

Þrautalánveitandi ríkja á sameiginlegu myntsvæði

Gylfi Magnússon, dósent við Viðskiptafræðideild Háskóla Íslands

Útdráttur

Kenningin um hagkvæm myntsvæði var sett fram og þróaðist á sjöunda og áttunda áratug síðustu aldar. Þá var fjármálakerfi heimsins allt öðru vísi en nú, m.a. smærri bankakerfi og mun minna flæði fjármagns milli landa. Sviptingar á evrusvæðinu undanfarin ár hafa leitt í ljós að þegar kenningin var þróuð og síðar tekin ákvörðun um sameiginlega Evrópumynt á grundvelli hennar sáu menn ekki fyrir ýmsa ókosti eða ósvaraðar spurningar sem nú er glímt við. Þannig var að mestu horft framhjá hlutverki seðlabanka einstakra landa sem þrautalánveitanda viðkomandi ríkis. Þá sáu fáir fyrir hvernig samvinnuð fjármálakerfi margra landa geta búið til vanda sem ókleift er að leysa nema í samvinnu margra ríkja. Því var ekki reynt að smíða umgjörð um slíkt samstarf fyrirfram. Jafnframt var lítt hugað að þeim möguleika að hagkerfi gætu orðið fyrir áföllum sem eiga uppruna sinn í fjármálakerfinu. Í núverandi fjármálakrísu hafa menn neyðst til að takast á við þessi atriði. Það tók um fjögur ár að komast að pólitískri lausn sem felst m.a. í því að endurskilgreina hlutverk Seðlabanka Evrópu sem þrautalánveitanda einstakra ríkja í raun. Sú stefnubreyting gerir það mögulegt að takast á við ýmiss konar ójafnvægi innan evrusvæðisins á lengri tíma en ella. Hún leysir þó ekki nema að litlu leyti undirliggjandi vanda. Töfin á að hrinda henni í framkvæmd var hins vegar dýrkeypt.

Efnisorð: Þrautalánveitandi; myntbandalag; fjármálakrísa.

Abstract

The theory of optimal currency areas was developed during the 1960's and 1970's. At that time the international financial system was very different from



Icelandic Review of Politics and Administration Vol 10, Issue 2(611-636)

© 2014 Contacts: Gylfi Magnússon, gylfimag@hi.is

Article first published online December 18th 2014 on <http://www.irpa.is>

Publisher: Institute of Public Administration and Politics, Gimli, Sæmundargötu 1, 101 Reykjavík, Iceland

Stjórn mála & stjórnsýsla 2. tbl. 10. árg. 2014 (611-636)Fræðigreinar

© 2014 Tengiliður: Gylfi Magnússon, gylfimag@hi.is

Vefbirting 18. desember 2014 - Birtist á vefnum <http://www.irpa.is>

Útgefandi: Stofnun stjórnsýslufræða og stjórnmála, Gimli, Sæmundargötu 1, 101 Reykjavík

DOI: <http://dx.doi.org/10.13177/irpa.a.2014.10.2.20>

This work is licensed under Creative Commons Attribution 3.0 License

the current system, banking systems were smaller and the flow of funds across borders limited. Developments in the Eurozone in recent years have shown that when the theory was developed and the decision made to adopt the euro some of the drawbacks of a common currency were not foreseen and important issues were not addressed. This includes the role of a common central bank as a lender of last resort to national governments. In addition, few foresaw how many closely linked financial systems could create problems that are unsolvable without the cooperation of several governments. An adequate framework for dealing with such problems was thus not put in place. The possibility that macro-economic shocks could originate in the financial system was mainly ignored. During the current crisis it has been necessary to address all these issues. It took four years to find a politically viable solution. This involves the redefinition of the role of the European Central Bank, making it a lender of last resort to national governments. This policy change buys time to deal with many fundamental imbalances within the Eurozone but does not in and of itself solve the underlying problems. The delay in implementing this policy was however very costly.

Key Words: Lender of last resort; currency union; financial crisis.

1. Hagkvæm myntsvæði

Uptaka evrunnar árið 1999 átti sér langan aðdraganda. Grunnhugmyndin er eldri en Evrópubandalagið sjálft. Það gafst því nægur tími til að greina kosti og galla þess að nota sameiginlega mynt í mörgum Evrópulöndum. Hagfræðingar lögðu sitt til þessarar umræðu, m.a. með greiningu sem byggði á hugmyndum Robert Mundell o.fl. um hagkvæm myntsvæði (e. optimal currency areas).

Mundell (1961) leiddi rök að því að líklega væri hagkvæmt að nota sömu mynt á svæði sem uppfyllti fjögur skilyrði. Í fyrsta lagi þarf aðfangamarkaðurinn að vera sveigjanlegur. Þar skiptir vinnumarkaðurinn mestu, þ.e. að fólk flytji frá svæðum þar sem atvinnuástand er slæmt til annarra þar sem ástandið er betra. Í öðru lagi þurfa vörur, þjónusta og fjármagn að flæða greiðlega innan myntsvæðisins og verð og laun þurfa að vera sveigjanleg. Í þriðja lagi að til staðar sé innbyrðis sveiflujöfnun sem færi fé til þeirra hluta svæðisins sem lenda í niðursveiflu frá öðrum sem standa betur. Loks, í fjórða lagi, þurfa hagsveiflur að vera svipaðar alls staðar á svæðinu. Fleiri lögðu sitt af mörkum til umræðunnar um hagkvæm myntsvæði, sérstaklega McKinnon (1963) og Kenen (1969).¹ Mundell ritaði fleiri greinar um málið (m.a. Mundell, 1973), þar sem hann komst að nokkuð annarri niðurstöðu en í fyrri greinum, sérstaklega um mikilvægi þess að hagkerfi landa í myntsamstarfi væru lík og hagsveiflur innan þeirra svipaðar (McKinnon, 2004).

Niðurstöður fræðimanna sem skoðuðu efnið á sjöunda og áttunda áratugnum voru ekki einhlítar. Fræðileg líkön gáfu nokkuð mismunandi svör við lykilsþurningum, eftir því hvaða forsendur stuðst var við, og fá söguleg dæmi var hægt að skoða til að skera úr slíkum ágreiningi (Tavlas, 2009; Dellas og Tavlas, 2009). Fyrir vikið lognaðist þetta rann-

sóknarsvið að mestu út af þangað til áhuginn var endurvakinn á tíunda áratugnum þegar tekið var að ræða sameiginlega evrópska mynt af mikilli alvöru.

Í umræðunni um hagkvæm myntsvæði á síðustu öld var mikið fjallað um áföll sem hagkerfi gætu orðið fyrir. Hins vegar var lítt skoðaður sá möguleiki að áföllin mætti rekja til fjármálamarkaða. Þessa yfirsjón má væntanlega skýra með trú manna á skilvirkni fjármálamarkaða á þessum tíma. Það er jafnframt eitt helsta einkenni þeirra haglíkana, DSGE², sem helst hafa tíðkast undanfarinn aldarfjórðung eða svo að í þeim er enginn fjármálageiri. Því henta þau augljóslega afar illa til að greina áhrif vandamála sem eiga uppruna sinn í þeim geira. Greiningin á hagkvæmum myntsvæðum var því a.m.k. að hluta byggð á rangri forsendu og dró fyrir vikið ekki fram kosti og galla þess fyrir mörg lönd að vera með sameiginlega mynt ef efnahagskrísur má rekja til óstöðugleika fjármálakerfisins.

Mundell (1973) taldi að flæði fjármagns milli landa myndi draga úr óstöðugleika hagkerfa. Talið var að fjármálamarkaðir myndu beina fé til illa staddra svæða, frá betur stöddum svæðum. Saga undanfarinna ára sýnir hins vegar þveröfug viðbrögð þeirra, sem hafa orðið til að magna upp vandann.

2. Uptaka evrunnar

2.1 Skilyrði Mundell ekki uppfyllt

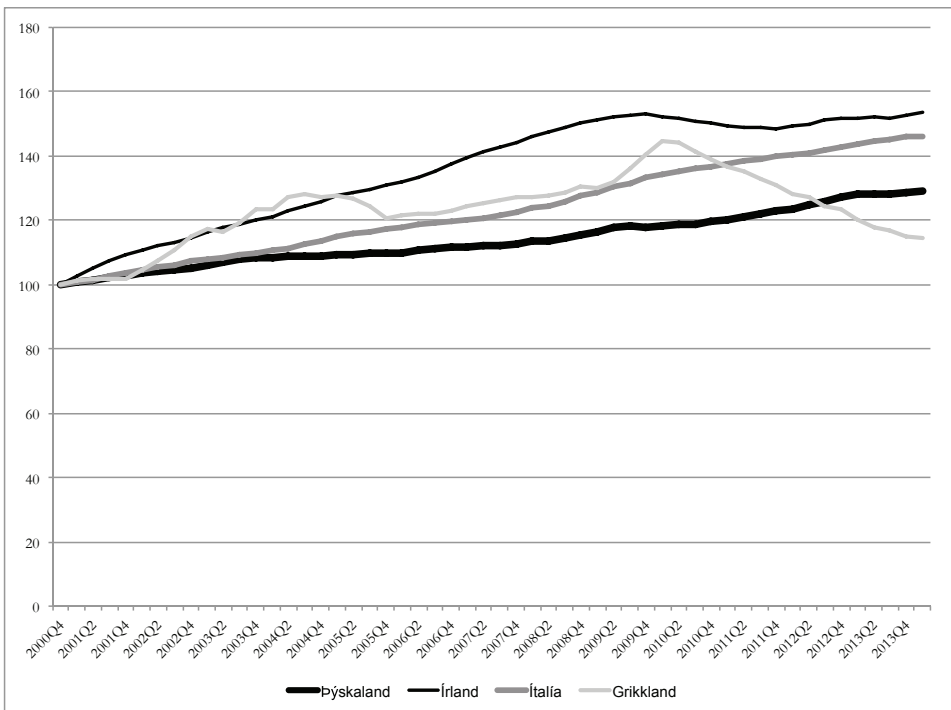
Þegar ákveðið var að taka upp evruna lá fyrir að hið tilvonandi evrusvæði uppfyllti ekki öll fyrrnefnd skilyrði Mundell, a.m.k. ekki að fullu. Á það bentu m.a. ýmsir hagfræðingar en skiptar skoðanir voru innan stéttarinnar um þetta. Þó var óumdeilt að evrusvæðið uppfyllti skilyrðin mun verr en Bandaríkin, sem eru álíka umsvifamikil efnahagslega og á móta fjölmenn og evrusvæðið.³ Hins vegar leiddu ýmsir rök að því að uptaka evrunnar myndi smám saman leiða til þess að svæðið færðist nær því að uppfylla skilyrðin, m.a. vegna þess að viðskipti á milli landanna myndu aukast og vinnumarkaðurinn laga sig að nýjum aðstæðum með meiri hreyfanleika vinnuafis og auknum sveigjanleika nafnlauna.⁴

Hluti vanda evrusvæðisins sem sameiginlegs myntsvæðis er hins vegar að bæði fyrir og eftir upptöku sameiginlegrar myntar hefur reynst lítill vilji til þess hjá betur stæðum ríkjum að láta umtalsvert fé renna til verr staddra ríkja, sem gæti ella jafnað sveiflur. Slíkt flæði milli landa mætir miklu meiri pólitískri andstöðu en flæði innan landa.⁵ Sem dæmi má nefna verulegar fjárhagslegar tilfærslur milli fylkja Bandaríkjanna sem eru lítt ræddar þar í landi. Fyrir þau fylki sem greiddu mest til eða fengu mest frá öðrum námu millifærslurnar meira en einum tíunda af hlutdeild þeirra í landsframleiðslu Bandaríkjanna á árunum 1990 til 2009 (Economist, 2011). Einnig má nefna dæmi frá Evrópu. Þannig er pólitískur stuðningur á Ítalíu við viðvarandi verulegan fjárhagslegan stuðning norðurhlutans við suðurhlutann (Mezzogiorno). Stærsta dæmið er þó stuðningur fyrrverandi Vestur-Þýskalands við Austur-Þýskaland eftir sameiningu ríkjanna.⁶ Sjá einnig De Grauwe (2009), Zemanek (2009) og Boadway og Shah (2007).

Að nokkru marki hafa spár um að evrusvæðið uppfyllti smám saman betur skilyrði

Þess að vera hagkvæmt mynsvæði eftir upptöku evrunnar þó gengið eftir. A.m.k. hafa viðskipti á milli landanna og hreyfanleiki vinnuafls aðeins aukist eins og spáð var. Nafnlaunaþróun hefur hins vegar ekki verið í takt við spár, raunar þvert á móti. Þau hafa hækkað mun meira í ýmsum löndum, sem nú eiga í vanda, eins og Grikkland, en í stærsta hagkerfinu, Þýskalandi.

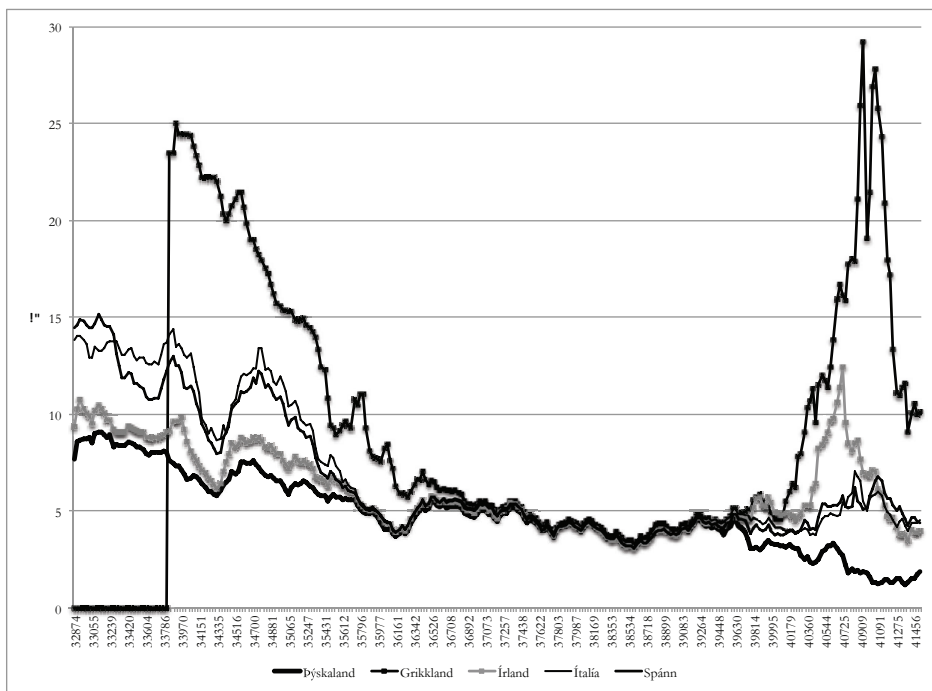
Nafnlaunabreytingarnar hafa ekki endurspeglad breytingar á framleiðni vinnuafls innan svæðisins. Það hefur átt sinn þátt í því að ýta undir verulegan halla á viðskiptajöfnuði með tilheyrandi skuldafnningun í nokkrum löndum og afgang annars staðar. Þótt launaþróunin hafi snúist við og þau hækkað meira í Þýskalandi en löndum sem hafa átt erfitt uppdráttar frá því að krísan hófst hefur það ekki náð að gera þau síðarnefndu samkeppnishæf. Þannig hækkuðu nafnlaun um 53% í Írlandi frá 2000 til 2010 og hafa nokkurn veginn staðið í stað síðan. Þau hækkuðu um 46% á Ítalíu frá 2000 til 2014 en einungis 29% í Þýskalandi. Í Grikklandi hækkuðu laun um 45% frá 2000 til 2010 (og hækkuðu um 18% í Þýskalandi á sama tímabili) en hafa lækkað verulega síðan. Sjá jafnframt mynd 1.



Mynd 1. Þróun nafnlauna í nokkrum löndum á evrusvæðinu frá 2001 til fyrsta ársfjórðungs 2014. Vísitala, 2000=100 fyrir hvert land. Heimild: Eurostat og útreikningar höfundar.

2.2 Vextir ríkisskuldabréfa

Við upptöku evru lækkuðu almennt vextir almennt og umtalsvert á ríkisskuldabréfum þeirra evruríkja sem höfðu áður þurft að greiða mun hærri vexti en þýska ríkið.⁷ Fjármálamarkaðir gerðu þannig sáralítinn greinarmun á þýskum ríkisskuldabréfum í evrum og ítölskum, spænskum eða grískum ríkisskuldabréfum í sömu mynt. Það sama gildi raunar um ýmis Evrópuríki utan evrusvæðisins. Þannig var áhættuálag á íslensk ríkisskuldabréf í evrum eða dollurum mælt í tugum punkta um skeið og vextir því nánast þeir sömu og á þýsk eða bandarísk ríkisskuldabréf. Þótt íslenska ríkið tæki lán í gjaldmiðlum sem það gaf ekki sjálf út var það greinilega mat manna á alþjóðafjármálamörkuðum fyrir núverandi krísu að sáralitlar líkur væru á því að ríkissjóður í svo ríku Evrópulandi myndi ekki standa að fullu við skuldbindingar sínar.



Mynd 2. Ávöxtunarkrafa 10 ára ríkisskuldabréfa nokkurra ríkja á evrusvæðinu 1990 til september 2014. Heimild: Eurostat.

Fjármálakrísan breytti þessu viðhorfi snarlega. Frá árinu 2008 hefur verið afar mikill munur á ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa evrulandanna eftir útgefanda. Munurinn náði hámarki árin 2011 og 2012, en hefur almennt lækkað aðeins síðan (sjá nánar mynd 2). Jafnframt snarhækkaði ávöxtunarkrafa bréfa ýmissra annarra ríkja, þ.á m. Íslands, sem tóku lán í myntum sem þau gefa ekki út sjálf.

Athyglisvert er hins vegar að ávöxtunarkrafa til bréfa ýmissra ríkja sem að mörgu leyti standa verr fjárhagslega en illa stöddu evruríkin hækkaði ekki, heldur lækkaði jafnvel. Þetta á m.a. við um stórveldin Bandaríkin, Bretland og Japan. Þegar horft er til fjárlagahalla, viðskiptahalla og opinberra skulda standa Bandaríkin og Bretland talsvert verr en m.a. Spánn. Fjárlagahalli Japans er að sama skapi illviðráðanlegur og hefur verið það lengi, með þeim afleiðingum að japanska ríkið er það langskuldugasta í heimi í hlutfalli við landsframleiðslu. Þrátt fyrir þetta hefur japanska ríkið, líkt og það breska og bandaríska, aðgang að meira en nægu fjármagni til að standa undir frekari hallarekstri og endurfjármagna útistandandi skuldir á afar hagstæðum kjörum. Þannig var ávöxtunarkrafa á 10 ára skuldabréf japanska ríkisins í yenum einungis um 0,8% í ársbyrjun 2013. Á sama tíma var ávöxtunarkrafa á skuldabréf spænska ríkisins, sem bæði skuldar hlutfallslega minna og er með minni halla á fjárlögum í evrum rétt tæp 5%. Til samanburðar voru vextir á 10 ára bandarískum ríkisskuldabréfum, í dollurum, um 1,9%, á breskum ríkisskuldabréfum í pundum um 2,1% og á þýskum ríkisskuldabréfum í evrum 1,5%. Þessi vaxtamunur skiptir sköpum fyrir ríkisfjármál.

2.3 Að taka lán í eigin mynt

Skýringin á þessu blasir við. Þessi þrjú ríki, Bandaríkin, Bretland og Japan, taka fyrst og fremst lán í sínum eigin gjaldmiðlum og lítill vafi þykir leika á því að þau geti staðið við skuldbindingar sínar í þeim myntum. Skiptir þá litlu þótt formlega sé útgefandi viðkomandi myntar einn en lántakandinn annar, þ.e. annars vegar sjálfstæður seðlabanki og hins vegar ríkissjóður. Kemur þar tvennt til, annars vegar að telja má næsta víst að ef í það stefndi að ríkissjóður í einu fyrrnefndra landa yrði uppiskroppa með laust fé þá myndu stjórnendur viðkomandi seðlabanka koma í veg fyrir það með einum eða öðrum hætti, ef ekki með beinni lánveitingu þá óbeinni.⁸ Hins vegar verður að hafa í huga að sjálfstæði seðlabanka er tryggt með lögum og þeim væri hægt að breyta í neyð af ríkisstjórn sem nýtur nauðsynlegs stuðnings á þingi og þvinga seðlabanka til að lána ríkissjóði. Einstök ríki á evrusvæðinu eiga ekki þann kost að þvinga Seðlabanka Evrópu til að lána þeim með lagabreytingu. Þess í stað var hart tekist á um það hvort bankinn ætti að lána ríkisstjórnnum í vanda í stjórn bankans og á pólitískum vettvangi innan Evrópusambandsins.

Mörg fordæmi eru til fyrir því að einstök ríki hafi breytt lögum til að auðvelda fjármögnun ríkissjóðs í vanda. Þannig heimilaði t.d. breska þingið fjármálaráðuneytinu að gefa út eigin peningaseðla í fyrri heimsstyrjöldinni til að auðvelda fjármögnun stríðsrekstrarins. Seðlar fjármálaráðuneytisins voru að því leyti frábrugðnir seðlum Englandsbanka að þeir fyrrnefndu voru ekki á gullfæti.⁹ Það var gert til að aukin seðlaprentun ógnaði ekki gullforða Breta. Heimildin til þessarar seðlaútgáfu breska fjármálaráðuneytisins var ekki formlega afnumin fyrr en 1928.

Geta seðlabanka til að búa til peninga skiptir jafnframt máli frá öðrum sjónarhóli. Hún gerir seðlabönkum einnig kleift að búa til verðbólgu. Þótt yfirlýst markmið seðlabanka sé þveröfugt, þ.e. alla jafna að stuðla að stöðugu verðlagi eða gengi, þá getur verðbólguþot haft þann kost frá sjónarhóli skuldugra ríkja að það rýrir skuldir þeirra

að nafnvirði, þ.e. séu þær að verulegu leyti óverðtryggðar, með föstum vöxtum og í eigin mynt, líkt og algengast er með ríkisskuldabréf. Slíkt verðbóluskot rýrir vitaskuld á sama hátt óverðtryggðar skuldir annarra í sömu mynt. Þetta vopn seðlabanka ýtir enn undir trú fjárfesta á að ríki með eigin mynt geti ætíð greitt skuldir í eigin mynt. Nafnvirði skuldanna skilar sér til lánveitenda, þótt þeir geti vitaskuld ekki verið vissir um raunvirði endurgreiðslanna.

Spánn og Portúgal lentu í verulegum vandræðum með að selja ríkisskuldabréf á árunum 2010 og 2011 og ávöxtunarkrafan var í raun orðin óásætlanleg eins og sjá má á mynd 2. Ítalska ríkið átti einnig í nokkrum vandræðum, þótt staða þess væri skárri.

Fyrir upptöku evru gátu þessir ríkissjóðir gengið að því nokkurn veginn vísu að stór hluti peningalegs sparnaðar landsmanna myndi renna til kaupa á ríkisskuldabréfum heimalandsins. Fyrir innlenda fjárfesta voru þau öruggasta fjárfestingin sem var í boði, án gengisáhættu og með lítilli greiðslufallsáhættu vegna aðgangs ríkisins að eigin seðlabanka. Eftir upptöku evrunnar gátu innlendir fjárfestar hins vegar fundið eignir utalands sem voru öruggari en ríkisskuldabréf heimalandsins, þ.a.m. ríkisskuldabréf betur stæðra evruríkja, svo sem Þýskalands. Það var því ekki lengur á vísan að róa fyrir ríkissjóð þegar hann leitaði að kaupendum ríkisskuldabréfa.

3. Prautalánveitendur

3.1 Kostir þess að prenta peninga

Sviptingar undanfarinna ára hafa sýnt áþreifanlega fram á að atriði sem lítt voru rædd í umræðu um hagkvæm myntsvæði á síðustu öld skipta miklu.¹⁰ Sérstaklega hefur komið í ljós hve brýnt er að hafa skýr svör við lykilsurningunni um það hvort og að hvaða marki og við hvaða skilyrði sameiginlegur seðlabanki mun koma ríkissjóði í einu aðildarlandanna til aðstoðar lendi viðkomandi ríki í vandræðum með að fjármagna sig.¹¹

Þátttaka í myntsamstarfi þýðir óhjákvæmilega að viðkomandi ríki afsala sér réttinum til að gefa út eigin gjaldmiðil. Þar með eru þau komin í þá stöðu að fjármagna rekstur hins opinbera og taka lán í mynt sem þau hafa ekki rétt til að prenta ef í nauðirnar rekur. Að því leyti eru þau í svipaðri stöðu og ýmis fátæk lönd með lítt burðug fjármálakerfi þar sem ríkissjóður neyðist til þess að taka einkum lán í erlendri mynt vegna þess að framboð af lánsfé í innlendri mynt er takmarkað.

Að auki gefa ríki sem taka þátt í myntsamstarfi frá sér þann möguleika að afla fjár til rekstrar hins opinbera með verulegum myntsláttuhagnaði (e. seignorage). Það hefur vitaskuld bæði kosti og galla. Myntslátta er alla jafna talin mjög frumstæð leið til að afla fjár til rekstrar hins opinbera og betra að afla fjár með hefðbundnum sköttum. Hins vegar lá fyrir áður en evran var tekin upp að skattkerfi Evrópusambandsríkjanna voru mjög misgóð, m.a. vegna þess að svartá hagkerfið var hlutfallslega mun umfangsmeira í suðurhluta Evrópu en norðar í álfunni (Canzoneri og Rogers, 1990). Þannig var það mat (Drazen, 1989) að á árunum 1979-1986 hefði myntslátta skilað á bilinu 6-12% af tekjum hins opinbera í Grikklandi, Ítalíu, Portúgal og Spáni en hefði alla jafna verið innan við 1% í öðrum löndum Vestur-Evrópu á sama tíma.¹²

Í löndum þar sem svarta hagkerfið er umsvifamikið og skattkerfi ófullkomið getur myntsláttuhagnaður reynst illskásti kosturinn til að fjármagna hluta rekstrar hins opinbera. Ríkin við Miðjarðarhaf sem höfðu sögulega haft miklar tekjur af myntsláttu voru að mestu svipt þeim tekjustofni við upptöku evrunnar.

Í aðdraganda upptöku evrunnar urðu raunar nokkrar deilur um það hvernig skipta ætti myntsláttuhagnaði Seðlabanka Evrópu, sjá t.d. (Sinn og Feist, 1997; 2000), (Gros, 1998), (Läufer, 2001). Sérstaklega töldu ýmsir að Þjóðverjar bæru skarðan hlut frá borði. Þannig áttuðu (Sinn og Feist, 2000) að Þjóðverjar töpuðu myntsláttuhagnaði að andvirði 30,0 milljarða evra við að leggja niður þýska markið og taka upp evru, m.v. þá skiptingu myntsláttuhagnaðar sem þá var stefnt að. Frakkar áttu skv. sömu útreikningum að hagnast um 30,9 milljarða evra. M.v. höfðatölu áttu þó Lúxemborgarar að koma best út.

3.2 Þrautalánveitanda bara þörf annars staðar

Nokkur umræða varð um þrautalánveitendur meðal fræðimanna á tíunda áratug síðustu aldar, í aðdraganda upptöku evrunnar, og upp úr aldamótum. Kveikjan að þeirri umræðu var þó ekki eingöngu hin sameiginlega mynt Evrópusambandsríkjanna heldur einnig ýmsar fjármálakrísur sem upp komu á þessum árum utan Evrópu. Sérstaklega má nefna krísur í Mexíkó 1994, nokkrum Asíulöndum 1997, Rússlandi 1998 og hremmingar ríkja Austur-Evrópu á leið sinni frá áætlunarbúskap. Umræðan endurspegladi þessar krísur og snerist að miklu leyti um það hvernig hægt væri að taka á og koma í veg fyrir fjármálakrísur í löndum með tiltölulega lágur tekjur á mann og lítil fjármálakerfi. Sem dæmi má nefna (Fischer, 1999) og (Sachs, 1995), sem fjölluðu um þörfina fyrir alþjóðlegan lánveitanda til þrautavara og greindu sérstaklega hvaða hlutverk Alþjóða gjaldeyrissjóðurinn gæti leikið. (Jeanne og Wyplosz, 2003) fjölluðu einnig um þörfina fyrir slíkan lánveitanda og hve öflugur hann þyrfti að vera.

Ef þróuð hagkerfi lentu á annað borð í fjármálakrísu þá virtust þau geta unnið sig tiltölulega hratt út úr henni, sbr. Norðurlöndin í upphafi tíunda áratugarins. Tiltölulega fáar fjármálakrísur á tíma Bretton-Woods samkomulagsins, frá lokum síðari heimsstyrjaldar og fram á áttunda áratug síðustu aldar, fylltu menn meira trausti á nútíma fjármálakerfi, sérstaklega í þróuðum hagkerfum, en nú hefur reynst innstæða fyrir.

3.3 AGS og Bandaríkin sem þrautalánveitendur

(Capie, 1998) komast að þeirri niðurstöðu að aldrei væri hægt að koma upp alþjóðlegum lánveitanda til þrautavara sem gæti gegnt sambærilegu hlutverki og innlendir. Það rökstuddi hann með því að lánveitandi til þrautavara þyrfti að geta búið til ótakmarkað magn af gjaldmiðli, líkt og seðlabanki getur í þeirri mynt sem hann gefur út, og alþjóðlegur aðili gæti aldrei gert það í öllum þeim myntum sem hugsanlega þyrfti á að halda.

Niðurstaða Capie kann að vera rétt, svo langt sem hún nær. Þó hafa í reynd tveir aðilar, Alþjóða gjaldeyrissjóðurinn (AGS) og Bandaríkin, það sterka stöðu að þeir geta skipt verulegu máli sem alþjóðlegur lánveitandi til þrautavara, þótt hvorugur geti gefið út hvaða mynt sem er og hafi því ekki ótakmarkaða burði sem lánveitandi.

Alþjóða gjaldeyrissjóðurinn hefur sína eigin mynt, SDR, og gæti fræðilega séð búið

til ótakmarkað magn af henni en fyrir því hefur aldrei verið nægur vilji. Í þess stað sækir sjóðurinn það fjármagn sem hann lánar til aðildarlandanna. Geta hans til lánveitinga takmarkast því í raun einungis af vilja aðildarlandanna sem gætu veitt honum ótakmörkuð lán í þeim gjaldmiðlum sem þau gefa út stæði vilji þeirra til þess. Þá hefur Bandaríkjadalur verulega yfirburði yfir aðra gjaldmiðla, vegna dýptar markaðar með hann og vegna þess að hann leikur lykilhlutverk í gjaldeyrisforða flestra landa. Vegna þeirrar stöðu getur bandaríski seðlabankinn í raun gegnt hlutverki alþjóðlegs lánveitanda til þrautavara. Hann gerði það að nokkru leyti í núverandi fjármálakrísu þar sem vilji hans til að gera gjaldmiðlaskiptasamninga við aðra lykileðlabanka, sérstaklega árið 2008, skipti sköpum. Ella hefðu fjármálakerfi ýmissa landa orðið uppiskroppa með Bandaríkjadali. Það hefði að öllum líkindum endað með hruni þeirra eða a.m.k. gjaldeyrihöftum.¹³

Ef þrautalánveitandi lánar ekki í mynt sem hann getur búið til sjálfur í ótakmörkuðum mæli þá skiptir stærð efnahagsreiknings hans höfuðmáli. Lánveitandi eins og AGS hefur mikla getu til lánveitinga í samanburði við hugsanlega lánsfjárförf smárra og meðalstórra ríkja. Jafnframt getur sjóðurinn beitt sér fyrir því að aðrir láni samhliða honum, sem eykur áhrifamátt hans. Þetta hefur gert AGS kleift að leika hlutverk alþjóðlegs þrautavaralánveitanda til þessa. Sjóðurinn hefur þó ekki vaxið í réttu hlutfalli við heimshagkerfið frá stofnun. Hann er nú á þann mælikvarða um helmingi minni en í upphafi. Því til viðbótar hafa fjárhagslegar skuldbindingar sem fara þvert á landamæri vaxið miklu hraðar en heimsframléiðslan. Fyrir vikið má telja næsta víst að AGS gæti hugsanlega ekki með góðu móti sinnt hlutverki þrautavaralánveitanda ef nokkuð stórt land með umsvifamikili alþjóðlegt fjármálakerfi lenti í vandræðum, eins og t.d. Spánn eða Ítalía, og enn síður ef mörg stór ríki lentu í vandræðum á sama tíma. Það fer þó auðvitað eftir því hve víðtækur stuðningur væri við slíkar aðgerðir meðal aðildarlandanna. Væri hann nægur gæti AGS ætíð sinnt hlutverkinu.

3.4 Vöxtur fjármálageira reynir á þrautalánveitanda

Í þessu samhengi má rifja upp að þegar Bretar þurftu aðstoð AGS árið 1976 þá fengu þeir lán að jafnvirði 2,3 milljarðar sterlingspunda. Það var þá langstærsta lánið sem AGS hafði veitt. Á verðlagi ársins 2014 samsvarar þetta um 12 milljörðum sterlingspunda. Til samanburðar fékk Ísland um þrjú milljarða sterlingspunda frá AGS, Norðurlöndunum og Póllandi þegar þessir aðilar komu Íslandi til bjargar í nóvember 2008. Bretar eru þó um 200 sinnum fleiri en Íslendingar og hagkerfi þeirra einnig um 200 sinnum stærra. Þetta dregur fram hvernig gríðarlegur vöxtur fjármálakerfa og alþjóðavæðing þeirra hefur hækkað til muna þær upphæðir sem þrautalánveitandi þarf að geta greitt út.¹⁴ Þetta gerir það vitaskuld erfiðara en ella að tryggja að lánveitandinn hafi aðgang að nægu fé til að geta rækt hlutverk sitt, nema hann geti búið það til eftir þörfum.

Þessi staða þýddi jafnframt að hinar ýmsu tilraunir Evrópusambandsríkja árin 2008 til 2010 til að búa til björgunarsjóði fyrir evrusvæðið án aðkomu Seðlabankans voru vonlitlar, jafnvel með aðstoð AGS. Áður en Seðlabanki Evrópu féllst á ótakmörkuð kaup ríkisskuldabréfa haustið 2012 höfðu þannig verið gerðar ýmsar tilraunir með björgunarsjóði sem fjármagna átti af ríkjum evrusvæðisins eða alls Evrópusambandsins.

Fyrsti sjóðurinn sem Evrópusambandið kom á laggirnar til að veita ríkjum aðstoð vegna fjármálakrisunnar nefnist European Financial Stability Mechanism (EFSM). Fékk hann heimild til að afla alls 60 milljarða evra til að lána. Sá næsti og stærsti nefnist European Financial Stability Facility (EFSF). Hefur hann heimild til lántöku upp að 440 milljörðum evra. Árið 2012 var sett á laggirnar stofnun sem fékk heitið European Stability Mechanism (ESM) sem á að koma í stað fyrrnefndu sjóðanna tveggja og halda utan um fjárhagsaðstoð á vegum Evrópusambandsins. Auk þess kemur ESM í stað sérstaks sjóðs sem settur var upp vegna Grikklands (Greek Loan Facility, GLF). EFSF og EFSM halda þó enn utan um sinn þátt í björgunaráætlunum vegna Írlands, Grikklands og Portúgal sem samið hafði verið um fyrir stofnun ESM. ESM hefur þegar samþykkt að leggja allt að 100 milljarða evra fram til endurfjármögnunar spænska bankakerfisins og 9 milljarða vegna aðstoðar við Kýpur.

Það fé sem hægt var að tryggja með sjóðum sem þessum var þó langt frá því nægjanlegt. Það gat virst trúverðug lausn þegar vandinn virtist einkum bundinn við tiltölulega smá ríki, eins og Írland og Grikkland.¹⁵ Þegar fjárfestar fóru að flýja miklu stærri hagkerfi, eins og Spán og jafnvel Ítalíu, dugði ekkert nema aðstoð seðlabanka með ótakmarkaða getu til kaupa á skuldabréfum. Þetta birtist skýrt í viðbrögðum markaða, ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa t.d. Spánar lækkaði lítið eða a.m.k. ekki varanlega þegar skref voru tekin til að setja upp slíka sjóði eða stækka þá. Það gerði málið enn erfiðara að sjóðirnir áttu að byggja á framlögum eða lántökum með ábyrgð allra ríkja evrusvæðisins, þ.á m. ríkja sem áttu í verulegum vanda vegna lítills aðgangs að lánsfjármörkuðum.

4. Lán seðlabanka til ríkis og fjármálakerfis

4.1 Lög segja eitt, raunveruleikinn er annar

Reglur um fjármögnun seðlabanka á ríkissjóðum virðast í mörgum tilfellum, þ.á m. á evrusvæðinu, vera skýrar á yfirborðinu. Hún virðist bönnuð. Þegar nánar er að gáð eru reglurnar hins vegar ekki afdráttarlausar. Evrópski seðlabankinn hefur sambærilegt svigrúm og sá íslenski þegar kemur að viðskiptum með ríkisskuldabréf. Íslenski seðlabankinn má ekki lána íslenska ríkinu. Það er sérstaklega kveðið á um það í gr. 8 í lögum nr. 36/2001. Það sama gildir um Seðlabanka Evrópu, hann má ekki lána ríkissjóðum aðildarlandanna. Hins vegar má íslenski seðlabankinn eiga viðskipti með ríkisskuldabréf á eftirmarkaði, sbr. 16. gr. í sömu lögum. Sambærilegar reglur gilda um þann evrópska. Í gr. 21.1 í reglum um starfsemi bankans (Evrópusambandið, 2010) kemur fram að bankinn megi ekki veita opinberum aðilum lán og sérstaklega er tekið fram að hann megi ekki kaupa af þeim skuldabréf. Í grein 18 í sömu reglum er hins vegar almennt og víðtæk heimild fyrir Seðlabanka Evrópu til að eiga viðskipti með skuldabréf og aðra fjármála-gerninga á eftirmarkaði.

Með öðrum orðum þá mega seðlabankarnir, bæði Seðlabanki Evrópu og sá íslenski, kaupa ríkisskuldabréf á eftirmarkaði en ekki frummarkaði. Svipað gildir almennt um seðlabanka. Það þýðir að bannið við beinum lánveitingum er haldlítið. Með kaupum rík-

isskuldabréfa á eftirmarkaði liðkar seðlabanki sjálfkrafa fyrir sölu þeirra á frummarkaði. Eigi seðlabanki ríkisskuldabréf er hann óumdeilanlega lánveitandi ríkissjóðs, óháð því á hvaða markaði eða hvaða tíma bréfin voru keypt.

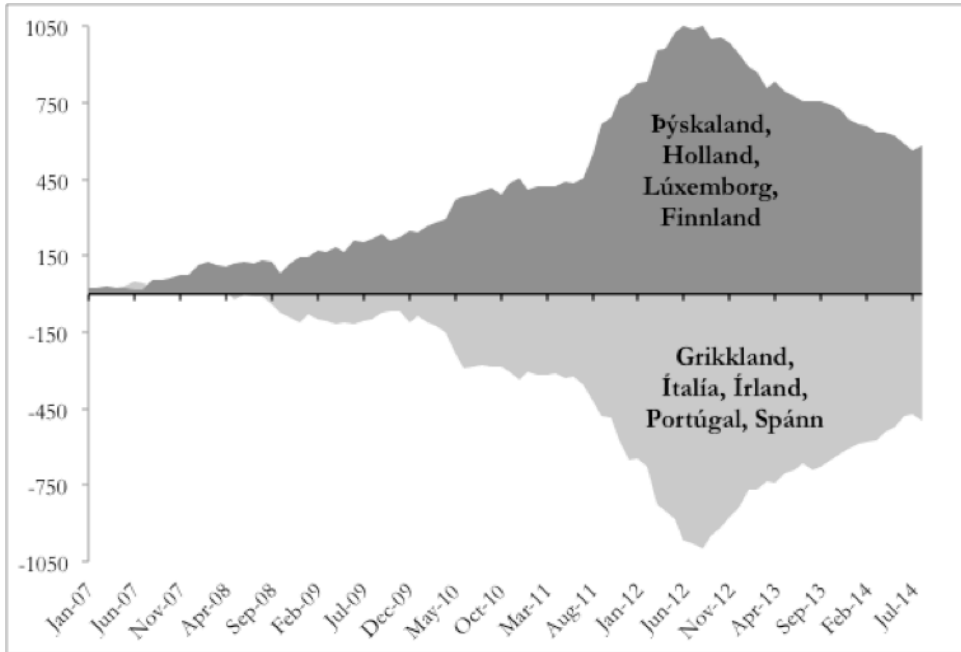
4.2 Seðlabankar fjármagna fjármálakerfi og fjármagnsflóttá

Þessu til viðbótar leikur Seðlabanki Evrópu, líkt og raunar seðlabankar almennt um þessar mundir, lykilhlutverk í að fjármagna bankakerfi með því að veita lán gegn veðum eða í endurhverfum viðskiptum. Í slíkum viðskiptum er það lykilsurning hvaða eignir teljast veðhæfar. Á evrusvæðinu hefur verið deilt um það hvort Seðlabanki Evrópu eigi að samþykka ríkisskuldabréf allra landa á evrusvæðinu sem veð, þ.á m. bréf ríkissjóða í miklum fjárhagsvanda, eins og þess gríska.

Í þessu hlutverki sínu hefur Seðlabanki Evrópu í raun fjármagnað bæði viðskiptahalla verst stöddu Evruríkjanna og fjármagnsflóttá frá þeim. Seðlabankar þessara landa hafa búið til evrur undir regnhlíf Seðlabanka Evrópu og lánað innlendum fjármálastofnunum. Evrurnar hafa svo flætt þaðan til landa sem fjármagn hefur flúið til, svo sem Þýskalands, eða til landa með afgang á viðskiptajöfnuði.

Upphæðirnar sjást vel með því að skoða uppgjör í svokölluðu Target 2 greiðslu-miðlunarkerfi. Fyrir krísu voru seðlabankar einstakra landa á evrusvæðinu yfirleitt hvorki með mikla skuld né inneign í þessu kerfi. Þýskaland var t.d. að meðaltali með 3,6 milljarða evra í inneign á árunum 1999 til 2006 og sveiflaðist frá skuld og upp í inneign á milli mánaða. Það sama mátti segja um önnur lönd, þau voru ýmist í skuld eða með inneign en upphæðirnar voru lágar. Þegar fjármagnsflóttinn hófst frá illa stöddum ríkjum gerbreyttist þetta. Sumarið 2012, áður en stefnubreyting Seðlabanka Evrópu sem nánar er rædd síðar fór að hafa áhrif, var inneign þýska seðlabankans í þessu kerfi komin vel yfir 700 milljarða evra. Nokkur önnur lönd áttu einnig verulega inneign, sérstaklega Holland, Lúxemborg og Finnland. Skuld spænska seðlabankans var hins vegar yfir 400 milljörðum evra, þess ítalska nálægt 300 milljörðum, þeir írsku og grísku skulduðu um 100 milljarða hvor og sá portúgalski litlu minna. Án þessara lána er öruggt að fjármálakerfi landanna sem voru í miklum mínus hefðu hrunið.

Eftir fyrrnefnda stefnubreytingu Seðlabanka Evrópu snerist fjármagnsflóttinn frá jaðri evrusvæðisins smám saman við. Tveimur árum síðar, í ágúst 2014, var inneign þýska seðlabankans í Target 2 kerfinu þannig komin rétt undir 500 milljarða evra og skuld þess spænska hafði því sem næst helmingast. Halli annarra hafði einnig minnkað verulega. Sjá nánar mynd 3.



Mynd 3. Staða gagnvart Target 2 kerfi í milljörðum evra. Heimild Euro Crisis Monitor, Institute of Empirical Research, Osnabrück háskóli.

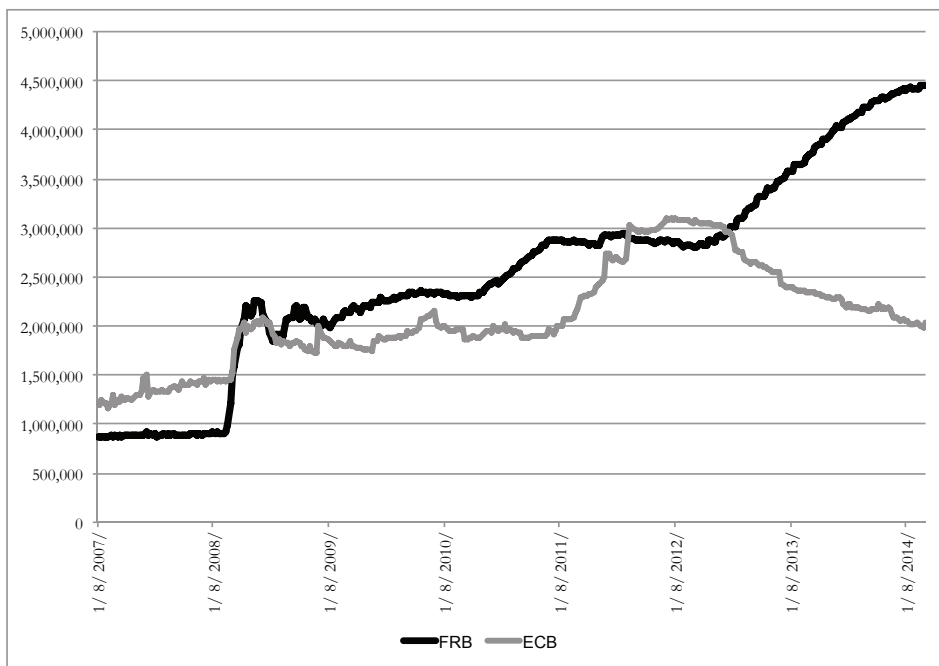
Í aðdraganda stofnunar Seðlabanka Evrópu og á upphafsárum hans var lítið gert úr hlutverki hans sem þrautalánveitanda. Hugtakið kemur ekki fyrir í stofnskrá hans og einungis er stuttlega minnst á hlutverk hans við að tryggja fjármálastöðugleika, m.a. að hann skuli reyna að stuðla að hnökralausri starfsemi greiðslukerfa (e. promote the smooth operation of payment systems) og styðja almennt við efnahagsstefnu Evrópusambandsins.¹⁶ Hins vegar er skýrt kveðið á um að helsta markmið hans skuli vera að tryggja verðstöðugleika. Umræðan utan bankans um hlutverk hans sem þrautalánveitanda og við að tryggja fjármálastöðugleika var ekki hávær en þó bentu ýmsir á að æskilegt væri að skilgreina það nánar og setja um það skýra umgjörð, m.a. Alþjóða gjaldeyrissjóðurinn (International Monetary Fund, 1998)¹⁷ og (Buiters, 1999). Umræðan á þessum tíma var þó fyrst og fremst um hlutverk Seðlabanka Evrópu sem þrautalánveitanda fyrir fjármálastofnanir, ekki ríkissjóði.

Helstu seðlabankar heims hafa leikið afar stórt og raunar fordæmalaust hlutverk í fjármögnun bankakerfa undanfarin fimm ár eða svo, eins og mynd 4 sýnir. Mynd 4 byggir á gögnum frá tveimur stærstu seðlabönkum heims, þeim bandaríska (FRB) og þeim evrópska (ECB), en þróunin var almennt svipuð þótt heildartölurnar væru lægri hjá öðrum helstu vestrænum seðlabönkum, svo sem Englandsbanka og Seðlabanka Japan.

4.3 Ofsavöxtur eftir 2008

Í báðum tilfellunum sem myndin sýnir stækkuðu efnahagsreikningarnir með fordæma-

lausum hraða haustið 2008. Það endurspeglar hve róttækra aðgerða var gripið til þá til að halda alþjóðafjármálakerfinu á floti. Í lok árs 2008 voru báðir bankarnir komnir með heildareignir sem námu um 2.000 milljörðum, annars vegar dala og hins vegar evra. Vöxturinn hjá bandaríska seðlabankanum þetta ár var 150% en talsvert minni hjá þeim evrópska eða 38%. Þvert á það sem búist var við á þessum tíma héldu seðlabankarnir áfram að vaxa í kjölfarið. Báðir bankarnir voru komnir með efnahagsreikninga sem námu um 3.000 milljörðum í lok árs 2012. Síðan hefur skilið á milli, sá evrópski hefur dregist saman en sá bandaríski enn vaxið. Sem hlutfall af landsframleiðslu evrusvæðisins var efnahagsreikningur Seðlabanka Evrópu um 21% haustið 2014. Efnahagsreikningur bandaríska seðlabankans var nokkuð herra hlutfall af landsframleiðslu á sama tíma eða um 26% en var fyrir árið 2013 minni á þann mælikvarða. Haustið 2013 var efnahagsreikningur Seðlabanka Japan svipaður að stærð, hlutfallslega, og sá evrópski og sá breski aðeins minni. Árið 2013 tók efnahagsreikningur Seðlabanka Japan hins vegar að vaxa mjög hratt. Hann var því haustið 2014 orðinn mun stærri hlutfallslega en sá bandaríski. Skýring þessa liggur í breyttri efnahagsstefnu japanska stjórnvalda. Ríkisstjórn Shinzo Abe sem komst til valda í árslok 2012 hefur lagt allt kapp á að örva hagkerfið og sem lið í því hefur Seðlabanki Japan m.a. keypt mikið af skuldabréfum. Kínverski seðlabankinn er hins vegar langstærstur¹⁸ á þennan mælikvarða, með efnahagsreikning sem er tæp 60% af landsframleiðslu.



Mynd 4. Stærð efnahagsreiknings Seðlabanka Evrópu (ECB) í milljónum evra og Seðlabanka Bandaríkjanna (FRB) í milljónum dollara, ágúst 2007 til október 2014. Heimild: Seðlabanki Evrópu og Seðlabanki Bandaríkjanna.

Þessi fordæmalausni vöxtur seðlabanka á sér flóknar skýringar. Í grunninn er hann viðbrögð við því að framboð á peningum hefur dregist saman. Það á sér síðan aftur skýringu í varnarviðbrögðum fjármálakerfis í krísu. Vegna ótta við skort á lausu fé og eigin fé draga bankar úr lánveitingum til hvers annars og til viðskiptavina sinna í fjármálakrísu. Við það gengur að einhverju marki til baka sú peningamyndun sem fylgir slíkri lánastarfsemi við aðrar aðstæður. Langstærstur hluti þess sem við köllum peninga¹⁹ er myndaður innan fjármálakerfisins og ferlið sem myndar peninga er mjög háð trausti fjármálastofnana á hverri annarri og viðskiptavinum sínum. Því geta viðbrögð fjármálakerfisins við krísu valdið mjög snörpum samdrætti peningamagns. Á sama hátt getur ofmat fjármálastofnana á stöðu annarra fjármálastofnana og lántakenda í uppsveiflu búið til peningaflóð, sem magnar uppsveifluna, a.m.k. tímabundið.

Vöxtur seðlabanka frá árinu 2008 endurspeglar að þeir hafa tekið að sér þá peningamyndun sem fjármálakerfið sinnir ekki í fjármálakrísu. Eignir fjármálastofnana streyma inn í seðlabanka beint eða óbeint (þ.e. sem veð) og út streyma peningar á móti. Meðan enn ríkir vantraust og óvissa um stöðu fjármálastofnana og lántakenda fer féð þó ekki endilega langt – umtalsverður hluti þess endar aftur inni í viðkomandi seðlabanka sem innlán fjármálastofnana. Fyrir vikið verða margfeldisáhrifin af útstreymi peninga úr seðlabönkum minni en að var stefnt, sem þýðir að þrýstingur er á seðlabanka að dæla enn meira fé út en ella.

Hið mikla peningamagn sem seðlabankar hafa búið til síðan 2008 hefur leitt til þess að innlánsstofnanir eiga í mörgum tilfellum miklu meiri kröfur á seðlabanka en gerð er krafa um vegna bindiskyldu.²⁰ Við slík skilyrði er bindiskylda nánast merkingarlaus.

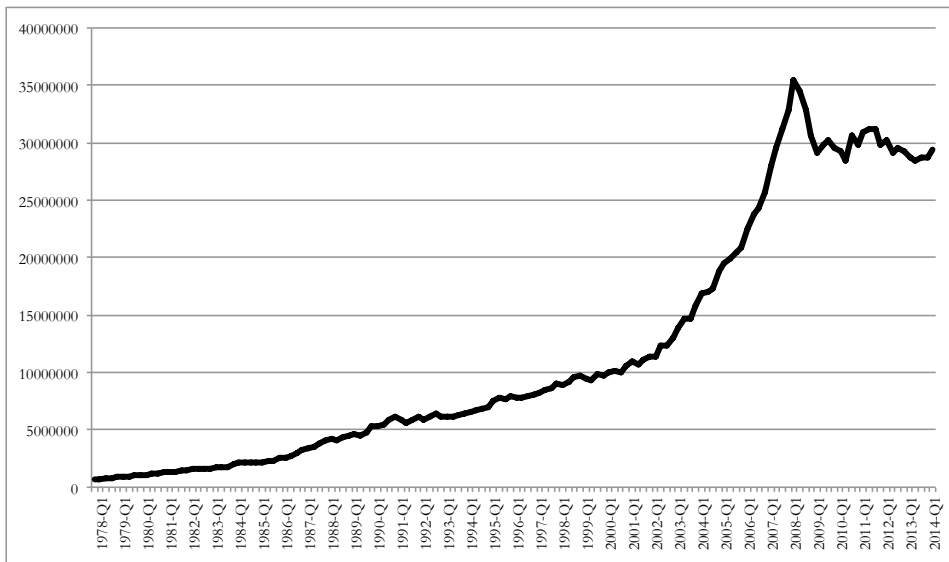
Þegar seðlabanki býðst til að taka við skuldabréfum ríkis sem veðum er hann óbeint að lýsa yfir vilja til að fjármagna viðkomandi ríkissjóð. Lánveitingin verður þá óbein, þ.e. bankar kaupa ríkisskuldabréf (og lána þar með ríkissjóði) og taka síðan sjálfir lán í seðlabanka með skuldabréfin að veði. Slík viðskipti eru alls ekki áhættulaus, hvorki fyrir seðlabanka né viðskiptabanka. Lendi ríkissjóður í svo miklum vandræðum að hann neyðist til að *endurskipuleggja* skuldir sínar, eins og það er kallað, og greiða þær einungis að hluta, verður bankakerfi viðkomandi lands nánast óhjákvæmilega mjög illa úti og seðlabankinn sem lánaði bönkum gegn veði í ríkisskuldabréfum getur jafnframt tapað miklu. Þessu standa menn nú frammi fyrir þegar rætt er um endurskipulagningu skulda gríska ríkisins sem myndi fela í sér veruleg afföll af ríkisskuldabréfum. Þau afföll hafa m.a. keðjuverkandi áhrif á Kýpur en kypverskir bankar sem áttu mikið af grískum ríkisskuldabréfum urðu fyrir vikið í raun tæknilega gjaldþrota. Við því var brugðist með því að skerða innstæður í bönkunum með sérstökum skatti árið 2013.

5. Alþjóðavæðing fjármála

5.1 Risavaxin og samtengd fjármálakerfi

Sem fyrr segir voru þær kenningar um hagkvæm mynsvæði sem hafðar voru til hliðsjónar þegar ákveðið var að taka upp sameiginlega Evrópumynt þróaðar við allt aðrar aðstæður en ríkja í upphafi 21. aldar. Meðal annars hefur fjármálageirinn stækkað mjög

mikið hlutfallslega á öllum Vesturlöndum undanfarna áratugi. Sérstaklega hefur flæði fjármagns yfir landamæri stóraukist. Þannig u.þ.b. fertugfölduðust kröfur sem fjármálastofnanir eiga þvert á landamæri undanfarin 27 ár að mati BIS, mælt í Bandaríkjadöllum á nafnvirði. Þetta samsvarar ríflega 11 földun að raunvirði sem er miklu örari vöxtur en varð á heimsframleiðslunni. Árið 1977 voru kröfur fjármálastofnana þvert á landamæri um 9,5% heimsframleiðslunnar en árið 2013 voru þær 38,4%. Þessar kröfur nema nú um 29 þúsund milljörðum dala. Eftir linnulítinn vöxt frá upphafi mælinga varð samdráttur í upphafi fjármálakrísunnar og hafa kröfurnar nokkurn veginn staðið í stað síðan. Sjá einnig mynd 5.



Mynd 5. Stöðutaka fjármálastofnana þvert á landamæri (e. international positions), í milljónum Bandaríkjadala. Desember 1977 til mars 2014. Heimild: BIS.

Þessi þróun gerir það sífellt erfiðara fyrir einstök ríki að vera fjárhagslegur bakhjarl banka með höfuðstöðvar í viðkomandi landi. Bankarnir eru einfaldlega orðnir svo stórir í hlutfalli við einstök hagkerfi eða rekstur hins opinbera og umsvif margra svo mikil utan heimalandsins að það er ekki hægt að koma bágstöddum bönkum til bjargar án aðkomu margra ríkja og jafnvel margra seðlabanka.²¹ Að sama skapi smitast staðbundin vandamál strax yfir landamæri og valda hættu fyrir fjármálakerfi annarra. Hið mikla og öra flæði fjármagns milli landa á jafnframt verulegan þátt í því að ýta undir óstöðugleika, bæði fjármálakerfa og fjármögnunar einstakra ríkja, auk þess að eiga sinn þátt í því að búa til verulegar sveiflur í gengi gjaldmiðla.

Einn flötur á þessum vanda snýr að innstæðutryggingakerfum. Þau voru þróuð á tímum mun smærri banka sem höfðu mun minni umsvif erlendis. Í núverandi fjár-

málakrísu kom skýrt í ljós að sameiginlegt regluverk og önnur umgjörð evrópska fjármálakerfisins var engan veginn í stakk búið til að takast á við þann vanda sem af þessu hlýst. Brugðist hefur verið við því með ýmsum hætti undanfarin ár með margs konar breytingum sem ekki verða raktar hér.

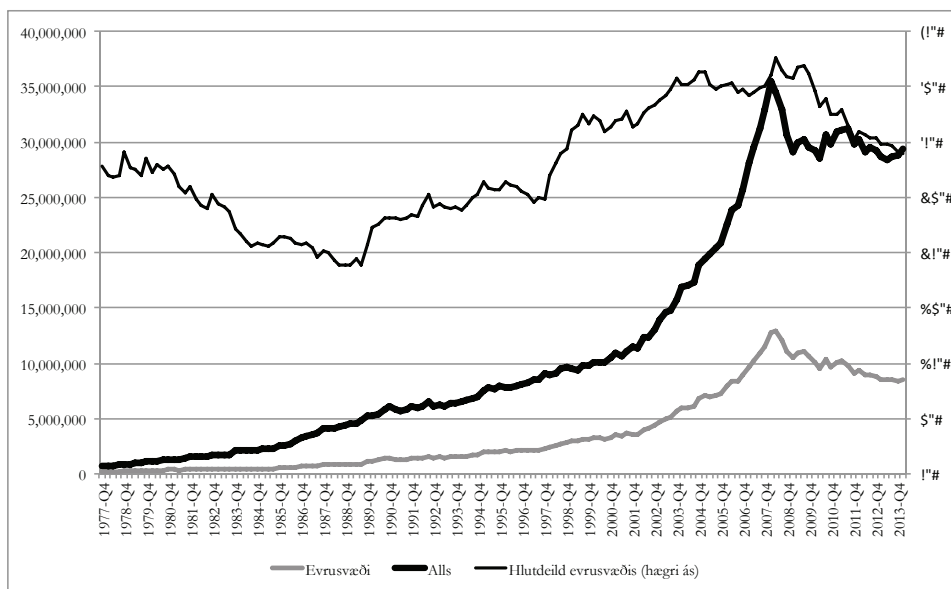
Hlutdeild fjármálastofnana á evrusvæðinu í kröfum banka þvert á landamæri í heiminum öllum jókst talsvert í kjölfar upptöku evrunnar. Þannig var hún 30,1% í desember 1999 en var komin í 37,3% í júní 2008, þegar hún náði hámarki. Það var raunar í samræmi við væntingar. Eftir upptöku sameiginlegrar myntar fyrir mörg lönd var eðlilegt að bankar á svæðinu væru fúsari til að lána utan heimalands síns og að lántakendur væru jafnframt viljugri til viðskipta við banka utan síns heimalands. Nú fólu slík viðskipti milli landa innan evrusvæðisins ekki í sér gengisáhættu lengur.

Þróunin eftir júní 2008 var hins vegar allt önnur. Fjármálakrísan varð til þess að draga úr lánveitingum banka yfir landamæri um heim allan en áhrifin urðu þó langmest á evrusvæðinu, líkt og sjá má mynd 6. Samdrátturinn í lánveitingum milli landa varð mun minni utan evrusvæðisins og hefur þegar gengið að verulegu leyti til baka. Á evrusvæðinu hefur samdráttur slíkra lánveitinga orðið sífellt meiri. Í lok fyrsta ársfjórðungs 2014 höfðu kröfur erlendra banka á aðila á evrusvæðinu dregist saman um 34,3% mælt í Bandaríkjadöllum frá því þær náðu hámarki um mitt ár 2008.

5.2 Fjármagnsflótti magnar vanda

Þessi þróun sýnir vel að ein af röksemdunum sem færð var fyrir ágæti myntsamstarfs heldur ekki, þ.e. að samtvinnuðir og opnir fjármálamarkaðir dragi úr hagsveiflum vegna þess að fé leiti til svæða sem eru í niðursveiflu vegna lækkandi verðs á eignum og aðföngum, sbr. (Mundell, 1973). Í þeirri grein komst Mundell jafnframt að þeirri niðurstöðu að innan myntsamstarfs gæti land sem lendir í niðursveiflu notað hina sameiginlegu mynt sem stuðpúða. Innlendir aðilar ættu þá ekki bara kröfur á aðra innlenda aðila heldur einnig á aðila í öðrum löndum myntsamstarfsins. Það væri eins konar varasjóður sem hægt væri að nota til að dreifa áhrifum áfalls á lengri tíma og milda þau þannig. Með eigin mynt, sem félli alla jafna í verði við efnahagsáfall, yrðu innlendir eignir minna virði mælt í erlendri mynt, og því erfitt að nota þær til að bregðast við áföllum, t.d. samdrætti í mikilvægri útflutningsgrein.

Í núverandi fjármálakrísu hefur hið þveröfuga gerst, ein helsta birtingarmynd hennar er fjármagnsflótti frá tilteknum svæðum, sem hefur dýpkað samdrátt þar og verið mætt með mjög harkalegum aðhaldsaðgerðum.



Mynd 6. Kröfur fjármálastofnana þvert á landamæri (e. total foreign claims on a contractual basis), í milljónum Bandaríkjadala, eftir svæðum. Fjórdi ársfjórðungur 1977 til fyrsta ársfjórðungs 2014. Heimild: BIS. Athugið að skilgreiningar eru aðeins aðrar á stærðum í myndum 5 annars vegar og 6 hins vegar og tölur því ekki alveg sambærilegar.

6. Vandinn endar á borði stjórnámálanna og seðlabankastjóra

6.1 Ósvaraðar spurningar verða að pólitísku þrætuepli

Sífelld hærrí ávöxtunarkrafa á ríkisskuldabréf nokkurra ríkja á evrusvæðinu leiddi til harðra deilna milli evruríkja, sem skiptust nokkurn veginn eftir landfræðilegri legu, norður-suður. Löndin við Miðjarðarhaf vildu að Seðlabanki Evrópu beitti sér á skuldabréfamörkuðum til að lækka ávöxtunarkröfu á ríkisskuldabréfum þeirra en betur stödd lönd, sérstaklega Þýskaland, voru mjög treg. Ýmsir Þjóðverjar héldu því m.a. stíft fram að slík inngríp væru ósamrýmanleg regluverki Seðlabanka Evrópu því að þau jafngiltu peningarentun til að fjármagna ríkissjóðshalla.²² Jens Weidman, bankastjóri þýska seðlabankans, Bundesbank, var fremstur í flokki þeirra sem lögðust gegn inngrípunum. Bæði efuðust forsvarsmenn Bundesbank um að Seðlabanki Evrópu hefði heimild að lögum til að fjármagna beint eða óbeint ríkissjóði aðildarlandanna og einnig héldu þeir fram því sjónarmiði að óeðlilegt væri annað en að vextir á ríkisskuldabréfum endurspegluðu mat markaðarins á áhættu þeirra.²³ Fjölmargir héldu hinu gagnstæða fram og hvöttu til þess að Seðlabanki Evrópu yrði í raun þrautalánveitandi ríkjanna á Evrusvæðinu. Meðal fræðimanna sem tóku þessa afstöðu ítrekað opinberlega má nefna Paul Krugman, Joseph Stiglitz og Paul De Grauwe.

Hækkandi ávöxtunarkrafa á ríkisskuldur getur grafið hratt undan fjármálum viðkomandi ríkis. Til skamms tíma geta ríkissjóðir staðið slíkt af sér, enda hefur vaxtahækkunin fyrst og fremst áhrif á nýjar lántökur en ekki vexti á útistandandi skuldum frá sjónarhóli lántakandans. Mjög skuldsettur ríkissjóður þolir hins vegar ekki háa vexti mjög lengi.

Það eykur enn á vandann að vextir á lánum til einkageirans í hverju landi taka alla jafna mið af lánum til ríkisins. Áhættuálag á ríkisvexti býr til álag á vexti til einkageirans í sama landi. Sem dæmi má nefna að þýsk fyrirtæki fá nú almennt betri vaxtakjör en samþærileg spænsk fyrirtæki. Það ýtir undir fjárfestingu í Þýskalandi en vinnur gegn henni á Spáni. Þessi áhrif geta dregið úr fjárfestingu og neyslu á versta tíma, sem kemur sér illa fyrir bæði einkageira og fjármál hins opinbera.

6.2 Loksins tekið af skarið árið 2012

Eftir mikinn darraðadans og hörð pólitísk átök innan Evrópusambandsins 2009 til 2012 varð niðurstaðan sú að Seðlabanki Evrópu gaf út yfirlýsingar um að hann myndi beita sér á mörkuðum fyrir ríkisskuldabréf evruríkja til að halda vöxtum á þeim niðri. Í ágúst 2012 lýsti Mario Draghi, bankastjóri Seðlabanka Evrópu, því yfir að bankinn myndi kaupa ríkisskuldabréf evruríkja til að koma í veg fyrir að ríkin lentu í vandræðum með að fjármagna sig. Þann 12. september sama ár kom svo afdráttarlaus yfirlýsing frá Draghi um að bankinn væri reiðubúinn til að kaupa ótakmarkað magn ríkisskuldabréfa ef þörf kræfi. Fyrst lýsti Draghi því yfir að „Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“ Síðan útskýrði hann „To the extent that the size of the sovereign premia hamper the functioning of the monetary policy transmission channels, they come within our mandate.“²⁴

Þar með varð ljóst að Evrópski seðlabankinn myndi ekki leyfa ávöxtunarkröfu á skuldabréf einstakra evruríkja að hækka óendanlega, þótt ekki hafi verið skýrt hve há hún mætti verða til þess að bankinn gripi inn í. Þetta gerðist eftir mikil átök í stjórn bankans (e. governing council) en var á endanum samþykkt með öllum greiddum atkvæðum nema einu. Fram kom opinberlega að Seðlabanki Þýskalands væri mótfallinn slíkum kaupum.

Með þessari stefnumótun varð loks ljóst að ríkin á evrusvæðinu gætu gengið að þrautalánveitanda vísun. Eða eins vísun og hægt er. Það liggur ekki fyrir hve langt bankinn myndi ganga ef á reyndi. Telja má næsta víst að ef bankinn myndi í raun kaupa afar mikið af skuldabréfum eins ríkis þá gæti sú staða komið upp að önnur ríki myndu reyna að stöðva kaupin. Á það hefur þó ekki reynt til þessa. Yfirlýsing Draghi róaði markaði sem varð til þess að bankinn þurfti ekki að grípa til þeirra aðgerða sem Draghi hafði boðað að bankinn væri reiðubúinn til. Það er út af fyrir sig ekki skrýtin niðurstaða, það sama gildir undir eðlilegum kringumstæðum um banka, ef þeir hafa aðgang að lánveitenda til þrautavara þá minnkar það mjög líkurnar á áhlaupi sem aftur þýðir að þeir þurfa ekki slíkt lán.

Áætlun Draghi fylgdu þó ströng skilyrði. Evrópski seðlabankinn ætlar eingöngu að kaupa ríkisskuldabréf ef viðkomandi ríki hefur uppfyllt harðar kröfur um aðhald í ríkis-

fjármálum. Slík skilyrði eru viðleitni til að draga úr freistnivanda (e. moral hazard), þ.e. minnka líkur á því að einstaka ríkissjóðir noti stuðning Seðlabanka Evrópu til að geta leyft sér lausatök í ríkisfjármálum og safnað meiri skuldum sem ekki verður hægt að endurgreiða.²⁵ Slík skilyrði eru jafnframt lykillinn að því að tryggja stuðning betur stæðra ríkja enda draga þau úr líkunum á því að þau þurfi á endanum að borga fyrir hallarekstur og skuldasöfnun hinna. Jafnframt lýsti Draghi því yfir að Seðlabanki Evrópu myndi koma í veg fyrir að skuldabréfakaup yrðu til þess að auka peningamagn í umferð, með því að safna innlánnum frá bankakerfinu á móti.

6.3 Aðhald

Ýmsir hafa orðið til þess að gagnrýna harðar aðhaldskröfur sem beint hefur verið að ríkisstjórnnum landa í fjárhagsvanda, bæði innan og utan þeirra ríkja sem þeim er beint að. Þetta á m.a. við þau skilyrði sem Seðlabanki Evrópu hefur sett fyrir kaupum á ríkis-skuldabréfum.

Þannig hafa margir hagfræðingar bent á augljósa hættu á því að niðurskurður á ríkisútgjöldum og skattahækkanir þegar eftirspurn er lítil og mikill slaki í hagkerfinu valdi enn meiri samdrætti efnahagsumsvifa. Það geri stöðuna í ríkisfjármálum enn verri en ella, sem kalli á enn frekari aðhaldsaðgerðir. Umræðan hefur verið mjög mikil og engin tók á að rekja hana alla hér. Í grundvallaratriðum hefur verið tekist á um sjónarmið sem flokka má sem ýmis afbrigði af Keynesisma annars vegar og hins vegar sjónarmið þeirra sem telja að frekari skuldasöfnun hins opinbera sé svo skaðleg að það örvi hagkerfið, a.m.k. þegar til lengdar lætur, að skera niður útgjöld hins opinbera og hækka skatta.²⁶ Margir hafa þó mælt fyrir ýmiss konar millileiðum, t.d. skýrt afmörkuðum aðgerðum í ríkisfjármálum sem ætlað er að örva hagkerfi þegar horft er til skamms tíma og um leið kerfisbreytingum sem ætlað er að ná betri tókum á ríkisfjármálum þegar horft er til lengri tíma. Þá hafa aðhaldsaðgerðir, t.d. þær sem fallist hefur verið á í efnahagsáætlunum ríkja sem hafa leitað á náðir Alþjóða gjaldeyrissjóðsins, almennt verið þannig að þeim er dreift á nokkur ár, þ.e. viðurkennt er að æskilegt getur verið að halda áfram hallarekstri á opinbera geiranum um sinn en draga svo úr honum smám saman.

6.4 Óleystur vandi

Þótt ýmis grunnvandamál innan evrusvæðisins séu eftir sem áður óleyst þá bendir þróun mála frá haustinu 2012 til þess að stefnubreyting Seðlabanka Evrópu kunni að duga til að kaupa illa stöddum ríkjum evrusvæðisins þann tíma sem þarf til að leysa vanda þeirra. Þau væru þá komin í svipaða stöðu og ríki sem einkum skuldsetja sig í eigin gjaldmiðli, svo sem Bandaríkin og Bretland. Þau eiga þá ekki á hættu að verða keyrð í þrot með áhlaupi á ríkisskuldabréf á skuldabréfamarkaði, geta fjármagnað halla um skeið uns jafnvægi er náð í ríkisfjármálum og endurfjármagnað fyrri lán á hagstæðum kjörum.

Hin óleystu vandamál eru mörg, verulegar opinberar skuldir og mikill hallarekstur,²⁷ bankakerfi með gallsúr eignasöfn og einkageiri sem heldur að sér höndum, bæði með neyslu og fjárfestingu. Ónóg eftirspurn veldur slaka sem lýsir sér m.a. í miklu atvinnu-

leysi og minni skatttekjum en ella. Til viðbótar standa öll Vesturlönd frammi fyrir sífellt óhagstæðari aldursskiptingu sem fyrirsjáanlega mun draga úr hagvexti og víða valda miklum erfiðleikum í fjármálum hins opinbera.

Þá er óleystur verulegur vandi vegna ójafnvægis í milliríkjavíðskiptum. Einstaka lönd hafa búið lengi við mikinn halla á utanríkisvíðskiptum og tilheyrandi skuldasöfnun erlendis. Vega þar Bandaríkin langþyngst. Fyrr eða síðar verður að einhverju marki að vinda ofan af slíku eða a.m.k. stöðva skuldasöfnunina. Það veldur vandræðum bæði fyrir viðkomandi lönd og þau sem hafa búið við mikinn afgang á utanríkisvíðskiptum.

Evrusvæðið býr við nokkuð sérstaka stöðu að þessu leyti. Utanríkisvíðskipti evrusvæðisins í heild eru nokkurn veginn í jafnvægi²⁸ en hins vegar á það ekki við um einstök ríki. Sum eru með verulegan halla, svo sem Grikkland, sem var með víðskiptahalla sem nam 10,4% af landsframleiðslu árið 2011, og Portúgal litlu minni (9,1%) en önnur með mikinn afgang, sérstaklega Þýskaland (5,9%) og Holland (7,5%). Það misræmi verður augljóslega ekki lagað með gengisfellingu, nema einstök ríki yfirgefi evrusvæðið og taki upp eigin mynt, sem virtist hugsanlegt um tíma en virðist nú orðið ólíklegra. Þess í stað virðist eina lausnin vera svokölluð innri gengisfelling, þ.e. mikið aðhald í launum, jafnvel lækkun nafnlauna, yfir langan tíma í löndum með mikinn halla á utanríkisvíðskiptum. Verðbólga á evrusvæðinu í heild myndi auðvelda ferlið og það sama gildir um launahækkanir í löndum eins og Þýskalandi.

7. Niðurstöður og umræða

Sú staðreynd að fjármálakrísur virtust einkum herja á tiltölulega fátæk lönd fyrstu áratuginna eftir síðari heimsstyrjöldina virðist hafa orðið til þess að menn drógu rangan lærdóm af sögunni og fylltust innstæðulausu öryggi. Þetta birtist bæði í of mikilli trú á getu vestrænna fjármálakerfa til að tryggja eigin stöðugleika með aðhaldi markaðarins og á sama hátt of mikilli trú á getu hins opinbera til að hafa eftirlit með fjármálageiranum og styðja hann þegar þörf krefur. Þvert á það sem menn töldu virðast fjármálakrísur óhjákvæmilegur fylgifiskur nútíma fjármálakerfa, ýmist bankakrísur eða ríkisfjármálakrísur eða hvoru tveggja (Kindleberger og Aliber, 2005), (Reinhart og Rogoff, 2009).

Sviptingar undanfarinna ára hafa jafnframt dregið fram ýmsa fleti á myntsamstarfi margra ríkja sem menn sáu ekki fyrir þegar kenningin um hagkvæm myntsvæði var þróuð og ákveðið að taka upp evruna á grundvelli hennar. Kenningin var ófullkomin að því leyti að hún tók ekki tillit til þess að staða einstakra ríkja í myntbandalagi gagnvart þrautalánveitanda er allt önnur en ríkja með eigin mynt.

Harðvítugar deilur á vettvangi Evrópusambandsins og innan einstakra ríkja undanfarin ár má að einhverju marki rekja til þess að tekist er á um hvernig bregðast á við og með hvaða hætti sníða af þá agnúa sem fram hafa komið og hvernig skipta á kostnaði af því. Stefnumbreyting Seðlabanka Evrópu haustið 2012 sem gerði bankann í reynd að þrautalánveitanda einstakra ríkja virðist hafa keypt meiri tíma til að leysa margvísleg efnahagsvandamál. Það var ekki fyrr en krísan hafði leikið fjölmörg ríki evrusvæðisins grátt í fjögur ár sem þessari stefnumbreytingu var hrint í framkvæmd. Hér verður ekki reynt að leggja mat á kostnað vegna þess en við blasir að hann er verulegur.

Þau skilyrði sem fylgdu ákvörðun Seðlabanka Evrópu eru umdeild en þó skiljanleg vegna tregðu betur staðra ríkja til að taka á sig kostnað vegna vanda verr staddra ríkja. Slík skilyrði eru jafnframt rökrétt í ljósi þess freistnivanda sem getur fylgt því að hafa aðgang að þrautalánveitanda. Þó má færa rök fyrir því að óheppilegt sé að sami aðili (þ.e. Seðlabanki Evrópu) takist bæði á við lausafjár vanda og freistnivanda ríkisstjórna á evrusvæðinu.

Óleystu vandamálin eru mörg. Innra ójafnvægi á evrusvæðinu er talsvert og verður erfitt að vinda ofan af því. Það birtist m.a. í mjög ólíkri afkomu hins opinbera, verulegum viðskiptahalla eða afgangi einstakra landa og miklu atvinnuleysi á einstaka svæðum. Vandamálin eru þó mun víðar en á evrusvæðinu og sums staðar meiri en þar. Mikil skuldsetning opinbera geirans eftir langvarandi hallarekstur er víða erfitt viðfangsefni. Jafnframt er mikil skuldsetning heimila og fyrirtækja áhyggjuefni. Því tengt er að fjármálakerfi margra landa virðast vera stærri en æskilegt er og sérstaklega valda miklar skuldbindingar þvert á landamæri í alþjóðafjármálakerfinu óstöðugleika. Þá er fyrirsjáanlegt að hægi mjög á hagvexti í fjölda landa og hann verði mun minni á 21. öldinni en þeirri 20., m.a. vegna óhagstæðari aldursdreifingar. Það mun fyrirsjáanlega gera lausn ýmissa viðfangsefna erfiðari en ella, m.a. hallarekstur hins opinbera.

Ýmsa lærdóma má draga af þessari sögu. Í fyrsta lagi er ljóst að ákvörðun um evrusamstarfið byggði að hluta á gallaðri hagfræði. Það kann að hafa lengt krísuna á evrusvæðinu um allt að fjögur ár. Hér verður þó að hafa í huga að ákvörðun um sameiginlega mynt var ekki nema að hluta byggð á hagfræðilegum rökum. Evran var risastórt skref í pólitískum samruna Evrópusambandsríkja en ekki eingöngu skref sem réttlætt var með spá um jákvæð efnahagsleg áhrif. Ákvörðunin um upptöku evrunnar var því fyrst og fremst pólitísk.

Krísan reyndi mjög á stjórnkerfi Evrópusambandsins og sérstaklega Seðlabanka Evrópu. Um skeið voru jafnvel teiknaðar upp sviðsmyndir þar sem veik staða einstakra evrulanda hefði getað neytt þau til að yfirgefa evrusvæðið og taka upp eigin mynt. Alls óvíst var hvernig það hefði getað gengið fyrir sig og til hvers það hefði leitt. Það hefði óhjákvæmilega reynt mjög á innviði Evrópusambandsins enda engin fordæmi fyrir slíku og regluverk sambandsins ekki undir það búíð.

Til þess kom þó ekki. Þegar menn horfðu fram af brún hengiflugsins eftir fjögurra ára krísu varð loks hægt að ná nægilegri samstöðu um að einungis ein leið væri fær úr vandanum og hún var valin.

Aftanmálgreinar

- 1 Þróun hugmyndaárinnar um hagkvæm myntsvæði er m.a. rakin í (McKinnon, 2002; 2004), (Tavlas, 2009) og (Dellas og Tavlas, 2009).
- 2 DSGE stendur fyrir Dynamic Stochastic General Equilibrium, sem þýða má sem tímatengt og slembið allsherjarjafnvægi. Slembið vísar hér til þess að líkönin gera ráð fyrir ýmiss konar ófyrirsjáanlegum áföllum sem hagkerfi geta orðið fyrir. Vegna þess að í líkönunum er almennt ekki fjármálageiri geta áföllin eðli máls skv. ekki átt uppruna sinn í honum innan þessara líkana. Smíði líkana af þessum toga er oft talin hafa byrjað með grein (Kydland og Prescott, 1982).
- 3 Hreyfanleiki vinnuafis er minni milli landa Evrópusambandsins en milli fylkja Bandaríkjanna. Viðskipti eru jafnframt minni milli landa en milli fylkjanna. Þá er verulegur munur á fjármálum hins

- opinbera. Útgjöld og tekjuöflun alríkisstjórnarinnar búa til sjálfvirka sveiflujafnara (e. automatic stabilizers) fyrir einstök fylki í mun ríkari mæli en útgjöld og tekjur Evrópusambandsins jafna sveiflur fyrir einstök lönd, sbr. einnig töflu 1. Árið 2011 voru íbúar Evrusvæðisins um 332 milljónir en Bandaríkjanna 312 milljónir. Landsframleiðsla Bandaríkjanna var tæpum þriðjungi meiri en samantölgð landsframleiðsla Evrusvæðisins, leiðrétt fyrir verðlagi (PPP). Íbúar Evrópusambandsins alls eru rétt rúmar 500 milljónir og landsframleiðslan um 10% meiri en Bandaríkjanna.
- 4 Sjá t.d. (Hochreiter og Winckler 1995).
 - 5 Talsvert fé rennur frá stærstu og ríkustu löndum Evrópusambandsins, Þýskalandi, Frakklandi og Ítalíu til fátækari landa eins og Grikklands, Spánar og Portúgals í gegnum kerfi sem atlað er að styrkja uppbyggingu innviða (e. structural and cohesion funds). Þótt um þær muni í smáum viðtökulöndum, eins og Grikklandi og á sínum tíma Írlandi og Portúgal, þá eru heildarupphæðirnar mjög lágar í hlutfalli við landsframleiðslu allra Evrópusambandslandanna.
 - 6 Þótt meira en 20 ár séu liðin frá sameiningu þýsku ríkjanna er enn millifærslukerfi við lýði sem veitir fé frá þeim fylkjum Þýskalands þar sem skatttekjur á mann eru háar til hinna fátækari (Länderfinanzgleich).
 - 7 Rétt er að hafa í huga að hér er um nafnvexti að ræða. Munurinn á raunvöxtum sem einstök ríki greiddu af ríkisskuldabréfum sínum var almennt minni. Almennt gildir að krafa fjárfesta um háa nafnvexti af ríkisskuldabréfum getur bæði skýrst af væntingum um háa verðbólgu og lítilli trú á getu útgefanda til að standa í skilum. Fyrri þátturinn skipti miklu við að skýra vaxtamun á tilvonandi evrusvæði fyrir upptöku evru en síðari þátturinn skýrir frekar mun á vöxtum frá árinu 2008.
 - 8 Óbein lánveiting getur falist í því að seðlabanki lánar viðskiptabönkum gegn veði í ríkisskuldabréfum. Geti bankar gengið að slíkri fjármögnun á kaupum sínum á ríkisskuldabréfum vísi eykur það væntanlega áhuga þeirra á bréfunum, sem auðveldar viðkomandi ríkissjóði að afla lánsfjár.
 - 9 Af sögulegum ástæðum hafa sjö aðrir bankar en Englandsbanki rétt til seðlaútgáfu í Bretlandi, þrír í Skotlandi og fjórir á Norður-Írlandi. Þeir seðlar eru þó formlega séð ekki lögeyrir heldur eins konar skuldaviðurkenningar viðkomandi banka. Þeir eru ekki jafngildir seðlum Englandsbanka, lítt notaðir í Englandi og utan Bretlands en almennt hægt að nota þá á viðkomandi útgáfusvæði til jafns við seðla Englandsbanka.
 - 10 (Krugman, 2012) og (Wolf, 2014) telja að sjá hefði mátt a.m.k. hluta þessara atriða fyrir og benda á ýmsar aðvaranir sem fram komu á sínum tíma.
 - 11 Sjá einnig (De Grauwe, 2011a; 2011b; 2011c).
 - 12 Í þessum tölum er Ísland undanskilið en myntsláttan skipti meiru hérlendis en annars staðar í Vestur-Evrópu. Árin 1980 til 1983 skilaði myntsláttan um 4,7% af vergri landsframleiðslu á ári að meðaltali og samsvaraði 16,7% af útgjöldum hins opinbera. Svo ör peningaprentun leiddi óhjákvæmilega til óðaverðbólgu sem náði undir lokin meira en 100% á 12 mánaða tímabili. Upp úr því dróst myntsláttuhagnaður saman. Eftir að betri tók náðust á verðbólgunni í kringum 1990 hefur hann verið mun minni en þegar mest var. Þess má geta að árin 1960 og 1961 var myntsláttuhagnaður hérlendis enn meiri en í upphafi níunda áratugarins, bæði sem hlutfall af landsframleiðslu og útgjöldum hins opinbera. Myntsláttuhagnaður er hér reiknaður sem aukning grunnfjár. Heimild: Utreikningar höfundar byggðir á talnaefni frá Hagstofu Íslands.
 - 13 Ekki er hér rými til að rekja í smáatriðum hvernig Seðlabanki Bandaríkjanna hefur komið við sögu í Evrópu undanfarin ár. Stuðningur hans hefur þó skipt miklu, þótt hann hafi ekki verið mjög sýnilegur. Bandaríkjadalur er langmest notaða myntin í alþjóða bankakerfinu og því var raunveruleg hætta á því að bankar einstakra ríkja utan Bandaríkjanna lentu í vandræðum vegna skorts á dollurum, sem seðlabanki heimalandsins gat ekki prentað. Því var afstýrt með viðamiklum skiptasamningum sem tryggðu nokkrum lykileðlabönkum utan Bandaríkjanna aðgang að dollurum í miklum mæli. Seðlabanki Íslands leitaðist eftir því að gera slíkan skiptasamning við þann bandaríska í aðdraganda hruns en þeirri málaleitan var sem kunnugt er hafnað (Páll Hreinsson, Sigríður Benediksdóttir og Tryggvi Gunnarsson, 2010, 1. bindi, bls. 167-181).

- 14 Önnur nálgun til að sjá þetta væri að bera saman að björgunarpakki Breta árið 1976 samsvaraði um 1,8% af vergri landsframleiðslu Bretlands en íslenski björgunarpakkinn 2008 samvaraði rúmum 40% af vergri landsframleiðslu Íslands.
- 15 Írar sömdu við Evrópusambandið og AGS síðla árs 2010 um fjárhagsaðstoð sem nam 85 milljörðum evra. Af því komu 22,5 milljarðar evra frá EFSM sjóði Evrópusambandsins og sama upphæð frá AGS, 17,7 milljarðar evra frá einstökum aðildarlöndum evrusvæðisins og lægri upphæðir frá Evrópusambandslöndum utan evrusvæðisins. Þá lögðu Írar sjálfir fram 17,5 milljarða evra, einkum úr lífeyrisvarasjóði hins opinbera (National Pension Reserve Fund). Heildarupphæðin samsvaraði um 54% af vergri landsframleiðslu Írlands. Aðstoð við Grikki var talsvert meiri. Í fyrstu björgunaráætluninni, árið 2010, var gert ráð fyrir 80 milljörðum evra, sem síðan var lækkað aðeins þegar nokkur ríki sem ætluðu að taka þátt í björguninni heltust úr lestinni. Það reyndist langt frá því nóg og árið 2012 var upphæðin hækkuð um 164,5 milljarða evra, og var þá heildarlánveitingin um 125% af vergri landsframleiðslu Grikklands. Mest af því fé eða um 144,7 milljarðar kemur frá EFSF sjóði Evrópusambandsins, en um 48 milljarðar evra frá AGS. Árið 2011 var samþykkt björgunaráætlun fyrir Portúgal sem fól í sér lán upp á 78 milljarða evra, um 46% af vergri landsframleiðslu Portugal. Af því átti þriðjungur (26 milljarðar) að koma frá EFSM og sama upphæð frá EFSF annars vegar og AGS hins vegar. Auk þess hefur Evrópusambandið og AGS komið að smærri björgunarpökkum vegna m.a. Kýpur, Lettlands, Ungverjaland og Rúmeníu.
- 16 Í grein 2 í stofnskrá Seðlabanka Evrópu stendur m.a. að bankinn skuli *Without prejudice to the objective of price stability, it shall support the general economic policies in the Union with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Union as laid down in Article 3 of the Treaty on European Union.*
- 17 AGS fullyrðir raunar í þessari skýrslu að eftir að Seðlabanki Evrópu tekur til starfa muni verkefni þrautalánveitanda hugsanlega vera leyst af hverju landi fyrir sig (e. at the national level) frekar en af Seðlabanka Evrópu og að bankinn muni ekki hafa neitt formlegt hlutverk við að tryggja fjármálastöðugleika (International Monetary Fund, 1998, bls. 149).
- 18 Seðlabanki Íslands var raunar en stærri hlutfallslega um skeið. Efnahagsreikningur hans var jafnvirði 97% af vergri landsframleiðslu í árslok 2011. Það á sér hins vegar talsvert aðrar skýringar sem ekki verða raktar hér. Efnahagsreikningurinn dróst talsvert saman vorið og sumarið 2012. Í ágúst árið 2014 var hann orðinn rétt ríflega 50% af vergri landsframleiðslu og því enn um tvöfalt stærri en sá Bandaríski eða Seðlabanki Evrópu, hlutfallslega.
- 19 Í hagfræði er algengt að nota margar, misvíðar, skilgreiningar á peningum. Sú þröngsta er seðlar og mynt og sú næstþröngsta grunnfé, táknad M_0 en það eru seðlar og mynt í umferð að viðbættum innstæðum innlánsstofnana í seðlabanka. Grunnfé er búið til af seðlabanka. Víðari skilgreiningar taka einnig með í reikninginn peninga sem búnir eru til af bankakerfinu. Þannig er M_1 seðlar og mynt í umferð að viðbættum veltúinnlánunum, og M_2 , M_3 og M_4 taka einnig með í reikninginn fleiri tegundir eigna sem verða til innan bankakerfisins. Algengast er að miða við M_1 þegar rætt er um peningamagn í tilteknu hagkerfi. Sem dæmi má nefna að í ágúst 2014 var grunnfé (M_0) á Íslandi 85,7 milljarðar króna en peningamagn (M_1) var 501,9 milljarðar. Af peningamagni á Íslandi skv. þessari skilgreiningu var því á þeim tíma um það bil einn sjötti búinn til af seðlabanka og fimm sjöttu utan hans. Hlutföllin hafa sveiflast nokkuð undanfarin ár en að jafnaði ekki verið fjarnir þessu. Það er talsverð breyting frá því sem var venjan fyrir árið 2003, en þá hafði grunnfé um árabil verið um 30-50% af peningamagni. Skýringin á breytingunni 2003 er að í desember á því ári tóku gildi nýjar reglur Seðlabankans sem lækkuðu bindiskyldu innlánsstofnana til muna.
- 20 Það er m.a. staðan á íslenska bankamarkaðinum. Í ágúst 2014 áttu innlánsstofnanir 178 milljarða á reikningum í Seðlabanka Íslands, sem er margföld sú upphæð sem þeir þurftu að eiga vegna bindiskyldu.
- 21 Hér er sá reginmunur á milli Bandaríkjanna og Evrópusambandsins að alríkisstjórnin bandaríska sér um endurfjármögnun banka með nýju eigin fé, komi til þess, og rekur innstæðutryggingakerfi en ekki einstök fylki. Í Evrópu hefur þetta hins vegar verið á könnu einstakra landa eins og raunar

- fjármálaeftirlit. Þetta hefur m.a. þau áhrif að það skiptir yfirleitt litlu fyrir bandaríska banka með höfuðstöðvar í tilteknu fylki hver fjárhagsleg staða fylkisstjórnarinnar er þótt hún sé mjög misgóð milli fylkja.
- 22 Sbr. „*Insolvenzerklärungen überschuldeter Staaten dürfen nicht unterlaufen oder verzögert werden, indem die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Geldpolitik in den Dienst der Stützung dieser Staaten stellt. Denn der selektive Ankauf hochrisikanter Staatsanleihen begünstigt einzelne Mitgliedstaaten und kann so Begehrlichkeiten auch bei anderen Staaten mit hoher Schuldenlast wecken. Dies gefährdet die Reputation und die Unabhängigkeit der EZB. Zudem sind die Interventionen der EZB keineswegs lediglich kurzfristiger, der Marktberuhigung dienender Natur, da die EZB die gekauften Anleihen nicht ohne Irritation der Märkte wieder abstoßen kann.*“ (Plenum der Ökonomen, 2011).
- 23 Sbr. „*Außerdem dürfen die sich in den Zinsen widerspiegelnden Risikoprämien nicht weitgehend eingegeben werden*“ (Bundesbank, 2012, bls. 13).
- 24 Sjá <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.
- 25 Ýmsir hafa bent á að þegar þrautalánveitandi setur ströng skilyrði fyrir veitingu lána þá grefur hann hugsanlega undan virkni sinni, þ.e. hann skapar með því óvissu um hvort lán verða veitt. Hafa því verið færð rök að því að betra sé að aðrir aðilar setji skilyrði um aðhald í ríkisfjármálum og framfylgi þeim, þ.e. það sé í þessu tilfalli gert á vettvangi Evrópusambandsins en ekki af Seðlabanka Evrópu. M.ö.o. Seðlabanki Evrópu leysi hugsanlegan lausafjáranda en aðrir takist á við freistnivandann. Sjá (De Grauwe, 2011d).
- 26 Flest sjónarmiðin eru rakin í umræðu á vefsvæðinu VoxEU, sjá (VoxEU, 2012) <http://www.voxeu.org/debates/has-austerity-gone-too-far>.
- 27 OECD áætlar að árið 2013 hafi halli á rekstri hins opinbera verið að jafnaði 3,0% af landsframleiðslu á evrusvæðinu. Hann er mjög mismunandi á milli landa, verst er afkoma hins opinbera í Slóveníu (-7,8% af vergri landsframleiðslu) og á Írlandi (-7,5%) en einnig afar slæm á Spáni (-6,9%) og Portúgal (-6,4%). Staðan er þó mun betri en þegar hún varð verst, 2009 og 2010, en þá var hallinn í mörgum löndum evrusvæðisins tveggja stafa tala, sem hundraðshluti af vergri landsframleiðslu. Verst var staðan á Írlandi 2010, halli sem nam 30,8% af vergri landsframleiðslu.
- 28 Árið 2011 var útflutningur frá Evrusvæðinu, þ.m.t. fjármagnstekjur, 2.975 milljarðar evra en innflutningur 2.963 milljarðar. Viðskiptajöfnuður svæðisins alls var því jákvæður um 12 milljarða evra, sem er um 0,1% af landsframleiðslu. Heimild: Seðlabanki Evrópu.

Heimildir

- Boadway, R. og Shah, A. (ritstj.) (2007). Intergovernmental Fiscal Transfers. Principles and Practice. World Bank Public Sector Governance and Accountability Series.
- Buiter, W.H. (1999). Alice in Euroland. *Journal of Common Market Studies*. 37(2), 181-209.
- Bundesbank. (2012). *Monatsbericht Oktober 2012*. 64. árg. 10. tbl.
- Canzoneri, M.B. og Rogers, C.A. (1990). Is the European Community an Optimal Currency Area? Optimal Taxation Versus the Cost of Multiple Currencies. *American Economic Review*, 80(3), 419-433.
- Capie, F. (1998). Can there be an International Lender-of-Last-Resort? *International Finance*, 1/2. Bls. 311-325.
- De Grauwe, P. (2009). Some Thoughts on Monetary and Political Union. Í Talani, L.S. (ritstj.) *The Future of EMU*. Palgrave Macmillan.
- De Grauwe, P. (2011a). Managing a fragile Eurozone. VoxEU. 10. maí. <http://www.voxeu.org/article/managing-fragile-eurozone> (sótt 11.1.2013)
- De Grauwe, P. (2011b). The European Central Bank as a lender of last resort. VoxEU. 18. ágúst. <http://www.voxeu.org/article/european-central-bank-lender-last-resort> (sótt 11.1.2013).
- De Grauwe, P. (2011c). Why the ECB refuses to be a Lender of Last Resort. VoxEU. 28. nóvember. <http://www.voxeu.org/article/why-ecb-refuses-be-lender-last-resort> (sótt 11.1.2013).
- De Grauwe, P. (2011d). The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government

- Bond Markets? CESifo Working Paper No. 3569. <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1211348.PDF> (sótt 29.10.2013).
- Dellas, H. og Tavlas, G.S. (2009). An optimum-currency-area odyssey. *Journal of International Money and Finance*, 28, 1117-1137.
- Draghi, M. (2012). *Ræða flutt á Global Investment ráðstefnu í London 26. júlí 2012*. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> (sótt 15.10.2014).
- Drazen, A. (1989). Monetary policy, capital controls and seigniorage in an open economy. Í De Cecco, M. og Giovannini, A. (ritstj.) *A European Central Bank?: Perspectives on Monetary Unification after ten years of the EMS*. CEPR.
- Economist. (2010). The Red and the Black. 1. ágúst. <http://www.economist.com/blogs/dailychart/2011/08/americas-fiscal-union> (sótt 21.1.2013).
- Evrópusambandið. (2010). Protocol on the statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank. *Official Journal of the European Union*. 2010/C 83/01.
- Fischer, S. (1999). On the Need for an International Lender of Last Resort. *Journal of Economic Perspectives*. 13/4. 85-104.
- Gros, D. (1998). Distributing Seigniorage under EMU. *Ifo Schnelldienst* Nr. 17-18, 29-39.
- VoxEU. (2012). *Has Austerity Gone too Far*. Umræða á vefsvæðinu VoxEU.org (margir höfundar). <http://www.voxeu.org/debates/has-austerity-gone-too-far>. Sótt 17.9.2013.
- Hochreiter, E., Winckler, G. (1995), „The Advantages of Tying Austria's Hands: The Success of the Hard Currency Strategy,“ *European Journal of Political Economy*, 11, bls. 83-111.
- International Monetary Fund. (1998). *International Capital Markets: IMF Annual Report*.
- Jeanne, O. og Wyplosz, C. (2003). The International Lender of Last Resort. How Large is Large Enough? Í *Managing Currency Crises in Emerging Markets*. Dooley, M.P. og Frankel, J. (ritstj.) University of Chicago Press. Chicago, 89-124.
- Kenen, P.B. (1969). The theory of optimum currency areas: an eclectic view. Í Mundell, R.A. og Eatwell, J. (ritstj.), *Monetary Problems of the International Economy*. University of Chicago Press. Chicago, 41-60.
- Kindleberger, C.P. og Aliber, R. (2005). *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crisis*. 5. útg. Wiley.
- Krugman, P. (2012). Revenge of the Optimum Currency Area. Væntanlegt í Acemoglu, D., Parker, J. og Woodford, M. (ritstj.), NBER Macroeconomics Annual 2012, 27. tbl. <http://www.nber.org/chapters/c12759.pdf> (sótt 11.1.2013)
- Kydland, F.E. og Prescott, E.C. (1982). Time to build and aggregate fluctuations. *Econometrica*. 50/6, 1345-1370.
- Läufer, N.K.A. (2001). The seigniorage costs of the Euro for Germany: a critique of Sinn and Feist. *Beiträge zur Mikro- und zur Makroökonomik : Festschrift für Hans Jürgen Ramser*. Bls. 281-289. Springer.
- McKinnon, R.I. (1963). Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 53 (4), 717-725.
- McKinnon, R.I. (2002). Optimum Currency Areas and the European Experience. *Economics of Transition*. 10/2, 343-364.
- McKinnon, R.I. (2004). Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II. *Journal of Common Market Studies*. 42/4, 689-715.
- Mundell, R.A. (1961). A theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, 51 (4), 657-665.
- Mundell, R.A. (1973). Uncommon arguments for common currencies. Í Johnson, H.G., Swoboda, A.K. (ritstj.), *The Economics of Common Currencies*. G. Allen and Unwin, London, 114-132.
- Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson. (2010). *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir*. Skýrsla rannsóknarnefndar Alþingis.
- Plenum der Ökonomen. (2011). *Stellungnahme zur EU-Schuldenkrise*, <http://www.wiso.uni-hamburg.de/lucke/?p=581> (sótt 30. sept. 2013).
- Reinhart, C.M. og Rogoff, K. (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.

- Sachs, J. (1995) *Do We Need and International Lender of Last Resort*. Frank D. Graham Lecture, Princeton University, April 20. <http://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac:124041>. Sótt 4. sept. 2013.
- Sinn, H.W. og Feist, H. (1997). Eurowinners and Eurolosers: The distribution of Seigniorage wealth in EMU. *European Journal of Political Economy*. 13. tbl. 665-686.
- Sinn, H.W. og Feist, H. (2000). The Accidental Redistribution of Seigniorage Wealth in the Eurosystem. *CESifo Forum*, 1. árg. nr. 3. bls. 27-29.
- Tavlas, G.S. (2009). Optimum-Currency-Area Paradoxes. *Review of International Economics*, 17 (3), 536-551.
- Wolf, Martin. (2014). *The shifts and the Shocks. What we've learned – and have still to learn – from the financial crisis*. New York, Penguin.
- Zemanek, Holger. (2009). Fiscal Transfers and Structural Reforms in the European Monetary Union. Vinnugrein, Universität Leipzig. http://mpira.ub.uni-muenchen.de/19398/3/Zemanek_Transfers_and_Structural_Reforms_in_the_EMU_15_Dec_2009.pdf (sótt 17.1.2013).