyrir kerfisbundin fjármálavandræði er þetta hins vegar ekki fullnægjandi.

Ef Ísland tæki einhliða upp gjaldmiðil annars lands, s.s. evru, er engin trygging fyrir því að seðlabanki þess lands væri viljugur til þess að sinna hlutverki lánveitanda til þrautavara fyrir lánastofnanir hérlandis. Einhliða evruvæðing af því tagi gæti því falið í sér umtalsverðan kostn-

Tafla 2. Verðbólga, hagvöxtur og atvinnuleysi á Íslandi, 1991-1998

%	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Verðbólga.....	6,8	3,7	4,1	1,5	1,7	2,3	1,8	1,7
Hagvöxtur.....	3,2	-4,2	-0,9	2,7	1,9	4,8	6,2	6,9
Atvinnuleysi.....	1,5	3,0	4,4	4,8	5,0	4,3	3,9	2,8

Heimildir: Seðlabanki Íslands og OECD.

að, þar sem millibankalán seðlabankans myndu hverfa og enginn lánveitandi til þrautavara yrði til staðar.

#### 2.4 Þjóðhagfræðilegur stöðugleiki: Kenningar um hagkvæmustu gjaldmiðlasvæði teknar til endurskoðunar

Ég mun í fyrsta lagi gera það að tilgátu minni í þeirri umfjöllun sem hér fer á eftir, að fyrirkomulag peningamála á Íslandi (verðbólgu-markmið og gengisstöðugleiki sem millimarkmið) geti í bráð og lengd skilað lágri og stöðugri verðbólgu sem stenst sanngjarnar kröfur um verðstöðugleika. Saga síðustu 10 ára styður þessa ályktun og kemur fram í töflu 2. Þar sést einnig að verðstöðugleiki virðist hafa fengist án þess að langtíma hagvexti hafi verið förnað eða atvinnuleysi léti verulega á sér kræla.<sup>6</sup>

Ef það er þannig gefið að núverandi fyrirkomulag sem og aðild að evrusvæðinu geta skilað verðstöðugleika, veltur spurningin um þjóðhagslegan stöðugleika aðeins á því hvort gengisfyrirkomulagið er betur til þess fallið að lægja öldurnar í raunhagkerfinu, þ.e. hvort fyrirkomulagið er líklegra til þess að draga úr sveiflum í atvinnuleysi frá því stigi sem telst náttúrulegt og hindra frávik frá raunverulegri framleiðslugetu hagkerfisins.

Í öðru lagi er það tilgáta mín að val á gengisfyrirkomulagi muni ekki hafa nein merkjanleg áhrif á langtíma hagvaxtarþróun og náttúrulegt stig atvinnuleysis. Þannig er gert ráð fyrir því að langtíma Phillipsferillinn sé fullkomlega lóð-

réttur. Tímabundnir raunskellir hafa aðeins skammtíma raunáhrif. Nafnverðsskellir, hvort sem þeir vara í lengri eða skemmri tíma, eru skammtíma raunskellir að mínu áliti. Ég viðurkenni að peningaskellir, að svo miklu marki sem þeir hafa áhrif á fjárfestingarákvarðanir eða niðurstöðu tregbreytilega nafnverðssamninga, geta haft raunveruleg áhrif sem vara lengur en nafnverðstregðan sem veldur því að þeir hafa einhver slík áhrif yfir höfuð. Ég mun hins vegar gera ráð fyrir því að breytingar í peningamagni hafi engin áhrif þegar til lengri tíma er litið. Langur tími í þessum skilningi er hér talinn vera tvö ár. Kenningin um hagkvæmustu myntsvæði leitar svara við tveimur mikilvægum spurningum: Hverju verður sú þjóð að förna er gefur frá sér sjálfstæði í peningamálum með inngöngu í myntbandalag og getur þess vegna ekki lengur varðveitt þjóðhagslegan stöðugleika með peningamálastefnu? Hvað fær hún í staðinn fyrir þau peningalegu hagstjórnartæki sem hún lætur af hendi?

Kenningin um hagkvæmustu myntsvæði (Mundell, 1961, McKinnon, 1963, Ingram, 1969, Kenen, 1969, og Masson og Taylor, 1992) er ein lítillsverðasta viðbótin við peningahagfræðina eftir seinna stríð. Helsti galli þessarar kenningar er þrálátur ruglingur á milli skammtíma nafnverðstregðu og varanlegrar rauntregðu. Niðurstöður hennar fela jafnframt í sér mikið ofmat á getu peningamálastjórnunar til þess að hafa áhrif á framgang raunhagkerfisins, hvort sem þau áhrif eru til hins betra eða verra.

Þau greinarskrif sem hafa sprottið af kenningunni um hagkvæmustu myntsvæði leita svara við þeirri spurningu hvaða gefin efnahagssvæði, sem hvert hefur sína eigin mynt, myndu hagnast af því að festa gengi gjaldmiðla sinna innbyrðis

6. Ef markið er sett á of lága verðbólgu eykst hættan á því að hagkerfið lendi í lausafjargildru. Til þess að sjá nánari umfjöllun um þetta atriði, sjá Buiter og Panigirtzoglou (1999).

á varanlegan máta. Eftirfarandi einkenni hafa verið talin mæla með því fyrir einstakar þjóðir eða ríkjasamsteypur að viðhalda gjaldmiðli sínum og svigrúmi sínu fyrir sveigjanlegt nafngengi:

1. Ósveigjanleiki í innlendu verðlagi og kostnaði.
2. Tiltölulega mikil opnun gagnvart utanríkisviðskiptum.
3. Ósamhverf (landsbundin) áföll eru mun algengari en samhverf og sameiginleg áföll og/eða ólík uppbygging viðkomandi hagkerfa og mismunandi miðlunarferla innan þeirra gerir það að verkum að jafnvel sameiginlegir skellir hafa mjög ósamhverfar afleiðingar.
4. Sérhæfing í framleiðslu og eftirspurn.
5. Lítil hreyfanleiki framleiðsluþátta (og þá sérstaklega vinnuafis) á milli landamæra.
6. Ekkert alþjóðlegt (né yfirþjóðlegt) milli-færslukerfi í ríkisfjármálum sem flytur fjármagn á milli landa til þess að mæta áföllum.

#### 2.4.1 Hversu mikill er tregbreytileiki í kostnaði og verðlagi á Íslandi?

Ef engin veruleg nafnverðs- og kostnaðartregða er til staðar, skiptir fyrirkomulag gengismála engu þjóðhagslegu máli. Aðeins viðskiptafærslur og kostnaður samfara því að taka upp aðra mynt koma þá til álita. Viðkomandi land getur átt í hinu mesta basli með aðlögun raunstærða og sýnt ömurlega frammistöðu af því er varðar hagvöxt. En ef ekki er hægt að bregðast við þessari rauntregðu með nafngengishliðrunum, verður frammistaðan auðvitað jafnslæm hvort sem viðkomandi land er í myntbandalagi við aðrar þjóðir, með sinn eigin sérstaka landsgjaldmiðil og fljótandi gengi eða bjargast af með fjöhlíða vöruskiptakerfi.

Af þessum ástæðum verða umfang og langvirkni nafnverðstregðu að lykilatriði fyrir hagrannsóknir og stefnumörkun. Því miður eru niðurstöður þeirra rannsókna sem liggja fyrir hins vegar fremur torráðnar og erfðar í túlkun. Einnig er augljóst að upplýsingar um gildistíma

nafnlauna- og nafnverðssamninga og að hversu miklu leyti aðlögun þeirra er samræmd eða tafin, hljóta að falla undir gagnrýni Lucasar. Þessar samningavenjur eru ekki gefin náttúrufyrirbrigði, heldur afleiðingar ákvarðana sem teknar eru að yfirlögðu ráði á hverjum tíma. Breytingar á efnahagsumhverfinu sem liggja til grundvallar þessum ákvörðunum, munu einnig breyta þeim venjum sem þar tíðkast.

Prófanir á launa- og verðþróun eru með sama hætti ólíklegar til þess að vera upplýsandi. Það fylgnimynstur sem gögnin sýna endurspeglar bæði „sönn“ kerfisbundin sambönd, sem eru óháð breytingum á efnahagsumhverfi, og væntingamynstur sem mun verða fyrir áhrifum ef leikreglum efnahagslífsins er breytt. Það eru heldar engar djúpar kenningar til um nafnlaunatregðu sem geta staðið undir nafni. Hinar svokölluðu verðlistakostnaðarkenningar gera ráð fyrir því að raunkostnaður fylgi því að breyta verði á vöru 9og þjónustu í þeirri verðeiningu sem þær eru skráðar í. Þær skýra ekki af hverju verðeiningin skuli vera peningar (greiðslumáti og gjaldmiðill) eða hvaða áhrif það myndi hafa að skipta um verðeiningu. Hagfræðin á nógu erfitt með að útskýra notkun gjaldmiðla í viðskiptum og hefur ekkert fram að færa sem gæti skýrt hvers vegna verðeiningin skiptir máli. Sú fræðikenning sem næði til verðeiningarinnar myndi færa lesandann á svið þar sem takmarkanir á mannlegri skynsemi eru viðurkenndar forsendur, en þar líkar venjulegum hagfræðingum illa við að stíga niður fæti.

Þetta skilur hagfræðistéttina eftir í óþægilegri stöðu. Við trúum því að verðeiningin skipti máli, þótt við getum ekki útskýrt hvers vegna (með því að nota venjubundin greiningartæki). Við trúum því einnig að nafnlauna- og verðtregða sé víða til staðar og að hún skipti máli fyrir frammistöðu hagkerfisins, en við vitum ekki hvernig hægt sé að meta þessa tregðu, eða hvernig hún muni breytast við slíkar hagstjórnarbreytingar sem hér eru til umræðu.

#### 2.4.2 Er Ísland of lítið og/eða of opið til þess að njóta góðs af gengissveigjanleika?

Það er viðtekið stef í flestum þeim rannsóknum



sem byggjast á kenningum um hagkvæmustu myntsvæði að þau hagkerfi sem eru opin fyrir viðskiptum með vörur og fjármagn þurfi ekki að leggja fram eins miklar fórnir þegar heimagjaldmiðill er gefinn upp á bátinn. Það ætti að vera augljóst að þessi staðhæfing getur ekki verið rétt eins og hún er sett fram. Hagkerfi sem er fullkomlega lokað fyrir utanríkisviðskiptum mun hvorki hagnast né tapa við þá aðgerð að ganga í myntbandalag, lítið frá sjónarhóli þjóðhaglegs stöðugleika. Ef það eru tengsl á milli opnanleika og þess kostnaðar sem fylgir því að fórna gengissveigjanleika, þá geta þau tengsl ekki verið einhalla.

Lítið, opið hagkerfi getur ekki beitt gengishliðrunum til þess að hafa áhrif á alþjóðleg viðskiptakjör. Ef allar fullunnar vörur og þjónusta ganga kaupum og solum á alþjóðlegum markaði, sem og framleiðsluþættir, hrávörur og þjónusta þeim tengd, munu breytingar á nafngengi ekki hafa áhrif á raungengi, þ.e. hlutfallslegt verðhlutfall á milli skiptanlegra og óskiptanlegra vara. Þetta á sérstaklega við ef viðkomandi land er það lítið að það getur ekki haft áhrif á verðþróun á heimsmörkuðum. En launavinna er ekki líkleg til þess að ganga kaupum og solum á heimsmarkaði í nægjanlegum mæli til þess að innlend laun ráðist algerlega af heimsmarkaðslaunum og nafngengi. Þar sem vinnuafli er yfirleitt bundið við heimamarkað, getur nafnlaunatregða verið nægjanleg til þess að veita nafngengi tímabundið vald yfir raunsterðum, vegna áhrifa sinna á hlutfallslegan launakostnað og arðsemi.

Ísland er mjög lítið hagkerfi, en ekki sérstaklega opið ef slíkt er mælt með hlutfalli út- og innflutnings af landsframleiðslu. Útflutningur var aðeins um 34,6% af landsframleiðslu árið 1998 og innflutningur 38,5%. Þetta er aðeins hærra heldur en samsvarandi tölur fyrir Bretland en mun lægra borið saman við lönd eins og Holland, Belgíu eða Danmörk. Ísland hefur líklega enga getu til þess að hafa áhrif á viðskiptakjör sín erlendis. En hlutfallslegt verðlag á skiptanlegum vörum, borið saman við óskiptanlegar, getur orðið fyrir áhrifum vegna hagstjórnar. Þar sem vinnuafli er tiltölulega óhreyfanlegt og tölu-

verð nafnlaunatregða er til staðar er ljóst að hagstjórn getur haft áhrif á hlutfallslegan launakostnað. Þess vegna er sá möguleiki til staðar að nafngengi geti verið tæki til þess að varðveita stöðugleika.

#### 2.4.3 Verður Ísland fyrir ósamhverfum skellum sem gera aðild að Myntbandalagi Evrópu sérlega kostnaðarsama?

Í myntbandalagi verður ein peningamálastefna að duga fyrir öll aðildarríki. Þessi einsleitni felur í sér mestan kostnað fyrir þau aðildarlönd sem verða fyrir barðinu á ósamhverfum skellum eða ef uppbygging efnahagslífsins er með þeim hætti að samhverf og sameiginleg áföll leiða til alvarlegra og ósamhverfra áhrifa á framleiðslu og atvinnu. Sú tilgáta að myntbandalag sé betri kostur ef uppbygging framleiðslu og eftirspurnar er fjölhæf, er aðeins lýsing á þeim aðstæðum sem draga úr líkum þess að ósamhverf áföll eigi sér stað.

Það er rétt að ef gengissveigjanleika yrði fórnað hefði Ísland færri verkfæri til ráðstöfunar til þess að bregðast við ósamhverfum áföllum. En þótt nafngengissveigjanleiki muni ekki draga úr þeim langtíma sársauka sem fylgir nýjum verð- og kostnaðarhlutföllum, þá getur hann, með réttri beitingu, dregið úr þeim kostnaði sem felst í aðlögun að nýju raunjafnvægi. Þess vegna hlýtur missir þessa aðlögunartækis að ráðast af því hversu vel því hefur raunverulega verið beitt.

Sú röksemd heyrir oft að Ísland sé líklegt til þess að verða fyrir ósamhverfum framboðsáföllum. Þetta er vegna þess að ein frumvinnslugrein (sjávarútvegur) hefur gríðarlegt mikilvægi og hún er jafnframt miklum breytingum undirorpin, s.s. vegna tæknibreytinga, mismunandi aflabragða og verðsveiflna á fiskafurðum erlendis. Þetta eru því rök sem vega þungt. Samt sem áður verður að gera tvær athugasemdir. Þrátt fyrir að sjávarútvegur sé greinilega mjög mikilvægur, hefur hann samt ekki mikið vægi miðað við landsframleiðslu. Tölur um dreifingu starfa árið 1996 benda til þess að 5,1% af vinnuafli landsins stundi fiskveiðar en 6,0% fiskvinnslu. Samanlagt lögðu þessar tvær greinar

fram 14,4% af landsframleiðslu, 71% af vöruútflutningi og 49% af heildarútflutningi. Um 40% af utanríkisviðskiptum Íslands voru við evrusvæðið árið 1997. Röksemdin um framboðsskelli hlýtur að eiga aðeins við fiskveiðar, ekki við fiskvinnslu sem er aðeins ein grein iðnaðar.<sup>7</sup> Í öðru lagi verður að taka fram að sveigjanlegt gengi getur leitt af sér verðsveiflur innanlands (að gefnu stöðugu fiskverði erlendis), jafnt sem að mæta breytingum á erlendu fiskverði.

Það eru þó tvö önnur álitaefni er varða mikilvægi þess að viðhalda sveigjanlegu nafngengi til þess að mæta ósamhverfum skellum. Nafngengisbreytingar geta aðeins talist rétt viðbrögð við ósamhverfum áföllum á mörkuðum fyrir vörur og þjónustu, það er IS-skelli og heildarframboðsskelli. Fast nafnvaxtastig er hins vegar mun betra svar við ósamhverfum skellum af peningalegum toga (LM-skellir). Í heimi þar sem fjármagnshreyfingar eru fullkomlega frjálssar, leiðir fast nafnvaxtastig til stöðugra væntinga um gengislækkun. Fastgengi er ein leið til þess að draga fram þessi réttu viðbrögð við LM-skellum.<sup>8</sup>

Í öðru lagi er óþarfi að falla í stafi yfir skilvirkni fjármálamarkaða almennt, og þá sérstaklega yfir skilvirkni gjaldeyrismarkaða. Yfirleitt er gjaldeyrismarkaður tæknilega skilvirkur í þeim skilningi að stórar færslur geta átt sér stað með litlum sem engum fyrirvara, lágum viðskiptakostnaði og lágmarksáhrifum á gengið.<sup>9</sup> En jafnvel þótt gjaldeyrismarkaður sé tæknilega skilvirkur og enginn geti hagnast umfram áhættuþóknun, er verðlagningin ekki endilega í

samræmi við raunverulegar aðstæður í efnahagslífinu. Spákaupmennska, jafnvel sú sem stunduð er af fullri skynsemi, getur leitt til bóluáhrifa á eignarverð, s.s. nafngengi, og leitt til frávika frá þjóðhagslegu gildi. Hjarðhegðun, vagnlestaráhrif og önnur óskynsamleg hegðun, samhliða markaðsfærslum sem einkennast af stefnuleysi, örvæntingu og jafnvel lausafjárþurrð á öðrum fjármálamörkuðum leiða því til óeðlilega mikils flöktis, og stundum þráláts mismæmis á gjaldeyrismörkuðum.

Gjaldeyrismarkaðir og nafngengi geta þess vegna framleitt skelli af eigin rammleik auk þess að þjóna sem aðlögunartæki gagnvart raunverulegum efnahagslegum áföllum. Það er ekki hægt að skilja þetta tvennt að. Hið mögulega hagræði sem fylgir sveigjanlegu nafngengi hlýtur að koma í sama knippi og þeir ótvíræðu ókostir sem fylgja óróleika og óþörfum gengishreyfingum, og leiða til ónauðsynlegra aðlögunarbreytinga í öðrum hornum hagkerfisins. Það er alls ekki fullljóst að hagræðið af nafngengissveigjanleika í glímu við ósamhverf áföll muni taka þeim ókostum fram sem fylgja skellum sem gjaldeyrismarkaðir framkalla sjálfir.

#### 2.4.4 Kemur takmarkaður hreyfanleiki framleiðsluþátta í veg fyrir evruvæðingu?

Það er ljóst að mikill hreyfanleiki framleiðsluþátta getur að stórum hluta komið í stað nafngengisbreytinga sem mótvægi við ósamhverf áföll. Það sem meira er, hreyfanleiki framleiðsluþátta getur skilað langtíma, jafnvel varanlegri aðlögun gagnvart ósamhverfum áföllum, sem sveigjanlegt nafngengi getur ekki.

Þeir framleiðsluþættir sem skipta máli eru vinnuafli og fjármunir. Fjármunafli er takmarkaður, jafnvel þótt fjármagnshreyfingar séu fullkomlega frjálssar. Þegar fjármunum (verksmiðjum, vélum, tækjum o.s.frv.) hefur einu sinni verið komið fyrir, er erfitt að færa þá til landfræðilega. Það eru til dæmi um „fljúgandi fjármuni“, eins og júbúþotur eða fljóttandi fjármuni svo sem fiskiskip, og það þekkt einnig að heilu verksmiðjurnar hafi verið fluttar langar vegalengdir með járnbrautum. En með hæfilegri nákvæmni má halda því fram að fjár-

7. Á sama hátt ætti að meta áhrif oliuverðsskella með hliðsjón af stærð þeirra greina sem sjá um olíuleit og olíuupptöku, en sleppa þeim greinum sem sjá um olíuhreinsun og frekari vinnslu úr olíu.
8. Þetta er bein útvíkkun af Poole (1970) og tekur til opins hagkerfis sem og samþættum fjármálamörkuðum á heimsvísu (sjá Buiter, 1997).
9. Eins og aðrir fjármálamarkaðir, geta gjaldeyrismarkaðir sýkst af „óreglulegum markaðseinkennum“, þar sem bilið á milli kaup- og sölugengis vikkar svo mjög að viðskiptin dragast saman og markaðurinn hættir að vera skilvirkur, jafnvel í tæknilegum skilningi þessa orðs.

munir séu fastir á sínum stað. Nýrri fjárfestingu má vitaskuld beina á milli landamæra, frjálst fjármagnsflæði liðkar til fyrir slíku ferli þar sem sparnaður og fjármunamyndun þurfa ekki að standast á innan hvers lands. Samt er ekki líklegt að þetta skipti miklu fyrir hagsveiflur. Flutningur á fjármunum á milli Íslands og evrusvæðisins með fjármagnsstraumum getur vart komið í stað þess skammtímastöðugleika sem gengishreyfingar geta borið með sér.

Svipaða sögu má segja af hreyfanleika vinnuafls á alþjóðavísu. Þar sem Ísland er aðili að hinu Evrópska efnahagssvæði (EES) standa engar lagalegar skorður gegn því að vinnuafl færist á milli Íslands og evrusvæðisins, fremur en á milli tveggja Evrópusambandsríkja.

En fólksflutningar eru kostnaðarsamir (innanlands sem og milli landa) og því er ólíklegt að hreyfanleiki vinnuafls geti haft sama áhrifamátt og breyting nafngengis. Launamenn eru aðeins viljugir til þess að flytja ef hinn fasti og fyrirframgreiddi kostnaður vegna flutninganna er bættur með löngum tíma á hærri launum í því landi sem flust er til. Varanlegir (eða a.m.k. þrálátir) raunskellir leiða til þess að vinnuaflíð hreyfist á milli staða. Nafngengissveigjanleiki hefur aðeins áhrif á raunhagkerfið í skamman aðlögunartíma. Til þess að fólksflutningar á milli landa geti haft sömu áhrif og sveigjanlegt nafngengi verða þeir að vera í nægjanlegum mæli að geta gengið til baka í samræmi við hreyfingar hagsveiflunnar. Það er erfitt að sjá slíkt gerast.

Ég álykta að flutningur á vinnuafli og fjármunum á milli Íslands og evrusvæðisins sé mjög ólíklegur til þess að geta komið í stað nafngengissveigjanleika. En ég dreg einnig í efa að innan þeirra myntbandalaga sem nú þegar eru til staðar (eins og Bandaríkjana eða evrusvæðisins), skipti fólksflutningar mjög miklu fyrir hagsveiflur. Þetta þýðir að annaðhvort eru þessi myntbandalög ekki hagkvæm myntsvæði eða þá að mikill hreyfanleiki vinnuafls sé ekki nauðsynlegur fyrir hagkvæm myntsvæði.

#### 2.4.5 Er sterk yfirþjóðleg stjórn í ríkisfjármálum nauðsynleg til þess að bæta fyrir missi gengisins sem hagsstjórnartækis?

Svarið er í stuttu máli „nei“. Ríkisfjármálastefna getur stuðlað að stöðugleika að svo miklu marki sem heildareftirspurn örvast vegna frestunar skatta og lántöku til þess að mæta þeim tekju-skorti sem af hlýst. Það gerist ef neytendur skortir framsýni þannig að þeir gera sér ekki grein fyrir því að núvirði skattagreiðslna ræðst ekki endilega af þeim tímavæðingum sem álögurnar eru lagðar á þá, eða ef frestun skatta dreifir tekjum á milli heimila með mismikla neyslunhæigð. Í kynslóðalíkönun þar sem gjafir tíðkast ekki á milli kynslóða, verður frestun skatta til þess að færa tekjur frá ungu fólk til þess eldra, og jafnframt frá ófæddum kynslóðum til þeirra sem þegar eru á lífi. Þetta mun auka heildar-neyslu til skamms tíma. Margleitni innan kynslóða (svo sem ef lífsferilsneytendur og þeir sem skortir neyslutekjur lifa hlið við hlið) getur styrkt þessi áhrif.

Ef yfirþjóðlegt ríkisfjármálavald í myntbandalagi hefur ekki aðgang að lánsfé á fjármálamörkuðum á betri kjörum en ríkissjóðir einstakra aðildarlönda, getur yfirþjóðleg ríkisfjármálastefna engu skilað fyrir efnahagslegan stöðugleika sem ekki er hægt fá fram með ríkisfjármálaaðgerðum innan viðkomandi lönda, og jafnvel með aðgerðum einstakra sveitarfélaga. Tekjuhalli eða afgangur í ríkisrekstri í einstökum löndum kemur líklega að einhverju leyti fram í sveiflum á viðskiptajöfnuði, og getur fullkomlega komið í stað yfirþjóðlegrar stöðugleikastefnu í ríkisfjármálum.

Í mörgum nýlegum rannsóknum hefur verið reynt að ákvarða þá tekju- og áhættudreifingu sem hlýst af skattatilfærslum innan ríkjasambanda. Í rannsókn unninni af Bayoumi og Masson (1993), sem þeir byggðu reyndar á eldri vinnu Sala-i-Martin og Sachs (1992), reyndu þeir að sundurgreina svæðabundna skatta og tilfærslur á milli fylkja í Bandaríkjunum og Kanada. Þeir skilja á milli langtíma fjárstrauma á vegum ríkisins (sem skipta máli fyrir endurdreifingu tekna) og skammtímafærslna sem svæðisbundnar hagsveiflur kalla fram og þeir

tengja við stöðugleikamarkmið ríkisins. Þeir finna að langtímatilfærslur hafa 22% vægi en skammtíma stöðugleikafærslur 31%. Samskonar hlutföll í Kanada eru 39% og 17% í sömu röð. Þótt þessar rannsóknir séu athyglisverðar, segja þær ekkert markvert um það hvort sameiginleg ríkisfjármálastefna gæti bætt fyrir missi gengis-skráningar sem hagstjórnartækis innan myntbandalags gervallrar Norður-Ameríku. Langtímaáhrif á tekjuskiptingu vegna fjárlagagerðar skipta engu því að nafngengið er ekki verkfæri sem hefur langtímaáhrif á tekjutilfærslur. Áhrif fjármálakerfis hins opinbera á stöðugleika skipta máli, en hægt er að ná sama árangri hvort sem færslurnar eru yfirþjóðlegar, innan ákveðinna landa eða héraða. Sú staðreynd að fjárlög Evrópubandalagsins eru fremur smá í sniðum og Ísland ætti þar enga hlutdeild þar sem landið er ekki aðildarríki, skiptir ekki máli þegar kostir og gallar evruvæðingar eru metnir.

Það er vissulega rétt að myntbandalag er aðeins einn þáttur af mörgum í mjög víðtækum stjórnmalasamruna. Pólitískur þrýstingur gæti hæglega vaxið í þá átt að knýja fram endurdreifingu tekna á milli þeirra þjóða sem mynda Myntbandalagið. Tölurnar sem koma fram í rannsóknnum Bayoumi og Masson, sem og hjá Sala-i-Martin og Sachs, um endurdreifingu tekna, sýna raunverulega hversu langt Bandaríkin og Kanada eru komin sem þjóðfélög, fremur en að vísa aðeins til hagrænnar þróunar. Þær sýna einnig að hvaða marki hugmyndir um þjóðareiningu koma sem endurdreifing tekna í gegnum skattkerfið.

Ég álykta að þótt Ísland standi utan við skattkerfi evrusvæðisins (eins og nú er), geti það ekki talist tæknileg eða efnahagsleg hindrun fyrir evruvæðingu.

### 3. Stjórnarfarsleg og pólitísk yfirsýn yfir myntbandalög

Myntbandalög snúast ekki aðeins um tæknileg atriði, hvort sem þau eru af hagfræðilegum, fjármálalegum eða peningalegum toga. Hér er einnig um mjög mikilvæga stjórnarfarslega og pólitíska breytingu að ræða. Myntbandalag

vekur tvær sérgreindar en samt tengdar spurningar. Í fyrsta lagi um lögmæti þess að gefa eftir peningalegt sjálfstæði í tengslum við evruvæðingu, og í öðru lagi um ábyrgð peningamálayfirvalda gagnvart kjósendum eða kjörnum fulltrúum þeirra.

#### 3.1 Fullveldi

Myntbandalag felur í sér eftirgjöf á fullveldi til yfirþjóðlegs valds, jafnvel þótt um fulla og samhverfa aðild sé að ræða. Seðlabankinn er lykilfulltrúi ríkisvaldsins. Rétturinn til þess að gefa út gjaldmiðil lýsir valdi ríkisins til þess að þvinga, hvetja eða banna ákveðna hegðun. Hin almenna notkun hugtaksins „myntsláttuhagnaður“ vísar til þeirra tekna sem ríkið aflar sér með einokun á útgáfu löglegs gjaldmiðils og minnir á þá staðreynd að peningarentun er aðeins eitt form skattheimtu. Sú þjóð sem gengur í myntbandalag fórnar sjálfstæði sínu í peningamálum og verður að lúta yfirþjóðlegu valdi á því sviði. Þjóðríkið sjálft hlýtur að veikjast við þessa ráðstöfun. Með þessu er ég ekki að taka afstöðu til þess hvort þetta væri gott eða slæmt fyrir Ísland.<sup>10</sup> Ég er aðeins að skýra frá staðreyndum.

Hið raunverulega mikilvægi fullveldisafsals verður oft fyrir miklum áhrifum af hinu táknaða vægi sem þjóðargjaldmiðill hefur í huga fólks. Þjóðargjaldmiðill, ásamt þjóðsöng og þjóðfána, hlýtur að teljast með þeim táknum sem marka stöðu þjóðar í þjóðríki. Þær tilfinningar sem kvikna þegar rætt er um afnám þjóðargjaldmiðils rísa oft mun hærra en hægt er að útskýra á skynsaman hátt með því að vísa til yfirráða yfir myntsláttu og peningamálaaðgerðum.

Þessi stjórnarfarsmálefni eru mjög skýr í hinu Evrópska myntbandalagi. Efnahags- og myntsamvinna í Evrópu er aðeins þáttur af yfirstandandi samþættingu álfunnar í efnahags- og stjórnmalum, og er ekki einangrað, „tæknilegt“,

10. Þegar rætt hefur verið um myntsamruna í Evrópu, hef ég verið eindreginn stuðningsmaður þess að gefa eftir fullveldi til Evrópska myntbandalagsins. Ástæður mínar fyrir þessari afstöðu eru fyrst og fremst pólitískar: Ótti og andstygð á eyðileggingarmætti evrópskrar þjóðernishyggju, sem hefur ekki átt sinn líka.

peningalegt fyrirkomulag. Að þessu leyti er þessi samvinna ólík því sem gerðist á blómaskeiði gulltryggingar gjaldmiðla á milli 1880 og 1914, en þá náði evrópsk heimsvaldastefna og þjóðernishygga jafnframt hámarki. Evrópska myntsvæðið er fyrst og fremt skref á leið til „sífelld nánara sambands“ á milli Evrópuríkja. Það markar kaflaskil í þeirri viðleitni að gera Evrópu að sambandsríki, með því að færa umtalsvert fullveldisvald yfir til yfirþjóðlegrar stofnunar.

Líkt og aðild að evrópsku myntbandalagi, felur evruvæðing á Íslandi í sér tilfærslu á fullveldi til sambands- eða miðstjórnar. Þetta valdaframsals til Seðlabanka Evrópu verður að vera viðurkennt af borgurum Íslands. Ef svo er ekki munu þeir sem telja sig tapa vegna þessarar tilfærslu bjóða því byrginn. Á fyrri tíð hefur myntsamstarf aðeins haldið velli til lengri tíma ef það var stofnað á grundvelli sterkari og betur viðurkenndrar sambandsstjórnar en nú styður evruna. Þetta á einnig við þegar myntkerfið er yfirþjóðlegt og stutt af einum seðlabanka. Því þá heldur. Eldri sameiginleg myntkerfi voru studd stjórnsmálalegri samþættingu sem var langt umfram (það litla) sem nú gerist á milli Íslands og Evrópusambandsins.<sup>11</sup> ESB hefur að svo komnu máli, aðeins mjög veikan sambandsríkisramma, en samt sem áður hefur sambandið þing, dómstól og vísi að framkvæmdavaldi sem samanstandur af Evrópuráðinu og Ráðherraráði Evrópu. Íslensk evruvæðing yrði ekki studd af neinum viðurkenndum yfirþjóðlegum stofnana-ramma. Af þeim ástæðum einum, efast ég um að það geti lifað af. Sú athöfn að taka upp evru en gefa hana svo fljótlega aftur upp á bátinn er hins vegar bæði óreiðukennd og truflandi.

Saga fyrri myntbandalaga er lærdómsrík. Til að mynda urðu Bandaríkin ekki eitt myntsvæði fyrr en löngu eftir að ríkin sameinuðust í eina stjórnsmálaheild. Jafnvel þótt lítið sé framhjá Sjálfstæðisstríðinu (1776-1783) og Sambands-

stiginu (1783-1789), var sú myntsamvinna sem stofnað var til með undirskrift stjórnarskrárinnar árið 1789 fremur ófullkomin. Stjórnarskráin gaf Fulltrúaþinginu einkarétt á myntsláttu og yfirstjórn yfir virði þeirrar myntar, en þrátt fyrir það gátu fylkin stjórnað peningamálum á sínu yfirráðasvæði og gefið einstökum bönkum leyfi til þess að gefa út sína eigin peninga. Áður en Bandaríska Seðlabankanum var komið á fót árið 1914, var enginn slíkur seðlabanki innan Bandaríkjanna, þótt The First Bank of the U.S. (1791-1811) og The Second Bank of the U.S. (1816-1836) geti ef til vill kallast frumgerðir seðlabanka.<sup>12</sup> Mynteining með einu miðlægu valdi var ekki til staðar í Bandaríkjunum fyrr en Bankalögin gengu í gildi árið 1935.

Sameining Ítalíu undir einni mynt átti sér stað árið 1862, þegar nýtt samhæft myntkerfi kom til sögunnar sem var byggt á sardínsku lírunni. En það var eftir að sameining landsins undir einni pólitískri stjórn hafði átt sér stað árinu áður.<sup>13</sup> Útgáfa myntar og seðla, auk annara starfa seðlabanka komst ekki undir eina stjórn fyrr en 1893.

Hægt er að túlka sameiningarferli Þýskalands undir eina mynt og eina stjórn á 19. öld á tvennan gerólíkan hátt. Stofnun Þýska ríkisins árið 1871, eftir Fransk-prússneska stríðið, átti sér stað áður en myntlögin 1871 og 1873 tóku gildi sem samræmdu myntsláttu um landið allt og gerðu markið að verðeiningu. Árið 1875 varð nýi Ríkisbankinn (sem var í raun endurskírður Prússneskur banki) að hinum raunverulega seðlabanka, sem hafði einokun á seðlaútgáfu. Árið 1875 varð Þýskaland aðili að gulltryggingu gjaldmiðla. (Þjóðverjar notuðu stríðsskaðabæturnar sem höfðu verið innheimtar af Frökkum eftir Fransk-prússneska stríðið 1870 til þess að fjármagna þessa breytingu, og má það ef til vill teljast gamalt dæmi um hvernig svæðisbundnir

11. Ég lít svo á að NAFTA, sem er svæðisbundinn fríverslunarsamningur, hafi engin einkenni yfirþjóðlegrar stofnunar.

12. Frumvarp um stofnun Seðlabanka Bandaríkjanna varð að lögum 23. desember 1913.

13. Feneyjar urðu hluti af ríkinu árið 1866. Páfaríkið fylgdi síðan á eftir árið 1870, þegar Frakkar voru önnur kafnir á öðrum vígstöðvum og gátu ekki sent herlið til þess að vernda sjálfstæði þeirra.

sjóðir voru notaðir til þess að koma á fót myntsamvinnu). Þessi atburðarás bendir því til að stjórnmalasamruni í Þýskalandi hafi komið á undan myntsamruna.

Á móti má benda á að tollabandalaginu (Zollverein) frá árinu 1834 var fylgt eftir með myntsamningi, kenndum við München, árið 1837 og öðrum slíkum samningi kenndum við Dresden ári seinna sem leiddi af sér tvöfalt myntkerfi meðal allra aðila tollabandalagsins (sem náði til nær allra aðila sambandsríkisins). Árið 1857 varð Austurríki aðili að þessum myntsamningi. Með því að lesa atburðarásina á þessa lund, virðist sem flest helstu skrefin til myntsamruna hafi verið stigin áður en stjórnmalasamruni átti sér stað. Hér verður þó að taka fram að Austurríki sagði upp þessum samningi eftir ósigur í stríði við Prússland, og varð ekki aðili að þýska ríkinu árið 1871.

Pólítísk sameining Þýskalands á nýjan leik árið 1990 varð samhliða myntbandalagi á milli Vestur-og Austur-Þýskalands (GEMU). Það er þó vafamál að þessi myntsamvinna hafi neina þýðingu fyrir evrópskt myntbandalag, þar sem GEMU var lítið annað en yfirtaka Vestur-Þýskalands á nær gjaldþrota Austur-Þýskalands.

Það hafa verið undantekningar frá þeirri reglu að pólítískur samruni eigi sér ávallt stað á undan myntsamruna, jafnvel þótt lítið sé framhjá reynslu Þjóðverja á síðustu öld sem erfitt er skilgreina. Þau sjö héruð sem mynduðu Hollenska lýðveldið stofnuðu með sér myntbandalag með mjög veikum sambandslegum stofnanaramma og ríkisfjármálaaðgerðir voru nær ekkert samræmdar. Þessi myntsamvinna varði í tvær aldir, þar til að lýðveldið var yfirrunnið af Napóleón (Dormans, 1991).

Belgía og Lúxemborg voru í myntsambandi frá 1922 fram til þess að löndin hurfu inn í evrusvæðið árið 1999. Þótt líkja megi þessu sambandi við bandalag á milli músar og fils (og fellur því í flokk með samböndum eins og Frakkland-Andorra, Frakkland-Mónakó, Ítalía-Vatikanið, Ítalía-San Marínó, Sviss-San Marínó), er athyglisvert að myntsamvinnan skyldi ekki leiða til djúpstæðs stjórnmalasamruna á milli Belgíu og Lúxemborgar.

Dálítið önnur blæbrigði fylgja þeirri myntsamvinnu sem var tekin upp eftir sjálfstæði fyrri nýlendna sem liggja saman landfræðilega. Hinu svokallaða CFA-frankasvæði var komið á fót árið 1959 af þrettán fyrri frönskum nýlendum í Vestur-og Mið-Afríku og er enn við lýði, þrátt fyrir að CFA-frankinn hafi verið gengisfelldur um 50% árið 1994. Þetta langlífi virðist mega þakka miklum og stöðugum afskiptum (og fjárfraumlögum) Frakka. Myntsvæði Austur-Karabískahafsins sem samanstendur af sjö fyrri breskum nýlendum var komið á fót 1966 og stendur enn fyrir sínu. Það er þó ólíkt Myntsvæði Austur-Afríku á milli Kenya, Úganda og Tanzaníu sem varði aðeins frá 1966 til 1977.

Myntbandalög sem var komið á fót án undanfara stjórnmalasamruna og leiddu ekki til slíks samruna hafa ekki enst. Dæmi um þetta er t.d. Latínumyntsambandið á milli Frakklands, Belgíu, Sviss og Ítalíu sem varði frá 1865 og raunverulega til fyrri heimsstyrjaldar, þótt opinber slit hafi ekki orðið fyrr en 1927. Á þessu tímabili gripu þó einstök aðildarríki til tíma-bundinna gjaldeyrishafta. Annað dæmi er Skandinavíska myntsambandið á milli Svíþjóðar, Danmerkur og Noregs sem entist frá 1873 og fram til fyrra stríðs, þótt formlega hafi samvinnan varað til 1924.

Tilraunir „arftökuríkja“ til þess að viðhalda myntbandalagi eftir að stórar stjórnmalalegar heildir hafa brotnað í sundur hafa verið skammlífur. Þó er „myntsambandið“ á milli Írlands og Bretlands (sem var í formi myntráðs fyrir Írland fremur en samhverfs bandalags) möguleg undantekning en það varði frá 1922 til 1979.

Hægt er að taka dæmi um fremur átakanleg skipbrot þegar reynt hefur verið að viðhalda sameiginlegum gjaldmiðli eftir sundrun stórrar ríkjasamsteypu. Þetta á við um þau ríki sem urðu til eftir að Austurrísk-ungverska keisaradæmið brotnaði upp eftir ósigur í fyrra heimsstríði, um hin svíplegu endalok rúblusvæðisins sem 11 fyrri Sovétlýðveldi mynduðu á milli 1991 og 1993, og tvístrun myntsamvinnu á milli fyrrum lýðvelda Júgóslavíu eftir 1991.<sup>14</sup> Í öll þessi þrjú skipti komst óðaverðbólga af stað.

Tékkóslóvakía klofnaði í tvennt 1. janúar

1993, og 3. febrúar sama ár leið myntbandalagið á milli Tékka og Slóvaka einnig undir lok (Fidrmuc and Horvath, 1998). Í þetta skiptið varð aðskilnaður í peninga- og stjórnámálum ekki til þess að óðaverðbólga kæmist á kreik.

Ég hef mikinn skilning á því viðhorfi sem Þjóðverjar hafa lengi haft, að ef litið er til viðskipta- og myntsamstarfs innan Evrópu, ætti nánari stjórnámálaleg samþætting að gerast samhlíða (eða jafnvel á undan) myntbandalagi.<sup>15</sup> Aftur á móti má segja að tilraunin um evrópska samþættingu hafi í heild sinni, frá Stál- og kola-bandalaginu og til vorra daga, verið stjórnámálaúlfur í gæru hagfræðisauðar. Hingað til hefur þetta heppnast ágætlega, og gæti alveg gengið svo áfram.<sup>16</sup> Það er samt nauðsynlegt að Evrópuþingið, með stuðningi Evrópudómstólsins og umbodsmanna þess, geti gegnt eftirlitshlutverki yfir Evrópska seðlabankanum. Enginn slíkur aðili gæti tekið að sér eftirlit fyrir Íslendinga ef þeir tækju evru upp einhliða. Þess vegna gæti það fullveldisafsal sem íslensk evruvæðing felur í sér ekki talist lögmætt.

### 3.2 Ábyrgð peningayfirvalda við evruvæðingu

Peningamálastefnu er yfirleitt fylgt eftir af sjálfstæðum seðlabönkum nú orðið, þótt markmið peningamálastefnunnar sé vitaskuld ákveðið á stjórnámálalegum vettvangi. Í opnu lýðræðislegu þjóðfélagi er slík tilfærsla á valdi yfir stefnumótun til embættismanna, sem ekki eru lýðræðislega kjörnir, aðeins viðurkennd af borgurunum ef hinn óháði seðlabanki ber ábyrgð gagnvart kjörnum fulltrúum. Slík ábyrgð krefst gagnsæi og starfsemi fyrir opnum tjöldum. Markmið seðlabankans, hvort sem þau eru eitt eða fleiri, verða að vera skýr og engri óvissu undirorpin.

Þetta er nauðsynlegt ef kjósendur og kjörnir fulltrúar þeirra eiga að geta dæmt um frammistöðu seðlabankans.

Orðin gagnsæi og opnun eiga líka við um starfshætti seðlabankans. Atkvæði einstakra fulltrúa í því ráði sem tekur ákvarðanir um peningamálaaðgerðir ættu að vera gerð opinber. Hið sama ætti að eiga við um fundargerðir ráðsins. Lengri og nákvæmari útskýringar á framkvæmd peningamálastefnunnar ætti síðan að birta með reglulegu millibili (eins og tíðkast með ársfjórðungslega verðbólguáskýrslu og verðbólguáspá Englandsbanka). Óháð nefnd (eins og eftirlitsnefnd Englandsbanka) ætti einnig að fara yfir starfshætti bankans með reglulegum hætti, og hafa vald til þess að leggja fram bindandi tillögur.

Ábyrgð og starfsemi fyrir opnum tjöldum eru mikilvæg af tveimur ástæðum. Í fyrsta lagi er það eina áhrifaríka gæðastjórnunin fyrir sjálfstæðan seðlabanka. Í öðru lagi verður upplýsingagjöf, gagnsæi og ábyrgð í tengslum við starfsemi hvaða ríkisstofnunar sem er að teljast til almannahagsmuna.

Það sem skiptir mestu fyrir raunverulega ábyrgð er að þeir sem taka ákvarðanir í peningámálum þurfi að færa rök fyrir máli sínu frammi fyrir þingskipaðri nefnd, hvort sem þeir svara sem einstaklingar eða fyrir ráðið í heild. Í Bandaríkjunum er sá háttur hafður á að seðlabankastjórinn kemur öðru hverju fyrir Fulltrúaþingið. Á evrusvæðinu er það undirnefnd peningamála á vegum Evrópuþingsins sem hefur eftirlit með Evrópubankanum. Í Bretlandi eru það nefndir á vegum breska þingsins og lávarðadeildarinnar sem kalla fyrir sig Peningamálaráð Englandsbanka með reglubundnu millibili til þess að fá skýringar á gerðum þess.<sup>17</sup>

14. Úkraína yfirgaf rúblusvæðið árið 1992. Tadjikistan stofnaði ekki sinn eigin gjaldmiðil fyrr en árið 1995.

15. Sjá t.d. Tietmeyer (1998a, b). Almenn umræða um þetta atriði er í Eichengreen (1996).

16. Það hefur gerst að efnahagsmálin hafi skotist langt fram úr stjórnámálunum. Tillaga Werner-hópsins árið 1970 um stofnun myntbandalags þegar árið 1980 var augljóslega á undan sínum samtíma.

17. Í Bretlandi tekur þessi ábyrgð á sig sterkari mynd. Ef verðbólguhraðinn viku meira en 1% frá því marki sem stjórnvöld hafa sett, verður bankastjóri Englandsbanka að skrifa opið bréf til fjármálaráðherrans. Í bréfinu skal útskýrt hvers vegna frávik á áttíu áttíu sé stað, hvernig bankinn ætli sér að bregðast við, hversu langan tíma það taki að færa hlutina í samt horf og hvernig þetta samræmist hlutverki seðlabankans.

Ef Ísland myndi leggja út í einhliða evruvæðingu, gæti Alþingi ekki krafist ábyrgðar af hendi Seðlabanka Evrópu. Jafnvel þótt Ísland fengi sæti í bankaráði Seðlabanka Evrópu (í trássi við Amsterdam- og Maastricht-samningana), væri aðeins hægt að gera kröfur á þann fulltrúa sem Íslendingar hafa sjálfir sent. Fulltrúar annarra ríkja í seðlabankaráðinu hefðu ekki neina svarskyldu gagnvart kjörnum fulltrúum frá íslenskum almenningi. Ekki er heldur þess að vænta að Evrópuþingið gangi Alþingi Íslendinga í föðurstað í peningamálum. Slíkt fyrirkomulag gæti ekki, að mínu viti, þótt boðlegt fyrir íslenska þegna (né heldur fyrir þegna evrusvæðisins).

#### 4. Lokaorð

Ég álykta að hagfræðileg rök fyrir einhliða evruvæðingu Íslands séu ekki sannfærandi. Ef spurningin stæði um fulla, formlega og samhverfa aðild að Myntbandalagi Evrópu fylgja fleiri kostir þótt erfitt sé að alhæfa um heildarniðurstöðu. Ísland fengi sína hlutdeild af myntsláttuhagnaði af evrusvæðinu og Evrópubankinn þjónaði sem lánveitandi til þrautavara fyrir íslenskar fjármálastofnanir. Einnig yrði Evrópubankinn að meta verðstöðugleika og önnur markmið sín með tilliti til alls evrusvæðisins. Þetta hefði auðvitað aðeins táknræna þýðingu þar sem íslenska hagkerfið er svo agnarsmátt samanborið við hið evrópska. Loks hefði Ísland tillögurétt og atkvæðisrétt í peningamálanefnd

Evrópubankans. Aftur á móti felur einhliða evruvæðing það í sér að jaðarlandið tekur einfaldlega upp gjaldmiðil annarrar (miðlægrar) þjóðar, án þess að fá sinn hluta af myntsláttuhagnaði. Þar að auki hefur jaðarlandið engan aðgang að neyðarsjóðum bankans og hefur engin áhrif á ákvarðanatöku í peningamálum. Slík úrræði ættu aðeins að freista landa sem hafa að baki langa sögu óstjórnar og geta ekki tryggt stöðugleika í peningamálum án þess að gefa eftir sjálfstæði í peningamálastjórnun einhliða. Ísland fyllir ekki þann flokk.

Stjórnmalaleg rök gegn einhliða evruvæðingu eru mjög veigamikil. Stofnanatengsl á milli Íslands og evrusvæðisins eru vart til staðar, sem þýðir að Evrópubankinn bæri enga pólitíska ábyrgð gagnvart Íslendingum. Það framsal fullveldis sem fælist í evruvæðingu gæti því ekki talist lögmætt af þeim borgurum sem væru stjórnmalalega meðvitaðir.

Þeir sem gagnrýna Evrópska myntbandalagið hafa bent á það að þessi myntsamvinna sé eins og lítill ófleygur fugl, sem rétt skrimtir í eyðilegu umhverfi. Ég trúir því að Evrópska myntbandalagið muni hefja sig til flugs, og það muni vaxa og dafna vegna þess að það er aðeins einn þráður í stjórnmalasamruna Evrópu. Íslensk evruvæðing mun hins vegar ekki takast á loft, nema því aðeins að hún sé hluti af mun víðtækara átaki í átt til djúpstæðs stjórnmalasamruna. Það er, aðild Íslands að Evrópusambandinu og Myntbandalagi Evrópu.



## Heimildaskrá

- Bayoumi, T., og P. R. Masson (1995). Fiscal flows in the United States and Canada: Lessons for monetary union in Europe. *European Economic Review*, 39, 253-274.
- Birgir Ísl. Gunnarsson (1999). *Ársfundarræða*. Seðlabanki Íslands.
- Buiter, W. H., (1997). The economic case for monetary union in the European Union. Í C. Deissenberg, R. F. Owen og D. Ulph (ritstj.), *European Economic Integration*. Í tengslum við *Review of International Economics*, 5, 10-35.
- Buiter, W. H., (1999). Alice in Euroland. væntanleg í *Journal of Common Market Studies*.
- Buiter, W. H., G. Corsetti og P. Pesenti (1998). *Financial Markets and European Monetary Cooperation; The Lessons of the 92-93 ERM Crisis*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Buiter, W. H., og N. Panigirtzoglou (1999). Liquidity traps; How to avoid them and how to escape them. Englandsbanki (<http://www.econ.cam.ac.uk/faculty/buiter/index.htm>).
- Dormans, E. H. M., (1991). *Het Tekort*. Amsterdam, NEHA series.
- Dowd, K., og D. Greenaway (1993). Currency competition, network externalities and switching costs: Towards an alternative view of optimum currency areas. *Economic Journal*, 102, 1180-89.
- Eichengreen, B., (1996). On the links between monetary and political integration. University of California at Berkeley, óbirt handrit.
- Engel, C., og J. H. Rogers (1996). How wide is the border. *American Economic Review*, 86, 1112-1125.
- Fidrmuc, J., og J. Horvath (1998). Stability of monetary unions: Lessons from the break-up of Czechoslovakia. *CentER for Economic Research Discussion Paper*, nr. 9874.
- Ingram, J., (1969). The currency area problem. Í R. A. Mundell og A. K. Svoboda (ritstj.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago: Chicago University Press.
- Kenen, P., (1969). The theory of optimal currency areas: An eclectic view. Í R. A. Mundell og A. K. Svoboda (ritstj.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago: Chicago University Press.
- McKinnon, R. I., (1963). Optimum currency areas. *American Economic Review*, 53, 717-25.
- Masson, P. R., og M. P. Taylor (1992). Common currency areas and currency unions: An analysis of the issues. *CEPR Discussion Paper* nr. 644.
- Mundell, R. A., (1961). A theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, 51, 657-75.
- Poole, W., (1970). Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macromodel. *Quarterly Journal of Economics*, 84, 197-216.
- Sala-i-Martin, X., og J. Sachs (1992). Fiscal federalism and optimum currency areas: Evidence from Europe and from the United States. *CEPR Discussion Paper* nr. 632.
- Tietmeyer, H., (1998a). Political consequences of monetary unions. Ræða flutt á Social Congress of the Commission of Bishop's Conferences of the European Community, 20. febrúar 1998.
- Tietmeyer, H., (1998b). Eine stabile Wahrung als Grundlage für die soziale Marktwirtschaft. Fyrirlestur fluttur í tilefni 6. Alfred Müller-Armack-Symposium der Aktionsgemeinschaft Soziale Marktwirtschaft í Tübingen, 5. nóvember 1998.