

# Efnahags- og myntbandalag Evrópu - EMU

*Aðdragandi og áhrif  
stofnunar EMU  
2. útgáfa*

1997



Seðlabanki Íslands

Efnahags- og  
myntbandalag  
Evrópu - EMU

1. útgáfa júní 1997
2. útgáfa október 1997

Höfundarréttur: Seðlabanki Íslands. Heimilt er að  
nota efni úr ritinu, enda sé heimildar getið.

## Efnisyfirlit

Formáli .....	4
Yfirlit og helstu niðurstöður .....	6
Kaflí 1. Áformin um efnahags- og peningamálasamvinnu í Evrópu .....	9
Kaflí 2. Áhrif Efnahags- og myntbandalagsins .....	28
Kaflí 3. Áhrif á efnahagsþróun og hagstjórn á Íslandi .....	43
Kaflí 4. Stefnan í gengis- og peningámálum .....	46
Kaflí 5. Framkvæmd peningamálastefnu .....	55
Kaflí 6. Breytingar á fjármagnsmarkaði .....	60
Kaflí 7. Greiðslumiðlun - TARGET .....	63
Kaflí 8. Seðlabanki Íslands og samskipti hans við systurstofnanir í Evrópu ....	68
Kaflí 9. Áhrif á íslenska löggjöf og eftirlit með fjármálastofnunum .....	71
Heimildaskrá .....	76
Orðalisti og skammstafanir .....	79
Viðaukar I og II .....	81
Viðauki III .....	85
Töfluviðauki .....	100

## Formáli

Sem kunnugt er stefnir Evrópusambandið að stofnun efnahags- og myntbandalags í byrjun árs 1999. Aðdragandi stofnunar þess er nokkuð langur og undirbúningurinn afar umfangsmikill, enda felur hún í sér að gjaldmiðlar þeirra ríkja sem aðild hljóta að því verða lagðir niður og í staðinn kemur sameiginlegur gjaldmiðill, euro eða evra.

Stofnun Efnahags- og myntbandalags Evrópu (EMU) mun hafa áhrif hér á landi. Í því skyni að átta sig betur á þeim hefur Seðlabankinn talið nauðsynlegt að kanna ýmsar hliðar þeirra og gera opinberlega grein fyrir niðurstöðum sínum auk þess að lýsa aðdraganda stofnunar bandalagsins og mikilvægum þáttum í starfsemi þess. Skýrslan sem hér birtist var unnin af starfshópi sem í sátu Ingimundur Friðriksson, Már Guðmundsson, Yngvi Örn Kristinsson og Þórður Ólafsson. Þeir nutu aðstoðar ýmissa starfsmanna bankans. Í skýrslunni er gerð grein fyrir aðdraganda og skipulagi Myntbandalagsins, efnahagslegum áhrifum, valkostum Íslendinga í gengismálum, fyrirkomulagi peningamála í Evrópu, greiðslumiðlunarkerfi, áhrifum á starfsemi Seðlabankans, viðhorfum varðandi eftirlit með starfsemi fjármálastofnana o.fl.

Áfram verður hugað að áhrifum Myntbandalagsins á íslenskt efnahagslíf og fjármagnsmarkað. Því ber að líta á skýrsluna sem nokkurs konar áfangaskýrslu. Hugsanlegt er að bankinn birti framhaldsskýrslur eftir því sem tilefni gefst til.

Seðlabanki Íslands hefur lagt áherslu á að fylgjast grannt með undirbúningi stofnunar Myntbandalagsins. Í því skyni hefur hann átt reglulega fundi með fulltrúum Peningastofnunar Evrópu í Frankfurt allt frá hausti 1995. Regluleg samskipti bankans við seðlabanka aðildarlanda Evrópusambandsins gera honum einnig kleift að fylgjast grannt með undirbúningi bandalagsins.

Ísland á ekki aðild að Evrópusambandinu og getur því ekki hlotið aðild að Myntbandalaginu. Sú staðreynd mótir efnistöð í skýrslunni. Í henni er ekki fjallað um rök með eða á móti íslenskri aðild að Evrópusambandinu. Enn er óvíst hve mörg lönd munu eiga aðild að Myntbandalaginu í byrjun og einnig hvaða möguleikar kunna að bjóðast löndum utan Evrópusambandsins á tengslum, t.d. í gengismálum, við Myntbandalagið. Þótt undirbúningurinn sé langt kominn á enn eftir að taka margar mikilvægar ákvarðanir. Ólíklegt er að hægt verði að efna til alvarlegra viðræðna við peningamálayfirvöld í Myntbandalaginu um tengsl utanbandalagsríkja við það fyrir en bandalagið hefur verið stofnað og Seðlabanki Evrópu starfað um hríð.

Meginniðurstaða skýrslunnar er að efnahagsleg áhrif bandalagsins á íslenskt efnahagslíf verði óljós og ráðist ekki síst af því hve stórt bandalagið verður. Þó megi ætla að stofnun þess muni skapa aukinn aga fyrir innlenda hagstjórn. Ástæða er til þess fyrir íslensk stjórnvöld að fylgjast vel með undirbúningi bandalagsins og tileinka sér ýmislegt sem einkenna mun uppbyggingu stofnana þess og starfsemi. Nefna má umgjörðina um stjórn peningamála, mikilvæga þætti í fyrirkomulagi greiðslumiðlunar o.fl. Einnig má ætla að hin svo kölluðu Maastricht-skilyrði verði í hugum aðila á fjármagnsmarkaði almennur mælikvarði á efnahagsstjórn ríkja jafnt utan sem innan Evrópusambandsins. Þá verður tilefni til þess að endurmeta gengisstefnuna í ljósi breyttra aðstæðna í Evrópu.

Þótt ekki sé sérstaklega fjallað í skýrslunni um hugsanleg áhrif stofnunar Myntbandalagsins á rekstur innlendra fyrirtækja og stofnana á þó efni hennar að gagnast forsvarsmönnum þeirra því nauðsynlegt er að þeir sem eiga viðskiptahagsmuna að gæta í líklegum Myntbandalagslöndum séu vel upplýstir um hvað stofnun bandalagsins felur í sér.

Mikilvægt verður að fylgjast sem best með framvindu undirbúnings Myntbandalagsins og að gæta hagsmuna Íslendinga eftir því sem aðstæður krefjast og leyfa. Varðandi umgjörðina um stjórn peningamála sérstaklega virðist tilefni til þess að endurskoða lögina um Seðlabanka Íslands til samræmis við þá stefnu sem staðfest hefur verið af Evrópusambandslöndunum. Slík endurskoðun mynda fela í sér aukið sjálfstæði og einfaldari og skýrari markmið og skyldur.

Bankastjórn Seðlabanka Íslands væntir þess að skýrslan sem hér fylgir auki skilning á hinu fyrirhugaða myntbandalagi og áhrifum þess á íslensk efnahags- og peningamál.

Bankastjórn Seðlabanka Íslands  
20. júní 1997

## Yfirlit og helstu niðurstöður

1. Samkvæmt ákvæðum Maastricht-sáttmála Evrópusambandsríkja er gert ráð fyrir að myntbandalag verði að veruleika 1. janúar 1999 með þátttöku þeirra ríkja sem uppfylla skilyrði sáttmálans um efnahagslegan stöðugleika og samleitni. Myntbandalagið mun fela í sér að núverandi gjaldmiðlar aðildarríkja þess hverfa, en í staðinn kemur ein mynt, evra, og einn seðlabanki, Seðlabanki Evrópu (ECB), sem mótar og framfylgir peningastefnu bandalagsins. Aðildarríkin glata því peningalegu sjálfstæði, en fá á móti aðild að ákvörðunum hins nýja seðlabanka. Tvö Evrópusambandsríki, Bretland og Danmörk, hafa samningsbundinn rétt til að velja sjálf hvort þau taka þátt í Myntbandalaginu, enda uppfylli þau önnur skilyrði sáttmálans. Ekki er ljóst nú hvaða ríki taka þátt í Myntbandalaginu frá upphafi, en það mun að óbreyttu skýrast á vormánuðum næsta ár. Ísland getur eðli málsins samkvæmt ekki tekið þátt í Myntbandalaginu þar sem aðild að því er bundin við aðild að ESB. Áform um Myntbandalagið munu hins vegar hafa margvísleg áhrif á efnahags- og peningamál hér á landi, og nauðsynlegt er að huga að viðbrögðum. Þessi skýrsla greinir að hluta umrædd áhrif og ræðir stefnuviðbrögð. Hún er samin af starfshópi innan Seðlabankans sem bankastjórn skipaði í október 1996. Hér er um nokkurs konar áfangaskýrslu að ræða, bæði vegna þess að enn er margt óljóst varðandi hið fyrirhugaða bandalag og sakir þess að greiningu á áhrifum á efnahagsmál og fjármagnsmarkað er ekki lokið.

2. Stofnun Efnahags- og myntbandalags Evrópu (EMU) mun hafa mikil efnahagsleg áhrif, bæði innan Evrópusambandsins og utan þess. Þessi áhrif verða því meiri sem þátttökupjóðir verða fleiri. Með stofnun EMU mun gengisáhætta hverfa meðal þátttökuríkjanna, og það mun draga úr viðskipta-kostnaði. Líklegt er að stofnun EMU muni

hafa örvandi áhrif á innri markaðþátttökuríkjanna og gæti einnig ýtt undir fjárfestingar. Vextir munu lækka í þeim löndum þar sem þeir eru hæstir nú, og fjármálamarkaðir munu stækka og dýpka. Þessir þættir eru líklegir til að örva hagvöxt. Á móti kemur að aðildarríki taka áhættu þar sem ekki verður lengur um sjálfstæða peningastefnu að ræða til að mæta sérstökum áföllum eða búhnykkjum. Þessi áhætta er meiri en ella meðal þeirra ríkja þar sem efnahagur og hagsveiflur eru ekki eins nátengdar „kjarnaríkjunum“ í væntanlegu myntbandalagi, þ.e. Þýskalandi, Frakklandi og Benelúx-löndunum. Tiltölulega ósveigjanlegur vinnumarkaður í mörgum Evrópulöndum er einnig áhættuþáttur fyrir Myntbandalagið.

3. Efnahagsleg áhrif EMU ráðast m.a. af því hversu víðtækt bandalagið verður. Það gæti einnig markað þessi áhrif hversu sterkur gjaldmiðill evran verður. Líklegt er að gengi hennar muni sveiflast meira gagnvart öðrum höfuðmyntum þegar fram líða stundir en raun hefur á orðið um þýskt mark og þær myntir sem því hafa tengst í gegnum gengistilhögun evrópska peningakerfisins (ERM), þar sem hlutdeild viðskipta við lönd utan EMU-svæðisins verður minni en hlutdeild utan-ríkisviðskipta Þýskalands er nú og líklegast er að stjórn peningamála muni fyrst og fremst beinast að því að halda verðbólgu lágri á svæðinu og lítið tillit verði tekið til gengisþróunar.

4. Efnahagsleg áhrif EMU hér á landi ráðast augljóslega af því hversu víðtækt Myntbandalagið verður. Í þessari skýrslu er gerður munur á „þröngu“ myntbandalagi og „víðu“ í þessu sambandi. Þröngt myntbandalag tekur til Þýskalands, Frakklands, Hollands, Belgíu, Lúxemborgar, Austurríkis, Finnlands og Írlands. Hér er um að ræða lönd þar sem

samleitni verðbólgu og vaxta hefur í flestum tilfellum náð mjög langt, gengisstöðugleiki var varðveittur í gegnum holskeflur árána 1992 og 1993, Maastricht-skilyrðin eru nærri því að vera uppfyllt og yfirlýstur áhugi er á þátttöku. Víður myntsamruni nær síðan einnig til annarra Evrópusambandsríkja. Það er hins vegar vel hugsanlegt að Myntbandalagið verði í byrjun einhvers konar millistig þessara tveggja kosta. Ísland gæti staðið frammi fyrir Myntbandalaginu í hinum víðari skilningi á næstu öld.

5. Aðeins um 28% af utanríkisviðskiptum Íslands er við þröngt EMU-svæði, og svæðið býr þegar við mikinn gengisstöðugleika og samleitni vaxta og verðbólgu. Um 65% utanríkisviðskipta eru hins vegar við vítt EMU-svæði, og áhrifin á vaxtamun og gengisstöðugleika eru líkleg til að verða mun meiri. Ef myntsamruninn yrði víður og evran traustur gjaldmiðill, þannig að verðbólga og vextir hafi tilhneigingu til að nálgast það sem gerist í löndum með mestan stöðugleika og trúverðugleika, má búast við að áhrif EMU á íslensk efnahagsmál verði tvíbent. Hin neikvæðu áhrif gætu orðið þau að erfiðara verði að viðhalda stöðugu gengi krónunnar, vaxtamunur gagnvart útlöndum gæti aukist og samkeppnisstaða íslenskra fyrirtækja gagnvart fyrirtækjum í löndum Myntbandalagsins gæti versnað. Á móti kemur að viðskiptakostnaður í utanríkis- og gjaldeyrisviðskiptum Íslendinga mun minnka og auknar fjárfestingar og hagvöxtur í Evrópu munu hafa jákvæð áhrif á íslenskt efnahagslíf. Jákvæðu áhrifin eru að sumu leyti vissari, og draga má úr neikvæðu áhrifunum með því að festa enn í sessi stöðugleika og traust á efnahagsstefnunna.

6. Hin svokölluðu Maastricht-skilyrði fyrir þátttöku í EMU munu að líkindum móta mat stjórnvalda og markaða á einstökum löndum, jafnvel utan ESB. Ísland uppfyllir skilyrðin um opinber fjármál og verðbólgu, en langtíma-vextir virðast of háir hér. Það gæti bent til undirliggjandi ójafnvægis. Sérstaklega virðist þjóðhagslegur sparnaður of lágur og traust á stöðugleikann ekki nægjanlegt enn. Auk þess

uppfyllir Ísland ekki skilyrði um sjálfstæðan seðlabanka.

7. Stofnun EMU gæti knúið á um að fyrirkomulag gengismála hér á landi yrði endurskoðað þótt núverandi stefna hafi gefist vel á undanförunum árum. Erfitt er þó að kveða upp úr um það nú hverjir kostir eru bestir í þessu sambandi, m.a. vegna þess að ekki liggur fyrir hvaða möguleikar bjóðist á tvíhliða tengingu krónunnar við evru. Ólíklegt er reyndar að það mál skýrist fyrr en á fyrstu árum næstu aldar. Helstu kostir, sem til greina koma, eru í fyrsta lagi núverandi kerfi þar sem gengið yrði þó hugsanlega hreyfanlegra innan vikmarka, í öðru lagi flotgengisstefna tengd beinu yfirlýstu verðbólgu markmiði og auknu sjálfstæði Seðlabankans og í þriðja lagi einhliða eða tvíhliða tenging krónunnar við evru. Einhliða notkun evrunnar sem lögeyris mundi skila miklum árangri í lægri vaxtamun, en á móti kemur að gengið yrði ekki lengur til sem hagstjórnartæki og öryggisventill. Þessi leið hefur hins vegar margvíslega galla fyrir sjálfstætt ríki, auk þess sem hugsanlegt er að hún verði ekki fær í sátt við Seðlabanka Evrópu. Frá sjónarhóli peningamála einna er þátttaka í EMU miklu betri kostur þar sem henni fylgir aðild að ákvörðunum Seðlabanka Evrópu og hlutdeild í myntsláttuhagnaði evrunnar.

8. Hvaða fyrirkomulag sem endanlega verður ofan á varðandi gengismál og ramma stefnunnar í peningamálum hér á landi í framhaldi af stofnun EMU mælir margt með því að lögum um Seðlabanka Íslands verði breytt til að tryggja að hann hafi sjálfstæði til að beita tækjum sínum til að ná skýru verðlagsmarkmiði, yfirdráttur ríkissjóðs sé bannaður með lögum og bankinn þurfi ekki að fara að tilskipunum stjórnvalda á hverjum tíma varðandi verksvið sitt. Slík breyting mundi auka trú á peningastefnunna og gæti dregið úr vaxtamun. Þar með yrðu valmöguleikar Íslands meiri en ella. Þetta er auk þess eitt af Maastricht-skilyrðunum fyrir þátttöku í Myntbandalaginu.

9. Ýmislegt hefur nú skýrst varðandi framkvæmd peningastefnu og stjórnþæki Seðlabanka Evrópu. Mikilvægar ákvarðanir munu þó bíða þar til bankinn hefur formlega hafið starfsemi og ákveðið hefur verið hvaða lönd taka þátt í Myntbandalaginu í upphafi. Þar má t.d. nefna það hvort beitt verði bindiskyldu. Seðlabanki Íslands mun fylgjast náið með þessum ákvörðunum. Eðlilegt er að framkvæmd peningastefnu og stjórnþæki peningamála hér á landi verði eftir föngum löguð að því sem verður hjá Seðlabanka Evrópu með árangursríka peningastjórn og jöfnun samkeppnisskilyrða fjármálastofnana hér á landi og í Evrópu í huga.

10. Með EMU mun verða til mun stærri og dýpri fjármagnsmarkaður en fyrir er í Evrópu og ýmsar breytingar verða gagnvart fjármálastofnunum. Þannig mun draga úr vægi gjaldeyrisviðskipta og tengdra áhættumarkaða, en skuldabréfa- og hlutabréfamarkaðir munu eflast. Þetta gæti haft áhrif á samkeppnisstöðu íslenskra fjármálastofnana og valdið þrýstingi

á þær til að draga úr vaxtamun og kostnaði. Á sama tíma munu þær verða fyrir einhverju tekjutapi þar sem umfang gjaldeyrisviðskipta minnkar um leið og erlendum gjaldmiðlum fækkar. Áætlanir benda þó til að þessi áhrif verði ekki stórvægileg hér á landi svo lengi sem Ísland er utan EMU. Þetta á sérstaklega við meðan Myntbandalagið nær ekki til mikilvægra viðskiptamynta eins og breska pundisins og dönsku krónunnar.

11. Samhliða sameiginlegri mynt verður hleypt af stokkum nýju greiðslumiðlunar- og uppgjörskerfi fyrir evrugjaldmiðilinn á vegum Seðlabankakerfis Evrópu. Hið nýja kerfi, TARGET, verður samtímauppgjörskerfi sem mun auðvelda greiðsluskripti á evrusvæðinu og stuðla að framgangi sameiginlegrar peningastefnu Myntbandalagsins. Mikilvægt er fyrir Íslendinga að fylgjast grannt með mótun þessa kerfis og leita eftir aðild að því til að tryggja jafna samkeppnisstöðu milli innlendra og evrópskra fjármálastofnana.



# Kafli 1. Áformin um efnahags- og peningamála- samvinnu í Evrópu

## 1.1 Almenn lýsing á Maastricht-sáttmálanum

### 1.1.1 Aðdragandi

Sambandssáttmáli Evrópu (e. Treaty on European Union), sem oftast er nefndur Maastricht-sáttmálinn eftir samnefndri holenskri borg, var samþykktur af þjóðarleiðtogum Evrópubandalagsins (EB) 9.-10. desember 1991, undirritaður 7. febrúar 1992 og tók gildi í ársbyrjun 1993 eftir að aðildarríkin höfðu öll

samþykkt hann í samræmi við stjórnarskrárákvæði hvers og eins þeirra. Sáttmálinn felur í sér breytingu á fyrri sáttmálum Evrópubandalagsríkja, allt frá sáttmálanum um Kola- og stálbandalag Evrópu (e. European Coal and Steel Community, ECSC) frá 1952 til Einingarsáttmála Evrópu (e. Single European Act, SEA) frá 1987. Auk samningsins um Efnahags- og myntbandalag Evrópu (EMU) eru helstu atriði samningsins verulega styrkt hlutverk Evrópuþingsins, sameiginleg utanríkis-

**Tafla 1. Forsaga Efnahags- og myntbandalags Evrópu**

	<b>Atburður</b>	<b>Mikilvægi</b>
1957	Samþykkt Rómarsáttmála	Grundvöllur lagður að samvinnu á sviði peningamála
1969	Barre-áætlunin	Fyrsta tilraun til að endurskipuleggja samvinnu í peningamálum og taka fyrstu skrefin í átt til myntbandalags. Grundvöllur Werner-áætlunarinnar
1970	Werner-áætlunin	Viðurkennd þörf fyrir framsal valds til yfirþjóðlegrar stofnunar er hafi með höndum stjórn peningamála
1972	„Snáknum“ komið á laggirnar. Tilraun til aukinnar efnahags- og peningamál samvinnu Evrópuríkja („snákurinn“)	Fyrsta tilraun Evrópuríkja til þess að takmarka gengissveiflur sín á milli eftir hrun Bretton-Woods fastgengiskerfisins
1973	Stofnun Peningasamvinnusjóðs Evrópu (EMCF)	Forveri Peningastofnunar Evrópu (EMI). Endanlegt markmið: fullkomið frelsi til innbyrðis gjaldeyrisviðskipta eða sameiginlegur gjaldmiðill
1978	Endalok „snáksins“	Leiddi til endurskipulagningar á samvinnu Evrópusambandsríkja í peningamálum og stofnunar EMS
1979	Stofnun peningakerfis Evrópu (EMS) og evrópsku mynteiningarinnar (ECU).	Leiddi til nánari samvinnu Evrópusambandsríkja á sviði peningamála
1986	Samþykkt Einingarsáttmála Evrópu (Single European Act, SEA)	Rómarsáttmálanum breytt til samræmis við ákvæði Barre-áætlunarinnar og EMS. Kveðið á um skyldur aðildarríkja til samvinnu á sviði peningamála
1989	Birt EMU-skýrslan (Delors Report)	Lögð til stofnun EMU í þremur áföngum
1990	Birt skýrsla framkvæmdastjórnarinnar: One Market, One Money	Hin efnahagslegu rök fyrir sameiginlegum gjaldmiðli lögð fram
1992	Undirritun Sambandssáttmála Evrópu	
1993	Samþykkt Sambandssáttmála Evrópu (Maastricht-sáttmálans)	

og öryggisstefna og aukin samvinna á sviði réttarfars og innanríkismála. Í þessari greinargerð verður sjónum eingöngu beint að þeim þætti sammingsins sem snýr að Efnahags- og myntbandalaginu.

Maastricht-sáttmálinn var ekki fyrsta tilraunin til þess að stuðla að peningalegum samruna í Evrópu. Tilraun var gerð til aukinnar efnahagslegrar og peningalegrar samvinnu Evrópuríkja á árunum 1971-1972 (snákurinn), en sú tilraun rann fljótlega út í sandinn sökum ólíkrar efnahagsþróunar í þátttökuríkjunum. Samrunaferlið komst hins vegar á nýtt stig með stofnun peningakerfis Evrópu (European Monetary System, EMS) árið 1979. Einingarsáttmáli Evrópu 1987 var einnig mikilvæg forsenda frekari efnahags- og peningalegs samruna. Með honum voru lagðar þær skyldur á herðar aðildarríkjanna að auka samvinnu sína til þess að stuðla að aukinni samleitni (e. convergence) í efnahags- og peningastefnu ríkjanna.

Á fundi Evrópska ráðsins í Hannover í júní 1988 var skipuð nefnd seðlabankastjóra undir forsæti Jacques Delors til þess að móta tillögur um skref til peningalegs samruna. Að fengnum tillögum nefndarinnar, svokallaðri Delors-skýrslu, í júní 1989 var ákveðið að fyrsti áfangi samrunaþróunar skyldi hefjast 1. júlí 1990. Jafnframt var ákveðið að halda ríkjaráðstefnu í því skyni að ákveða síðari áfanga í þróun Myntbandalagsins og undirbúa nauðsynlegar breytingar á sáttmálanum. Starfi þessu lauk á árinu 1991.

### 1.1.2 Markmið og forsendur

Samkvæmt 2. grein endurskoðaðs sáttmála Efnahagsbandalags Evrópu (EEC Treaty) er markmið Efnahags- og myntbandalagsins „að stuðla að varanlegum hagvexti sem samræmist verðstöðugleika og ógnar ekki umhverfi, náinni efnahagslegri samleitni, háu atvinnustigi og miklu félagslegu öryggi, bættum lífsgörum og lífsgæðum og efnahagslegri og félagslegri samheldni (e. cohesion) og samstöðu á meðal aðildarríkja“.<sup>1</sup> Þessum markmiðum skal náð, samkvæmt gr. 3a, með samræmdri efnahagsstefnu aðildarríkjanna og sameiginlegri peninga- og gengis-

stefnu sem hafi verðlagsstöðugleika að meginmarkmiði. Að auki er þess krafist að aðildarríkin gæti aðhalds í opinberum fjármálum og leitist við að ná jafnvægi í utanríkisviðskiptum. Til þess er ætlast að aðildarríkin hafi frjálssa samkeppni að leiðarljósi.

Meginmarkmið með sameiginlegum gjaldmiðli er að tryggja undirstöður og draga fram kosti innri markaðar Evrópusambandsins. Sameiginlegur gjaldmiðill auðveldar einstaklingum og fyrirtækjum að bera saman verðlag í öðrum löndum og stuðlar með þeim hætti að samkeppni og aukinni hagkvæmni.

Nauðsynleg forsenda þess að unnt sé að koma á sameiginlegum gjaldmiðli með árangursríkum hætti er að mati evrópskra ráðamanna aukin efnahagsleg samleitni þátttökuríkjanna. Til þess að tryggja þessa samleitni er í Maastricht-sáttmálanum kveðið á um afdráttarlaus efnahagsleg skilyrði eða markmið sem tilvonandi þátttökuríki þurfa að uppfylla áður en þau geta tekið þátt í síðasta áfanga Myntbandalagsins. Skilyrðin, sem væntanleg aðildarríki þurfa að uppfylla, varða fjóra meginþætti efnahagsmála: verðlagsstöðugleika, stöðu opinberra fjármála, festu í gengismálum og vaxtaþróun. Að auki ber þeim að koma á tilteknum skipulagsbreytingum á sviði peningamála er miða að því að tryggja sjálfstæði seðlabanka.

Þótt deilt sé um hagfræðilegar forsendur þessara skilyrða hafa þau þegar haft mikil áhrif á mótun efnahagsstefnu í flestum ef ekki öllum löndum Evrópusambandsins. Mestu varðar þó, að flestra mati, að tryggja efnahagslegan stöðugleika til langs tíma með ábyrgri efnahagsstefnu aðildarríkjanna.

### 1.1.3 Helstu atriði sammingsins um Efnahags- og myntbandalag Evrópu

Segja má að meginatriði sáttmálans um Efnahags- og myntbandalagið, sem samþykktur var í Maastricht, séu þrjú :

\* Lýst er þeim skilyrðum um efnahagslega samleitni sem aðildarríkin þurfa að uppfylla til þess að geta orðið aðilar að Myntbandalaginu og kveðið á um hvaða aðilar skuli um það dæma hvort þessum skilyrðum hafi verið fullnægt.

**Tafla 2. Upphaflegar og endanlegar/áætlaðar EMU tímasetningar**

<i>Upphafleg tímasetning</i>		<i>Endanleg/áætluð dagsetning</i>
13. október 1993	Endanleg samþykkt Maastricht-sáttmálans	13. október 1993
1. nóvember 1993	Gildistaka Maastricht-sáttmálans	1. nóvember 1993
1. janúar 1994	Upphaf annars áfanga EMU og stofnun Peningastofnunar Evrópu	1. janúar 1994
Fyrir árslok 1996	Fyrsti úrskurður Evrópska ráðsins um það hvort meirihluti ESB-landa uppfylli skilyrði fyrir þátttöku í 3. áfanga	Ráðstefna þjóðarleiðtoga í Madrid 1995
1. janúar 1997	Fyrsti hugsanlegur upphafsdagur 3. áfanga. Stofnun Seðlabanka Evrópu og Seðlabankakerfis Evrópu	1. janúar 1999
Fyrir 1. júlí 1998	Síðari úrskurður Evrópska ráðsins um þátttöku í þriðja stigi EMU	Apríllok 1998
1. janúar 1999	Upphaf 3. áfanga (ef ekki 1. jan. 1997). Stofnun Seðlabanka Evrópu. Gengi EMU-gjaldmiðla fest óhagganlega innbyrðis og gagnvart evru	1. janúar 1999
	Útgáfa evru-seðla og -myntar hefst í síðasta lagi	1. janúar 2002
	Gjaldmiðlar aðildarríkja EMU hverfa úr umferð í síðasta lagi	1. júlí 2002

\* Kveðið er á um óhagganlega framvindu fram að stofnun Myntbandalagsins.<sup>2</sup> Þessu skeiði er skipt í þrjá áfanga og kveðið á um aðgerðir í hverjum þeirra.

\* Mælt er fyrir um skipulag og helstu stofnanir Myntbandalagsins og áfanga í uppbyggingu þess.

Í samningnum er skýrt kveðið á um að ferlið sé óbreytanlegt. Bretland og Danmörk fengu þó undanþágu frá þessum ákvæðum og eru sjálfráð hvort þau taka þátt í þriðja stigi Myntbandalagsins.

## 1.2 Skilyrði fyrir aðild að EMU

Skilyrði fyrir þátttöku í þriðja áfanga Myntbandalagsins eru fjögur (eða fimm ef tvíþætt skilyrði um opinber fjármál er greint sundur):

\* Verðlagsstöðugleiki. Verðbólga á einu heilu ári fram til vors 1998 má ekki vera meira en 1 1/2% umfram verðbólgu í þeim þremur löndum þar sem hún er lægst.<sup>3</sup>

\* Staða opinberra fjármála sé traust til lengri tíma litið. Halli á rekstri hins opinbera (1997) má ekki vera meiri en sem nemur 3% af VLF og skuldir hins opinbera ekki meiri en sem nemur 60% af vergrí landsframleiðslu á

markaðsvirði eða stefna nægilega hratt að því marki.

\* Stöðugleiki í gengismálum. Land skal hafa verið aðili að gengissamstarfi Evrópu (ERM) í a.m.k. tvö ár án gengisfellingar og gengi vera innan settra vikmarka.

\* Vaxtamunur. Í eitt ár fram að ákvörðun um þátttöku í þriðja stigi EMU skulu meðalnafnvextir á langtímabréfum ekki hafa verið meira en 2% hærri en í þeim þremur löndum sem hafa lægsta verðbólgu.

Auk þess, sem að framan greinir, er áskilið í Maastricht-sáttmálanum að í seðlabankalögum aðildarríkjanna sé mælt fyrir um hlutverk og skyldur bankanna sem aðildarbanka ESCB. Um þau skilyrði er nánar fjallað síðar í þessum kafla.

Í Maastricht-sáttmálanum (gr. 109j (1)) er kveðið á um að framkvæmdastjórnin og Peningastofnun Evrópu (EMI) skuli skila Evrópska ráðinu skýrslu um það hvernig aðildarríkjunum gengur að uppfylla skilyrði samningsins. Fyrsta skýrsla EMI um þetta kom út í nóvember 1996 undir heitinu Progress Towards Convergence 1996.<sup>4</sup> Þar kemst EMI að þeirri niðurstöðu að verulegum árangri hafi verið náð í verðlags- og vaxtaþróun, en of hægt miði um aðhald í rekstri hins opinbera. Fæst

aðildarríkin séu í þeirri stöðu sem kalla mætti sjálfbæra (e. sustainable) til miðlungslangs tíma. Vakin er athygli á því að ekki sé nóg að ígrunda bókhaldslegt réttmæti þeirra aðgerða sem gripið er til, heldur þurfi að meta innihald þeirra.<sup>5</sup> Samkvæmt túlkun EMI á Maastricht-skilyrðunum ber að líta á öll skilyrðin sem jafngild; aðildarríkin þurfi að uppfylla þau öll í bókstaflegri merkingu.<sup>6</sup> Efnidir skilyrðanna ber að meta á grundvelli fyrirliggjandi gagna, en ekki áætlunar eða spár. Ennfremur er af hálfu EMI lögð á það áhersla að væntanleg aðildarríki verði að uppfylla skilyrðin með varanlegum hætti en ekki einungis í brád á tilteknum tíma.

Þótt sýnt sé að EMI hallist að bókstaflegri túlkun skilyrðanna er það endanlega í höndum þjóðarleiðtoga að túlka samninginn. Eftir umræðu í fjölmiðlum að dæma virðist það álit flestra að þegar til kastanna kemur muni nokkurt tillit verða tekið til kringumstæðna við túlkun skilyrðanna, m.a. áhrifa hagsveiflunnar. Þannig gæti land, sem býr við nokkru meiri halla í rekstri hins opinbera en nemur 3% af landsframleiðslu, hugsanlega fengið aðild á þeirri forsendu að hagvöxtur hafi verið minni en talið er að sé mögulegur til lengri tíma. Ýmsir hafa reyndar gagnrýnt það að viðmiðunarmörk í sáttmálanum skuli ekki vera sveigjanleg með tilliti til hagsveiflunnar.<sup>7</sup> Bent hefur verið á að óeðlilega ströng og ósveigjanleg skilyrði geti orðið til þess að of mikil áhersla verði lögð á skammtímalausnir, t.d. skattahækkanir eða niðurskurð opinberrar fjárfestingar, fremur en aukið aðhald í útgjöldum til mála sem eru erfiðari viðureignar.<sup>8</sup> Texti Maastricht-sáttmálans um skuldir hins opinbera býður hins vegar upp á nokkuð sveigjanlega túlkun; þar segir að skuldir hins opinbera skuli vera undir 60% af landsframleiðslu eða úr þeim dragi svo ört að staðan nálgist viðmiðunarmörkin nægilega hratt. Það er því alls ekki óhugsandi, ef pólitískur vilji er fyrir hendi, að jafnvel Ítalía geti fengið aðild þótt opinberar skuldir hafi við síðustu úttekt EMI numið 123,4% af landsframleiðslu; það er langt yfir viðmiðunarmörkunum, en þó rúmlega 1% minna en árið áður.<sup>9</sup> Eftir að annar áfangi EMU hófst árið 1994 skal framkvæmdastjórnin og

Evrópska ráðið kanna árlega jöfnuð í rekstri hins opinbera í aðildarríkjunum til þess að meta hvort þar skorti á aðhald í opinberum fjármálum (e. excessive deficit procedures). Árið 1995 voru einungis Danmörk, Lúxemborg og Írland talin geta fallið undir ákvæði Maastricht-sáttmálans um fullnægjandi aðhald í opinberum fjármálum, en búist er við því að Holland hafi einnig uppfyllt þetta skilyrði árið 1996. Í Danmörku og Írlandi nema skuldir hins opinbera þó meira en 60% af landsframleiðslu, en lækkun þeirra er talin nægilega ör.<sup>10</sup> Lækkun opinberra skulda er ekki hið eina sem býður upp á sveigjanlega túlkun því að í Maastricht-sáttmálanum (gr. 104b 3) er kveðið á um að fullnægi land ekki skilyrðum um opinberan jöfnuð og skuldir geti framkvæmdastjórnin í skýrslu sinni til Evrópska ráðsins litið til þess hvort halli hins opinbera sé meiri en nemur fjárfestingu (þ.e.a.s. hvort framlag hins opinbera til þjóðhagslegs sparnaðar sé jákvætt eða neikvætt), ennfremur til þess hvernig horfir í rekstri hins opinbera og til annarra þátta sem máli skipta.

Að því er varðar gengisskilyrði kom upp ný staða eftir að vikmörk í ERM voru víkkuð í  $\pm 15\%$  árið 1993. Meirihluti EMI-ráðsins og ýmis aðildarríki halda enn fast í bókstaflega túlkun Maastricht-sáttmálans um að formleg aðild að ERM sé nauðsynleg, en Svíar hafa t.d. lýst sig ósammála þeirri túlkun. Í skýrslu EMI (sjá síðar) frá því í nóvember segir að EMI telji á þessu stigi ekki viðeigandi að skera úr um ákvæði Maastricht-sáttmálans um gengisstöðugleika.<sup>11</sup> Það er því enn mjög óvíst hvernig það ákvæði verður túlkað. Bæði Finnar og Ítalir hafa talið vissara að gerast aðilar að ERM, en erfitt er að sjá með hvaða rökum hinir pólitísku leiðtogar geta hafnað aðild ríkis sem hefur að öðru leyti uppfyllt Maastricht-skilyrðin og hefur í reynd búið við gengisstöðugleika þótt um formlega ERM aðild hafi ekki verið að ræða. Einkum gæti það orðið erfið pólitísk ákvörðun ef þjóðir, sem standa verr að vígi að því er önnur skilyrði varðar, fengju aðild.

Þegar dregur nær upphafi þriðja áfanga EMU ræðst þróun langtímavaxtamunar æ meir af hugboði markaðarins um líkur á aðild hlut-

**Tafla 3. Efnidir Maastricht-skilyrðanna**

	Verðbólga <sup>1</sup>		Jöfnuður hins opinbera <sup>2</sup>				Skuldir hins opinbera <sup>3</sup>			Langtímavextir <sup>4</sup>	
			Óhófl. halli		Frávik		Frávik			Frávik	
	1997	1996	skv. 1997	Maa-1997	skv. 1997	Maa-1997	1997	1997	19. mars 1997	Maa-1997	
Viðmiðunargildi	2,6	3,1	-3,0	-3,0	-	60,0	60,0	-	8,5	-	
Belgía	1,6	2,4	<b>-3,4</b>	já	-2,9	0,1	<b>130,2</b>	127,1	67,1	6,0	-2,5
Danmörk	2,2	2,5	-1,6		-0,1	2,9	<b>70,0</b>	<b>67,3</b>	7,3	6,7	-1,8
Þýskaland	1,3	1,9	<b>-3,9</b>	já	<b>-3,3</b>	-0,3	<b>60,3</b>	<b>61,5</b>	1,5	5,9	-2,6
Grikkland	<b>8,4</b>	<b>6,9</b>	<b>-7,6</b>	já	<b>-5,1</b>	-2,1	<b>110,7</b>	<b>107,7</b>	47,7	<b>10,5</b>	2,0
Spánn	<b>3,8</b>	2,8	<b>-4,4</b>	já	<b>-3,2</b>	-0,2	<b>69,3</b>	<b>68,6</b>	8,6	7,2	-1,3
Frakkaland	2,1	1,5	<b>-4,1</b>	já	<b>-3,4</b>	-0,4	56,4	57,9	-2,1	5,8	-2,7
Írland	2,1	2,2	-1,0		-1,6	1,4	<b>76,4</b>	<b>72,3</b>	12,3	7,0	-1,5
Ítalía	<b>4,7</b>	2,7	<b>-7,4</b>	já	<b>-4,0</b>	-1,0	<b>125,1</b>	<b>123,0</b>	63,0	7,8	-0,7
Lúxemborg	1,3	2,0	-0,1		-0,1	2,9	5,9	5,7	-54,3		
Holland	1,2	2,6	-2,1	?	-2,0	1,0	<b>78,5</b>	<b>75,7</b>	15,7	5,8	-2,7
Austuríki	1,7	1,9	<b>-4,0</b>	já	-3,0	0,0	<b>70,0</b>	<b>71,1</b>	11,1	5,8	-2,7
Portúgal	<b>3,0</b>	2,7	<b>-4,0</b>	já	-2,9	0,1	<b>71,1</b>	<b>69,6</b>	9,6	7,1	-1,4
Finland	0,9	1,3	-2,9	já	-1,9	1,1	58,0	58,7	-1,3	6,2	-2,3
Svíþjóð	1,6	2,3	-3,0	já	-1,7	1,3	<b>78,6</b>	<b>76,0</b>	16,0	7,4	-1,1
Bretland	<b>3,0</b>	2,5	<b>-4,0</b>	já	<b>-3,1</b>	-0,1	49,2	49,4	-10,6	7,6	-0,9
Evrópusambandið	2,7	2,3	-4,5	-	-3,2	-0,2	73,5	73,3	13,3	6,6	-1,9

1. Í fremra dálki eru tölur sem notaðar voru í skýrslu EMI (convergence report) frá október 1996. Þar er stuðst við bráðabirgðavísitölu sem notuð var á undan þeirri samhæfðu neysluverðsvísitölu Evrópusambandsríkjanna sem framvegis verður notuð. Feitletraðar tölur tákna að land hafi ekki fullnægt Maastricht-skilyrðunum. 2. Hlutfall af landsframleiðslu. 3. Hlutfall af landsframleiðslu. Feitletraðar tölur sýna að stöngustu túlkun Maastricht-skilyrðanna hafi ekki verið fullnægt. Í spá IMF fyrir 1997 er ekki tekið tillit til sérstakra aðhaldsaðgerða sem stjórnvöld hafa tilkynnt að gripið verði til. 4. Vextir tíu ára bréfa eða því sem næst.

aðeigandi ríkis.<sup>12</sup> Við stöðumat EMI í nóvember, sem byggt er á gögnum fyrir tímabilið frá október 1995 til september 1996, reyndust langtímavextir þeirra þriggja landa, sem búa við lægsta verðbólgu, á bilinu 6,3-7,4% og viðmiðunargildið 8,7%. Í ellefu löndum voru vextir lægri en viðmiðunargildið, þ.e.a.s. í öllum aðildarlöndum að Spáni, Portúgal, Ítalíu og Grikklandi undanskildum. Þótt vaxtabilið í þessum löndum hafi verið umtalsvert fór það nokkuð ört minnkandi á viðmiðunartímabilinu. Talið er að hvort tveggja, væntingar um lægri verðbólgu og auknar líkur á aðild flestra þessara ríkja að Myntbandalaginu, hafi stuðlað að þessu.

Samkvæmt stöðumati EMI í nóvember 1996 var verðbólga lægst í Finnlandi (0,9%), Hollandi (1,2%) og Þýskalandi (1,3%). Meðaltal (óvegið) verðbólgu í þessum þremur löndum að viðbættum 1,5% gefur viðmiðunargildið 2,6%.<sup>13</sup> Tíu lönd voru undir þeim

viðmiðunarmörkum, en fimm yfir þeim.<sup>14</sup> Síðan hefur verðbólga minnkað verulega í löndunum fimm, og má segja að 2,6% mörkin séu innan seilingar í öllum ríkjum nema Grikklandi.

Auk þess sem að framan greinir er áskilið í Maastricht-sáttmálanum (109. gr.) að framkvæmdastjórnin og EMI taki í skýrslu sinni tillit til þróunar ECU, afleiðinga markaðs-samþættingar, ástands og þróunar greiðslujafnaðar, raungengis (launa) og annarra verðvísitalna. Engar tölulegar viðmiðanir eru beinlínis tilgreindar um þessa þætti. Sum þessara atriða hafa sterk tengsl við meginskilyrðin fjögur, en önnur má líta á sem sjálfstæðar vísbendingar.

### 1.3 Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálinn

Veigamikill þáttur þeirrar umræðu um kosti og galla peningalegs samruna innan Evrópusambandsins, sem átt hefur sér stað á

síðustu árum, hefur snúist um þann háska er kynni að steðja að Myntbandalaginu vegna hallareksturs og skuldaföfnunar aðildarríkjanna. Þótt Maastricht-skilyrðin eigi að tryggja viðunandi stöðu við upphaf Myntbandalagsins varðar vitaskuld mestu hvaða áhrif það hefur á rekstur hins opinbera til frambúðar. Að sumra áliti nægir hið sjálfvirka aðhald sem sameiginlegur gjaldmiðill veitir sökum skertra möguleika stjórnvalda til að leggja „verðbólguáskatt“ á þegna sína. Aðrir vantreysta slíkri sjálfkrafa aðhaldssemi og hafa talið nauðsynlegt að setja með formlegum hætti skorður við opinberum hallarekstri aðildarríkjanna. Í sjálf-um Maastricht-sáttmálanum er nokkuð fjallað um skyldur aðildarríkja á sviði opinberra fjármála og viðbrögð við óhóflegum hallarekstri. Sá texti er hins vegar ekki talinn nægilega afdráttarlaus. Einkum hafa Þjóðverjar lagt áherslu á þá kröfu að þátttökuskilyrði um halla og skuldir hins opinbera gildi áfram eftir að þriðji áfangi Myntbandalagsins hefst.

Þessar tillögur, sem upphaflega voru lagðar fram af fjármálaráðherra Þýskalands (Waigel), hafa nú í meginatriðum náð fram að ganga í formi málamiðlunar sem samþykkt var á Dyflinnarráðstefnu þjóðarleiðtoga Evrópusambandsins í desember 1996 og staðfest á leiðtogafundi í Amsterdam í júní 1997. Þar eru skilgreind helstu atriði stöðugleikasáttmálans sem er í meginatriðum byggður á tillögum Þjóðverja, en þó með nokkrum tilslökunum á sjálfvirkni viðurlaga vegna of mikils halla. Því munu Maastricht-skilyrðin um hallarekstur og skuldaföfnun hins opinbera gilda áfram, þ.e.a.s. að hallarekstur hins opinbera megi mestur vera 3% af landsframleiðslu og skuldir hins opinbera mest 60% af landsframleiðslu. Evrópska ráðið og framkvæmdastjórnin munu fylgjast með stöðu opinberra fjármála með tilliti til þessara viðmiðana. Fari halli hins opinbera í aðildarríki yfir tilskilin mörk verður stighertum viðurlögum beitt. Viðurlögin geta verið í formi kröfu um aukna upplýsingagjöf (t.d. fyrir opinbera skuldbréfaútgáfu), frestunar á lánveitingum Evrópska fjárfestingarbankans (EIB) eða kröfu um vaxtalaust innlegg.

Stöðugleikasáttmálinn, sem heitir formlega Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálinn eftir

ráðstefnuna í Dyflinni, er fólgin í tveimur reglugerðum, annars vegar reglum um eftirlit með opinberum fjármálum aðildarríkjanna, hins vegar reglum um viðurlög vegna óhóflegs halla. Samkvæmt stöðugleikasáttmálanum munu aðildarríki EMU setja sér markmið til nokkurra ára um jöfnuð eða afgang á rekstri hins opinbera, svokallaða stöðugleikaáætlun. Þar er lýst spá stjórnvalda um halla og skuldir og næmleika þessara áætlana fyrir breyttum efnahagsforsendum. Þessi markmið stjórnvalda verða gerð opinber. Fari halli hins opinbera, raunverulegur eða spá um hann, yfir 3% mörkin ber framkvæmdastjórninni að skera úr um hvort hann sé talinn óhóflegur. Framkvæmdastjórnin getur komist að þeirri niðurstöðu að svo sé ekki ef ástæður hallans eru óvenjulegir atburðir sem ekki er á valdi stjórnvalda að ráða við, t.d. náttúruhamfarir. Til viðbótar er kveðið á um nokkrar viðmiðanir sem eiga að auðvelda framkvæmdastjórninni að skera úr um hvort halli hins opinbera teljist innan hóflegra marka enda þótt hann sé yfir 3%:

\* Halli umfram 3% af landsframleiðslu telst óhóflegur nema landsframleiðsla hafi dregist saman um 2% eða meira.

\* Sé halli umfram 3%, en samdráttur landsframleiðslu minni en 2%, getur nefnd fjármála- og efnahagsráðherra Evrópusambandsins (ECOFIN), að fenginni tillögu framkvæmdastjórnarinnar, engu að síður komist að þeirri niðurstöðu að hallinn sé ekki óhóflegur. Þá hefur nefndin talið hallann óvenjulegan og stafa af alvarlegum samdrætti vegna ytri aðstæðna. Samdráttur landsframleiðslu telst þó ekki alvarlegur sé hann minni en 0,75%.

Samkvæmt ofangreindu má segja að viðurlögum verði beitt nokkurn veginn sjálfvirk sé samdráttur minni en 0,75%.<sup>15</sup> Sé samdráttur á bilinu 0,75% til 2% þarf að leggja á það mat hvort halli sé óhóflega mikill, en sé samdráttur meiri en 2% verður land undanþegið viðurlögum. Komist fjármálaráðherrarnir að þeirri niðurstöðu að halli hins opinbera sé of mikill munu þeir leggja fyrir hlutaðeigandi ríki tillögur um leiðréttingu, og verður þá gefinn 4 mánaða frestur til viðeigandi ráðstafana. Sé

ekki gripið til þeirra innan tilskilins frests mun ECOFIN ákveða að beita viðurlögum innan 10 mánaða frá birtingu gagna um landsframleiðslu og halla hins opinbera umfram 3%. Til þess þarf aukinn meirihluta. Ef koma á í veg fyrir að viðurlögum sé beitt þarf ríki að leggja fram skýrar tillögur um það hvernig dregið verði úr hallanum. Verði hins vegar brestur á framkvæmd þeirra, t.d. sökum þess að stjórnvöldum mistekst að tryggja tillögunum tilskilinn meirihluta á þjóðþingi, tekur ECOFIN málið upp og beitir viðurlögum.<sup>16</sup>

Komi til viðurlaga munu þau í fyrstu felast í vaxtalausum innleggi sem nemur 0,2% af landsframleiðslu. Fyrir hvert prósentustig, sem halli hins opinbera fer fram úr 3%, bætist 0,1% við, allt að 0,5% hámarki. Innleggi þessu verður breytt í sekt sé hallinn enn umfram 3% eftir 2 ár.<sup>17</sup>

Eitt þeirra úrlausnarefna, sem enn eru óleyst, er ráðstöfun þeirra sekta sem aðildarríki kynnu að þurfa að inna af hendi. Samkvæmt sáttmálanum skulu sektargreiðslur ekki renna inn í fjárhag Evrópusambandsins. Til greina kæmi að láta þær renna til annarra aðildarríkja EMU. Þá gæti hins vegar komið upp vandi ef svo færi að flest eða öll aðildarríki EMU yrðu beitt sektum samtímis. Sektirnar rynnu þá milli aðildarríkjanna á víxl án verulegra áhrifa á fjárhag hvers og eins þeirra.

Síðastliðna 2-3 áratugi hafa ríki Evrópu nær samfellt búið við meiri halla hins opinbera en kveðið er á um í Maastricht-skilyrðunum, og hlutfall skulda hins opinbera af landsframleiðslu hefur tvöfaldast á síðustu 20 árum. Það mun því verða ögrandi viðfangsefni að uppfylla skilyrðin. Hitt er annað mál að víða eru skuldir hins opinbera orðnar svo miklar að það eitt myndi knýja ríki til aðgerða, jafnvel án þess að EMU kæmi til. Takist ríkjum að uppfylla skilyrði stöðugleikasáttmálans mun það án efa hafa víðtæk efnahagsleg áhrif eins og vikið verður að síðar.<sup>18</sup>

#### **1.4 Samskipti Myntbandalagsins og ríkja utan þess**

Í frumgerð Maastricht-sáttmálans er ekki lýst sambandi Efnahags- og myntbandalagsins

við þau Evrópusambandsríki sem ekki fá aðild að Myntbandalaginu frá upphafi, annaðhvort sökum þess að þau hafa kosið að vera utan þess eða þau hafa ekki fullnægt öllum skilyrðum. Þar segir hins vegar að samband EMU-ríkja við ESB-ríki utan EMU skuli skýrt áður en kemur til þriðja áfanga Myntbandalagsins. Í sáttmálanum er þó kveðið á um að ríki, sem hefur ekki fengið aðild í upphafi, geti farið fram á að athugað verði á tveggja ára fresti hvort það fullnægi þá þátttökuskilyrðum. Um gjaldmiðlasamband ríkja utan Evrópusambandsins við evru-löndin ríkir enn meiri óvissa. Hugsanlegt er að vextir í löndum, þar sem ekki tekst að fullnægja samleitniákvæðum Maastricht-sáttmálans fyrir tilskilinn tíma, muni hækka eftir að ákvörðun hefur verið tekin um aðild fyrri hluta árs 1998. Til þess að draga úr slíkum tilhneigingum er gert ráð fyrir að í stað núverandi gengissamstarfs í formi ERM verði komið á nýju kerfi er gegni svipuðu hlutverki.

##### *1.4.1 ERM II*

Nokkur ágreiningur hefur verið um hvort þörf sé á að halda áfram formlegu gengissamstarfi milli EMU-landa og annarra landa í þriðja áfanga bandalagsins. Bretar hafa verið því andsnúnir að þátttaka í formlegu samstarfi verði gerð að skyldu og ekki talið það nauðsynlegt svo fremi að góðri efnahagsstefnu sé fylgt. Vegna andstöðu Breta verður þátttaka í því samstarfi, sem tekur við af ERM, ekki gerð að skyldu. Flest önnur ríki hafa talið að formlegt samstarf um gengismál muni gegna mikilvægu hlutverki sem viðmiðun góðrar efnahagsstjórnar og aðgerða gegn ótilhlýðilegum markaðsþrýstingi sem ekki grundvallast á undirliggjandi efnahagsþróun.

Á ráðstefnu þjóðarleiðtoga Evrópusambandsríkja, sem haldin var í Dyflinni í desember 1996, var tekin ákvörðun um meginatriði frekara gengissamstarfs eftir að þriðji áfangi EMU hefst í janúar 1999. Það samstarf verður að tvennu leyti frábrugðið því fyrirkomulagi sem nú er.

\* Engin miðgildi eða sveiflumörk verða skilgreind milli einstakra gjaldmiðla þeirra ríkja sem taka þátt í ERM II, heldur verða

miðgildi og sveiflumörk allra gjaldmiðla skilgreind gagnvart evrunni. Þetta kerfi mætti því kalla miðlægt kerfi, en núverandi kerfi, þar sem miðgildi og vikmörk eru skilgreind gagnvart öllum gjaldmiðlum kerfisins, fjölparakerfi (e. parity grid).

\* Önnur veigamikil breyting felst í því að Seðlabanki Evrópu og aðrir seðlabankar munu hafa rétt til þess að hætta einhliða inngripum til stuðnings veikum gjaldmiðli telji þeir hana ekki samrýmast þeirri skyldu bankanna að tryggja verðstöðugleika innan Myntbandalagsins. Að öðru leyti er meginreglan sú að inngrip séu ótakmörkuð á ytri mörkum leyflegs fráviks frá miðgildi.

Miðgildi gagnvart evrunni verða ákveðin með samráði fjármálaráðherra EMU-ríkjanna, Seðlabanka Evrópu og ríkisstjórna og seðlabanka þeirra aðildarríkja sem standa utan EMU.

Þeim kostum, sem til greina koma við skilgreiningu á miðgildi, inngripaháttum (intervention mechanism) og fjármögnun inngripa, er lýst í skýrslu EMI til Evrópska ráðsins í október 1996.<sup>19</sup>

#### 1.4.1.1 Gengiskerfi, miðgildi og vikmörk

Fyrir Dyflinnarráðstefnuna var í meginatriðum rætt um tvenns konar hugmyndir um gengiskerfi:

\* Miðlægt kerfi („hub and spokes“ approach) felst í því að hvort tveggja, vikmörk og miðgildi allra gjaldmiðla landa utan EMU, er skilgreint með tilliti til evru.<sup>20</sup>

\* Fjölpara kerfi („parity grid“ approach) felst í því að vikmörk og miðgildi eru skilgreind fyrir hvern gjaldmiðil gagnvart öllum öðrum gjaldmiðlum í gengissamstarfinu, þar á meðal evrunni. Í grundvallaratriðum er þetta það kerfi sem ERM styðst nú við.

Leiðtogaarástefna Evrópusambandsins í Dyflinni tók af skarið um að velja miðlægt kerfi. Það útilokar þó ekki að ýmis afsprengi eða millistig við þessi meginkerfi komi fram, t.d. miðlægt kerfi þar sem tvíhliða vikmörk og miðgildi eru skilgreind milli sumra utan-evrugjaldmiðla, en ekki allra.

Ástæða þess að miðlægt kerfi er valið er umfram allt sú grunnfesta evrunnar sem í

kerfinu felst og gerir markmið um samleitni gegnsærri en ella. Þótt sveiflumörk frá miðgildi hafi ekki verið ákveðin er þess vænst að þau verði fremur víð, e.t.v.  $\pm 15\%$  eins og nú gildir innan ERM. Einstökum ríkjum verður þó heimilt að ákveða þrengri tvíhliða sveiflumörk gagnvart öðrum gjaldmiðli eða gjaldmiðlum. Samstaða hefur verið um nokkur megin sjónarmið:

\* Skipulag gengismála verður að samræmast meginmarkmiði peningastefnunnar um verðstöðugleika. Gengissamstarfið má ekki hindra Seðlabanka Evrópu í að gegna frumskyldu sinni.

\* Evran verði grunnfesta peningamálastefnunnar í öllu Evrópusambandinu.

\* Sveigjanleiki í kerfinu verður að vera nægilegur til þess að þjóna ólíkum leiðum landa utan EMU að efnahagslegri samleitni.

\* Til þess að forðast alvarlegt misræmi gengisþróunar og undirstöðu efnahagsþróunar verði nauðsynleg aðlögun á miðgengi gerð tímanlega. Þannig verði þátttökuríkjum og Seðlabanka Evrópu gert kleift að setja í trúnaði af stað ferli til þess að endurskoða miðgildi. Ákvörðun um að setja viðbótarvikmörk (innri), t.d. í einhvers konar afsprengi af miðlægu kerfi, sé hins vegar á valdi þeirra landa sem eiga hlut að máli, þó að höfðu samráði við önnur lönd utan Myntbandalagsins.

\* Tryggja þarf að öll lönd sitji við sama borð gagnvart samleitniskilyrðunum, þ.á m. skilyrðunum um gengisþróun.

Ákvörðun um miðgildi verður tekin að höfðu samráði allra landa, sem hlut eiga að máli, og Seðlabanka Evrópu. Hugsanlegt er að sum lönd kjósi að setja sér þrengri vikmörk gagnvart evrunni en almennt verður kveðið á um, líkt og nú gildir um hollenskt gyllini, belgíska franka og austurríska shilling gagnvart þýsku marki.<sup>21</sup> Náið samflot með evru af því tagi má hugsa sér hvort heldur sem formleg vikmörk, með tilheyrandi reglum um inngrip og fjármögnun þeirra, eða sem sérsniðið (ad hoc) samband sem gæti verið með ýmsum hætti hvað varðar vikmörk, tegund staðfestu (e. type of commitment) og möguleika til inngripa og fjármögnunar þeirra.<sup>22</sup> Ákvörðun um formleg þrengri vikmörk yrði tekin á



fjölbjódlegum grundvelli.<sup>23</sup>

Ljóst er að fyrir hverja vídd vikmarka, sem valin er, felur miðlæga kerfið í sér u.þ.b. helmingi víðari tvíhliða vikmörk en fjölpara kerfi. Það hefur þann kost að meira svigrúm gefst til aðlögunar að sérstökum ytri áföllum eða tímabundinni ofvirkni markaðarins. Einnig telja margir (sérstaklega með tilvísun til reynslunnar af ERM 1992-1993) að of þröng vikmörk geri kerfið berskjaldaðra fyrir spákaupmennsku. Hins vegar gætu of víð vikmörk haft neikvæð áhrif á samleitni-þróunina.

Samhæfing efnahagsstefnu innan ERM-II verður í höndum Efnahags- og fjárhagsnefndarinnar og framkvæmdastjórnarinnar. Seðlabanki Evrópu mun einnig hafa eftirlit með framgangi gengissamstarfsins, samhæfa stefnuna á sviði peninga- og gengismála og stjórna inngrípum og fjármögnun þeirra.

#### 1.4.1.2 Inngrípaheittir

Sökum þess að miðlægt kerfi var valið munu inngríp ávallt eiga sér stað með kaupum og sölu evru gegn þeim gjaldmiðli sem í hlut á. Ennfremur er reiknað með að þau yrðu þá nánast sjálfvirk og ótakmörkuð á ytri vikmörkum. Seðlabanki Evrópu getur hætt inngrípum og fjármögnun þeirra, teljist frekari aðgerðir af því tagi andstæðar frumskyldu hans. Ekki er talið rétt eða gerlegt að lýsa því formlega við hvaða aðstæður Seðlabanki Evrópu eða seðlabanki aðildarlands myntsamstarfsins gæti látið af inngrípum (á ytri mörkum), en vísað til varúðarákvæða í gr. 105 og 107 í Maastricht-sáttmálanum. Gert er ráð fyrir að aðildarríki tilkynni Seðlabanka Evrópu, hlutaðeigandi landi og öðrum aðildarríkjum myntsamstarfsins (utan EMU) um áform sín með eins góðum fyrirvara og frekast er unnt.

Veruleg inngríp innan vikmarka (e. intra-marginal intervention) yrðu eins og í núverandi ERM háð því að seðlabanki, sem gefur út hlutaðeigandi gjaldmiðil, hafi veitt samþykki sitt. Þó er hugsanlegt að mörk þeirrar fjárhæðar, sem krefst samþykkis, gætu verið eitthvað hærri en nú er gagnvart þýsku marki. Varðandi þrengri vikmörk einstakra mynta er samstaða um að sömu reglur gildi um inngríp á innri

vikmörkum og á ytri vikmörkum. Inngríp innan þeirra vikmarka yrði samkomulagsatriði á milli hlutaðeigandi seðlabanka og Seðlabanka Evrópu.

#### 1.4.1.3 Fjármögnun inngrípa

Gert er ráð fyrir að skammtímalánafyrirgreiðslu núverandi kerfis (Very Short Term Facility, VSTF) verði haldið áfram undir ERM II, fjárhæðir verði færðar í gjaldmiðli lánveitenda, sem venjulega yrði evra, og ávöxtun miðist við dæmigerða þriggja mánaða peningamarkaðsvexti og viðeigandi gjaldmiðil.<sup>24</sup> Endurgreiðslutími yrði hinn sami og nú er eða 2½-3½ mánuðir. Notkun VSTF til inngrípa innan vikmarka verður að öllum líkindum einnig haldið áfram í meginatriðum. Hins vegar hefur EMI lagt til að Skammtímapeningahjálparkerfið (Short-Term Monetary Support Mechanism, STMS) verði lagt niður.

#### 1.4.2 Möguleikar utanbandalagsríkja á gengissamvinnu við Myntbandalagið

Innan Evrópusambandsins hefur enn sem komið er lítið verið hugað að hugsanlegri samvinnu á sviði gengismála við ríki utan þess, enda hafa aðildarríkin átt fullt í fangi með að ákveða fyrirkomulag á samvinnu innan bandalagsins. Hvaða möguleikar utanbandalagsríkjum muni standa til boða er því óvíst enn sem komið er. Því má þó slá föstu að löndum utan Evrópusambandsins muni hvorki standa til boða aðild að Myntbandalaginu né ERM-II í fyrirsjáanlegri framtíð. Það er þó ekki ósennilegt að t.d. ríkjum A-Evrópu, sem hafa sótt um aðild að Evrópusambandinu, verði boðið upp á einhvers konar samstarf í gengismálum áður en til aðildar þeirra kemur. Ekki er heldur óhugsandi að einhvern tíma muni EFTA-löndin, sem aðild eiga að EES, taka upp nánara samstarf á sviði gengismála. Það er hins vegar ólíklegt að línur fari að skýrast í þeim efnunum fyrr en eftir að lokaáfangi Myntbandalagsins hefst, enda erfitt um vik að semja um slíkt á meðan enn ríkir óvissa um þátttöku Evrópusambandsríkja í EMU. Óvissu um EMU verður í raun ekki að fullu eytt fyrr en að loknum umbreytingartímanum árið 2002. Þótt líkur á spákaupmennsku gegn ólíkum tjáning-

arformum evrunnar á umskiptatímabilinu ættu að minnka verulega eftir að Seðlabanki Evrópu tekur við stjórn peningamála allra aðildarríkja verður ekki útilokað að slík staða gæti komið upp, t.d. ef efasemda gætti um vilja aðildarríkis til áframhaldandi þátttöku. Það er því ólíklegt að ECB vilji dreifa kröftum sínum og flækja málin með því að takast á hendur skuldbindingar gagnvart ríkjum utan Evrópusambandsins. Ákvarðanir utanbandalagsríkja um tengsl við EMU-svæðið verða því væntanlega teknar einhliða af stjórnvöldum hlutaðeigandi landa fyrst í stað. Ýmiss konar fyrirkomulag kemur til greina, en helstu kostir eru þessir:

\* að láta gjaldmiðil hlutaðeigandi lands fljóta án verulegra afskipta, en taka upp annaðhvort verðbólgu- eða peningamagns-markmið.

\* að taka einhliða upp nánari tengingu við evru eða jafnvel fastgengi gagnvart evrunni einni.

\* að taka upp harðari fastgengisstefnu gagnvart evru með því að koma á fót myntráði, þ.e.a.s. fylgja þeirri reglu að gefa út gjaldmiðil einungis í skiptum fyrir evrur.

\* að lögleiða notkun evrunnar í viðskiptum einhliða líkt og Panama notar Bandaríkjadal.

Allt eru þetta kostir sem Ísland mun einnig standa frammi fyrir, og verður fjallað nánar um hvern og einn þeirra í því samhengi síðar í skýrslunni.

### **1.5 Tímaáætlun, áfangar og helstu ákvörðunaratriði fram til 2002**

Atburðarásin til stofnunar Myntbandalags Evrópu er skilgreind í Maastricht-sáttmálanum með tilliti til þriggja tímasettra áfanga:

\* Í fyrsta áfanga, til ársloka 1993, skyldi afnema þær takmarkanir á fjármagnshreyfingar sem eftir eru, setja fram samleitniáætlanir einstakra ríkja undir eftirliti ráðherra-ráðsins og framkvæmdastjórnarinnar. Áætlunin um sameiginlegan markað skyldi koma til fullrar framkvæmdar á tímabilinu.

\* Í öðrum áfanga, sem hófst 1. janúar 1994 og mun væntanlega ljúka í ársbyrjun 1999, skyldi stofnuð sjálfstæð Peningastofnun Evrópu (European Monetary Institute, EMI),

en stjórn peningamála vera í höndum yfirvalda einstakra ríkja enn um sinn. Meðal markmiða Peningastofnunarinnar er að samhæfa stefnu Seðlabanka Evrópu og búa í haginn fyrir framkvæmd sameiginlegrar peningastefnu og sameiginlegan gjaldmiðil. Peningastofnun Evrópu er einnig ætlað að takast á hendur hlutverk Peningasamvinnusjóðs Evrópu (European Monetary Cooperation Fund, EMCF) sem áður var í umsjón Alþjóðagreiðslubankans í Basel (BIS). EMI hefur yfirumsjón með greiðslumiðlun fyrir evrópsku mynteininguna, ECU. Seðlabankar Evrópu-sambandsríkja geta fært hluta gjaldeyrisforða síns yfir til EMI, sem fer þá með umbod þeirra.

\* Í upphafi þriðja áfanga verður gengi gjaldmiðla einstakra þátttökuríkja EMU endanlega og óafturkallanlega fest gagnvart hinum nýja gjaldmiðli, og núverandi ECU-karfa mun verða að raunverulegum gjaldmiðli, evrunni.<sup>25</sup> Peningastofnun Evrópu verður lögð niður, en Seðlabanki Evrópu kemur í hennar stað. Endanlegar tímasetningar einstakra atburða í þriðja áfanga voru ekki ákveðnar í sjálfum Maastricht-sáttmálanum, en nú hefur m.a. verið ákveðið að útgáfa evruseðla og -myntar verði í síðasta lagi í ársbyrjun 2002.

Tímasetning upphafs þriðja áfanga var samkvæmt Maastricht-sáttmálanum tvíþætt. Þar segir að umskiptin frá öðrum áfanga til hins þriðja geti í fyrsta lagi orðið 1997, hafi meirihluti aðildarríkja uppfyllt skilyrðin. Ef ekki, eins og raun varð á, skuli þau ríki sem fullnægja skilyrðunum hefja þriðja áfanga Myntbandalagsins 1. janúar 1999.<sup>26</sup> Í því tilfelli er þjóðarleiðtogum falið að kveða á um hvaða lönd uppfylli skilyrði aðildar fyrir 1. júlí 1998.<sup>27</sup> Engin ákvæði eru um lágmarksfjölda þátttökuríkja þegar svo stendur á þótt flestir telji að Myntbandalagið geti tæpast orðið að veruleika án þátttöku a.m.k. Þýskalands og Frakklands.<sup>28</sup> Ljóst er að nokkuð erfið staða kann að koma upp takist t.d. Þýskalandi ekki að uppfylla Maastricht-skilyrðin. Samkvæmt bókstafnum skal þriðji áfangi hefjast 1. janúar 1999 án tillits til fjölda eða stærðar þátttökuríkja. Frestun krefðist breytinga á Maastricht-sáttmálanum sem yrði þá í sumum tilfellum að bera undir þjóðaratkvæði og gæti

leitt til mikils óróa á fjármálamörkuðum. Eftir því sem nær dregur upphafi þriðji áfanga og opinberir aðilar jafnt sem fyrirtæki hafa varið meira fé í undirbúning fyrir EMU verður slík frestun sífellt erfiðari, áhættusamari og ólíklegri.

Lokaákvörðun um hvaða lönd geta tekið þátt í þriðja áfanga Myntbandalagsins verður væntanlega tekin vorið 1998 af þjóðarleiðtogum aðildarríkjanna að fengnum tillögum ráðherraráðsins og skýrslum Evrópska ráðsins og Peningastofnunar Evrópu (EMI). Í þessum skýrslum verður greint frá og lagt mat á árangur aðildarríkjanna hvað varðar þróun í átt til varanlegrar efnahagslegrar samleitni, með tilliti til þeirra samleitnimælikvarða sem kveðið er á um í 109. gr. Maastricht-sáttmálans. Í skýrslunum skal einnig tekið mið af öðrum þáttum, svo sem samruna (integration) markaða, ástandi viðskipta- og greiðslujafnaðar og þróun launakostnaðar og verðlags. Að auki skal samræmi laga aðildarríkjanna við 107. og 108. gr. sáttmálans metið, m.a. varðandi sjálfstæði seðlabanka þeirra.

#### 1.5.1 Grundvöllur snurðulausra umskipta

Umskiptin til sameiginlegs gjaldmiðils eru margþætt ferli sem þarf langan undirbúnings tíma; mánuði og ár fremur en daga og vikur. Verulegur hluti undirbúningsins verður óhjákvæmilega á ábyrgð einstakra aðila; fyrirtækja, stofnana og yfirvalda hvers lands, ekki síður en EMI/Seðlabanka Evrópu. Til þess að auðvelda aðilum efnahagslífsins undirbúninginn hefur verið reynt að skilgreina viðmiðunar- atburðarás (e. reference scenario) eins nákvæmlega og auðið er. Þótt meginrættir þessarar atburðarásar liggi nú fyrir mun sumum spurningum ekki verða svarað fyrir en u.þ.b. ári fyrir upphaf þriðja áfanga.

Frá stofnun Peningastofnunar Evrópu hefur stefnumörkun um framkvæmd sáttmálans að miklu leyti farið fram innan vébanda hennar. Stofnunin telur að taka verði tillit til eftirtalinnna grundvallarsjónarmiða við skipulagningu umskiptanna til þess að tryggja gagnsæi þeirra og stuðning almennings:<sup>29</sup>

\* Skýr lagaleg umgjörð þarf að vera til.

\* Umskiptaferlið þarf að vera fremur ein-

falt, álitlegt og traustvekjandi.

\* Umskiptin þurfa að vera skilvirk, ekki of kostnaðarsöm og mega ekki leiða til brenglaðrar samkeppni.

\* Umskiptin þarf að framkvæma með þeim hætti sem samræmist sameiginlegri peningamálastefnu.

\* Einkaaðilum þarf að vera heimilt að nota hina nýju gjaldmiðilseiningu frá upphafi þriðja áfanga án þess að vera þó skyldugir til þess.

#### 1.5.2 Nokkrir megináfangar umskiptanna frá ákvörðun um upphaf 3. áfanga

Þegar endanleg ákvörðun hefur verið tekin um það hvaða þjóðir taka þátt í Efnahags- og myntbandalaginu frá upphafi má segja að tæknilegur undirbúningur fyrir upptöku sameiginlegs gjaldmiðils geti hafist af fullum krafti. Til frekari glöggvunar hefur EMI tilgreint nauðsynlegar aðgerðir sem framkvæma á áður en eldri gjaldmiðlar þátttökuríkjanna eiga að vera komnir úr umferð. Röð aðgerða á umskiptatímanum er skilgreind með tilliti til þriggja aðskilinna tímabila.

*Tímabilið frá ákvörðun um þátttöku í 3. áfanga til upphafs hans.* Ýmis undirbúningsvinna fyrir upptöku sameiginlegs gjaldmiðils er ekki framkvæmanleg fyrr en fyrir liggur hvaða ríki taka þátt í Myntbandalaginu frá upphafi. Á tímabilinu frá því að ákvörðun er tekin um hvaða lönd muni taka þátt í bandalaginu frá upphafi þriðja áfanga þar til hann hefst þarf því að taka ýmsar endanlegar ákvarðanir svo að ljúka megi nauðsynlegum undirbúningi. EMI hefur lagt áherslu á að tímabilið þurfi að vera nægilega langt til þess að ljúka megi undirbúningi án vandamála sem grafið gætu undan trúverðugleika myntbreytingarinnar. Jafnframt megi tímabilið ekki vera svo langt að hlé verði á stöðugri framþróun og trúverðugleiki ákvörðunarinnar bíði hnekkni af þeim sökum. Að mati EMI í nóvember 1995 var hæfilegur tími talinn vera um eitt ár. Nú er stefnt að því að ákvörðun um þátttöku liggi fyrir síðari hluta aprílmánaðar eða í byrjun máí 1998.

Um leið og ákvörðun hefur verið tekin um að hefja þriðja áfanga þurfa þjóðarleiðtogar að skipa framkvæmdastjórn Seðlabanka Evrópu

þótt hún taki ekki að beita framkvæmdavaldi sínu að fullu fyrir en á fyrsta degi þriðja áfanga. Í Maastricht-sáttmálanum (gr. 109f) er EMI falið að setja fram ekki síðar en 31. des. 1996 nauðsynlegan reglugerðar-, skipulags- og framkvæmdaramma (regulatory, organisational and logistic framework) til þess að ESCB geti sinnt verkefnum sínum í þriðja áfanga.

Í Maastricht-sáttmálanum er kveðið á um ýmsar greinar ESCB/ECB-laganna sem fylgja þarf eftir með breytingum á reglugerðum sambandsins og þurfa að taka gildi um leið og ákvörðun um upphaf þriðja áfanga liggur fyrir. Sumum reglugerðarbreytingum, einkum þeim er lúta að peningalegum stjórnþækjum, er ekki unnt að ljúka fyrir en bankaráð Seðlabanka Evrópu hefur tekið endanlega ákvörðun um ramma peningamálastefnunnar. Jafnframt þurfa aðildarríkin að sjá til þess að löggjöf þeirra sé í samræmi við ákvæði sáttmálans, einkum að því er varðar seðlabankalöggjöf aðildarríkjanna.

Þátttökuríkin þurfa einnig að sjá til þess að lög þeirra séu samræmd ákvæðum samningsins, einkum þau er varða Samband evrópskra seðlabanka (ESCB), í síðasta lagi á stofndegi Seðlabankakerfis Evrópu.

Um leið og skipað hefur verið í bankaráð og framkvæmdastjórn Seðlabanka Evrópu mun þar verða tekið til við að:

- \* skipuleggja starf bankans;
- \* taka endanlega ákvörðun um meginatriði í stefnu bankans í þriðja áfanga;
- \* móta starfshætti (operational procedures) bankans í ljósi þeirrar stefnu sem mörkuð hefur verið.

Fljótlega eftir stofnun Seðlabanka Evrópu, í síðasta lagi fyrir upphaf þriðja áfanga, mun bankinn endanlega tímasetja útgáfu evruseðla og hefja almenna kynningu á notkun þeirra. Í því sambandi verður sérstaklega náið samráð haft við fjármálastofnanir, framleiðendur hraðbanka og peningavéla af ýmsu tagi og fleiri aðila.

Tímabilið frá upphafi þriðja áfanga (væntanlega 1.1. 1999) þar til Seðlabanki Evrópu hefur útgáfu evruseðla og -myntar þremur árum seinna (væntanlega 1.1. 2002)

Í upphafi tímabilsins verður gengi gjald-

miðla aðildarlanda EMU endanlega fest og gjaldeyrismarkaður með þá úr sögunni. Seðlar og mynt einstakra landa verða þó áfram eini lögeyrir í hverju landi, en í efnahagslegu tilliti eru þeir aðeins mismunandi myndir af einum og sama gjaldmiðlinum. Með tilkomu evru verður mynteiningin ECU einnig úr sögunni, en gengi evrunnar á upphafsdegi verður 1 evra = 1 ECU, og mun það gengi gilda í öllum samningum sem gerðir hafa verið í ECU.

Á fundi þjóðarleiðtoga Evrópusambandsins í Dyflinni í desember 1996 voru teknar ákvarðanir um hvernig útreikningum á skiptigengi milli einstakra gjaldmiðla innan Evrópusambandsins verður háttáð. Skiptigengi milli gjaldmiðla einstakra aðildarlanda verður reiknað út frá skiptigengi gjaldmiðlanna gagnvart evru sem skilgreint verður með allt að sex aukastöfum. Þannig verður t.d. skiptigengi fransks franka gagnvart þýsku marki reiknað sem franki/evra\*evra/mark. Í þeirri reglugerð sem samkomulag náðist um í Dyflinni segir einnig að frá og með 1. janúar 1999 verði evra eini gjaldmiðill allra aðildarríkja EMU þó svo eingöngu seðlar og mynt einstakra aðildarríkja séu í umferð sem mismunandi tjáningarform hennar.

Notkun evrunnar mun hefjast í viðskiptum öðrum en með reiðufé. Gert er ráð fyrir að öll viðskipti á fjármálamörkuðum muni fljótlega verða í evrum, en einstaklingar og flest fyrirtæki muni áfram nota gjaldmiðilseiningu hlutaðeigandi lands. Á þremur sviðum verður notkun evrunnar lögbundin strax:

- \* í öllum aðgerðum Seðlabanka Evrópu á peninga- og gjaldeyrismarkaði;
- \* í öllum viðskiptum í heildsölugreiðslukerfi ESCB, TARGET (sjá kafla 6);
- \* í nýrri skuldabréfaútgáfu hins opinbera á almennum markaði.

Hinn nauðsynlegi kjarni (e. critical mass) viðskipta mun því í upphafi standa saman af viðskiptum opinberra aðila eingöngu. Öll starfsemi Seðlabanka Evrópu verður frá upphafi miðuð við notkun evrunnar: Efnahagsreikningur ESCB, sem er í eignum og skuldum seðlabanka einstakra aðildarríkja og Seðlabanka Evrópu, og efnahagsreikningar seðlabankanna sem mynda ESCB, sem og reikn-

ingar viðskiptaaðila þeirra, verða birtir í evrum. Allar aðgerðir ESCB í peningamálum verða kynntar og framkvæmdar í evrum. Viðskipti á millibankamarkaði munu því að öllu leyti fara fram í evrum, og mun ECB leitast við að samhæfa aðgerðir markaðsaðila með því vinna að stöðlun tilboða, aðgerðahátta (e. types of operation) og veða. Tilboð, færslur og uppgjör í viðskiptum ECB og aðildarbanka ESCB og viðskiptaaðila þeirra mun skráð í evrum fyrir tilstilli skiptikerfis (e. conversion facility) sem komið verður upp. Sama gildir um skuldabréfaútgáfur sem seðlabankar aðildarríkjanna skipuleggja og gjaldeyrisviðskipti, hvort heldur innan Evrópusambandsins eða við aðila utan þess. Ætla má að sá stofn eigna, sem myndar grunn viðskipta á millibankamarkaði frá upphafi, nemi um 2,2 trilljónum evra, og ætti það að vera nægur grundvöllur fyrir mjög virkan og greiðsluhæfan markað.<sup>30</sup> Útgáfa opinberra aðila á skuldabréfum í evrum mun fljótlega auka við evrumarkaðinn. Til þess að flýta fyrir uppbyggingu markaðarins hefur verið lagt til að aðildarríkin breyti umtalsverðum hluta stofns eldri verðbréfa yfir í evrubréf. Þannig hefur t.d. ríkissjóður Frakklands tilkynnt að öllum úti-standandi skuldum hans verði breytt í evrubréf frá upphafi. Í þeim tilvikum sem skuldabréf eru „efnislega“ í vörslu margra smárra aðila getur skjót umbreyting skuldabréfastofnsins yfir í evrubréf þó verið annmörkum háð. Mjög mismunandi er eftir löndum að hve miklu leyti varsla skuldabréfa opinberra aðila er á rafrænu formi. Í Frakklandi eru nær öll skuldabréf varðveitt á rafrænu formi, en í Þýskalandi einungis um 50%. Samtals nema útistandandi skuldir um 2,4 trilljónum ECU. Þar sem upplýsingar skortir frá flestum löndum um hlutdeild rafrænna bréfa er ekki hægt að fullyrða af neinni vissu um það hve stórum hluta þeirra má auðveldlega breyta yfir í evrubréf, en ætla má að sú fjárhæð sé á bilinu 1-2 trilljónir ECU.

Notkun einkaaðila á evru í viðskiptum sín á milli mun á þessu tímabili velta á því hvort tekst að sannfæra þá um kosti þess að eiga viðskipti í evrum á efnahagslegum forsendum eingöngu. Í því sambandi blasir við sá vandi að

val á gjaldmiðli einkennist mjög af ytri ábata (externalities), þ.e.a.s. hagur einkaaðila af notkun evrunnar ræðst af því hve útbreidd notkun hennar er. Það er því hugsanlegt að til sé æskilegt jafnvægisástand þar sem útbreidd notkun evrunnar leiðir til lægri viðskiptakostnaðar, en markaðurinn nær ekki þeirri kjörstöðu sökum þess að enginn einn einkaaðili hefði hag af því að taka fyrsta skrefið.

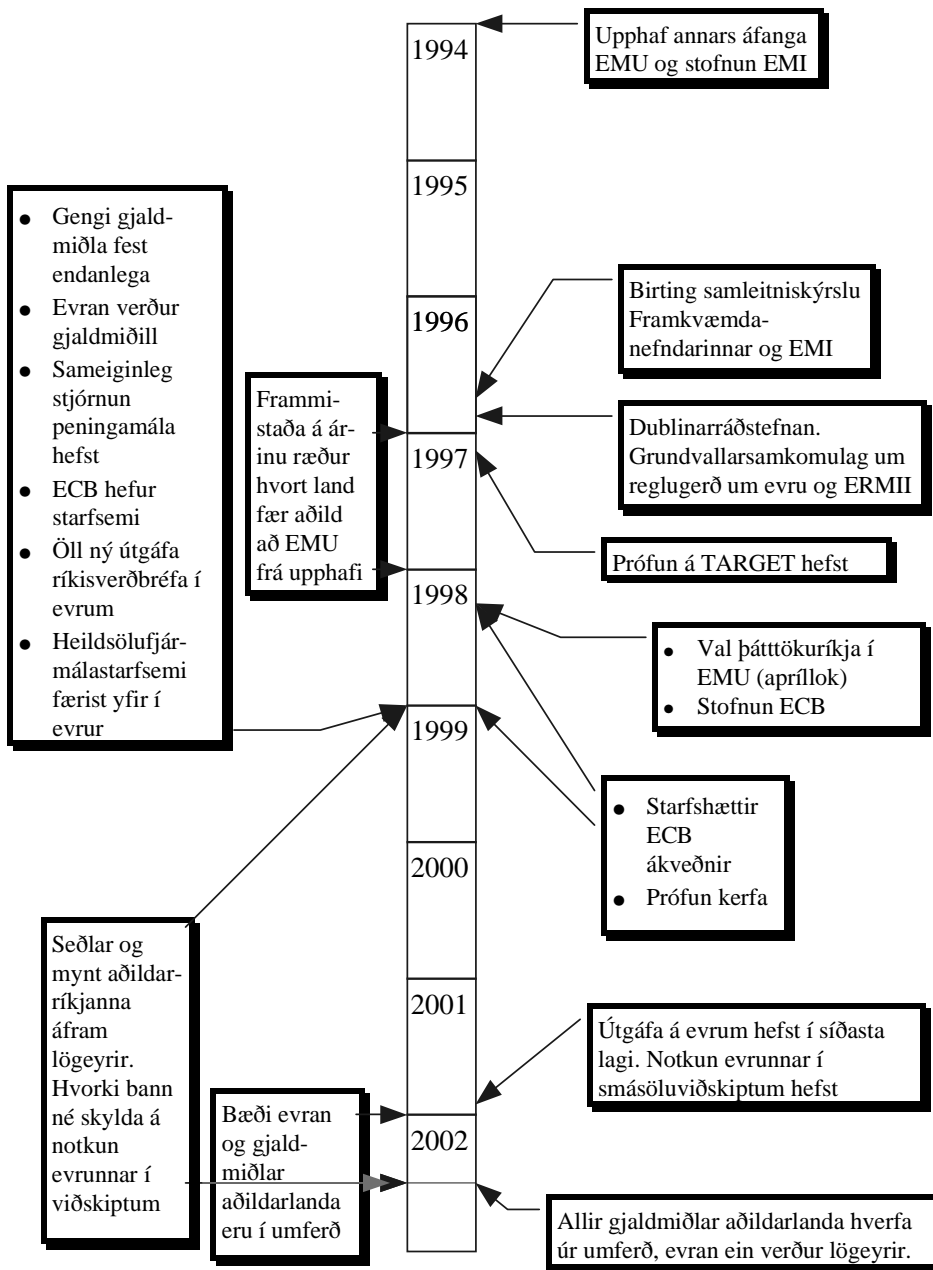
Reiknað er með að gjaldeyrisviðskipti milli EMU-landa og landa utan EMU muni fljótlega færast úr gjaldmiðlum einstakra aðildarlanda yfir í evru. Það eitt mun tryggja afar umfangsmikil viðskipti með evru. Einnig er líklegt að einhver viðskipti með Bandaríkjadal og aðrar utan-EMU-myntir muni færast yfir í evru.<sup>31</sup>

Komið verður á fót skiptikerfi til þess að færa fjárhæðir í gjaldmiðlum aðildarlanda yfir í evru og öfugt. Slíkum kerfum verður komið fyrir í fjármálastofnunum, en þar sem aðilar búa ekki yfir slíkum kerfum geta seðlabankar aðildarríkja eða ECB gegnt þessu hlutverki. Nýlegar upplýsingar benda til þess að þörfin fyrir slíkt skiptikerfi og kostnaður vegna umskiptanna verði minni en álitid var í fyrstu<sup>32</sup>. Einnig verður komið á fót greiðslumiðlunar-kerfinu TARGET sem fjallað verður um í kafla 7.

Á tímabilinu þarf að koma í kring umfangsmiklum breytingum á sviði löggjafar, samskipta og upplýsingamiðlunar.<sup>33</sup> Sum lönd, t.d. Belgía, hafa nú þegar sett fram nákvæma áætlun þar sem gert er ráð fyrir útbreiddri notkun á evrunni þegar í upphafi.

*Frá útgáfu evruseðla og -myntar þar til gjaldmiðlar einstakra landa hverfa úr umferð.* Endanleg ákvörðun um það hvenær evruseðlar og -mynt verði sett í umferð verður tekin sem fyrr segir í síðasta lagi áður en þriðji áfangi hefst, og seðlar og mynt eiga að vera komin í umferð ekki síðar en þremur árum eftir upphaf áfangans. Um sex mánaða skeið (væntanlega frá 1. janúar til 1. júlí 2002) munu bæði gjaldmiðlar einstakra landa og hinn sameiginlegi gjaldmiðill, evra, vera í umferð, en gjaldmiðlar einstakra landa smám saman hverfa úr umferð uns evran ein verður lög- bundinn gjaldmiðill að því loknu. Seðlabankar

Mynd 1. Yfirlit áætlunar um stofnun EMU 1994-2002



aðildarríkjanna munu eigi að síður veita eldri seðlum viðtöku eftir þann tíma með sama hætti og venja hefur verið um seðla sem teknir eru úr umferð.

Ákvörðun um lengd þess tíma sem tvenns konar gjaldmiðlar verða í umferð miðast við að nægur tími sé til þess að koma í kring öllum tæknilegum breytingum, svo sem innköllun eldri seðla og endurforritun hvers kyns sjálf-sala og peningavéla. Jafnframt hefur verið haft í huga að tímabilið sé ekki svo langt að því fylgi óhóflegur kostnaður fyrir bankakerfið eða hægi á aðlögun almennings að hinni nýju gjaldmiðilseiningu.

Notkun evrunnar í viðskiptum opinberra aðila ætti að mati EMI að hefjast um leið og seðlar og mynt fara í umferð. Opinberar stofnanir myndu þó halda áfram að taka við greiðslum í eldri gjaldmiðlum meðan þeir halda lögformlegu gildi sínu. Jafnframt hefur EMI lagt til að opinberar stofnanir eða aðilar geti tekið við greiðslum í evrum í einhvern tíma áður en seðlar og mynt fara í umferð. Tímaramminn yrði þá ákveðinn í sambandslögum, en hverju ríki gefið tiltekið svigrúm innan þess ramma.

#### *1.5.2.1 Ákvörðun skiptigengis (conversion rate) fyrir evru við upphaf ERM*

Í Maastricht-sáttmálanum (gr. 1091(4)) er kveðið á um að á upphafsdegi 3. áfanga Myntbandalagsins skuli Evrópska Evrópuráðið ákveða óbreytanlegt skiptigengi, án áhrifa á ytra gildi ECU.<sup>34</sup> Sökum þess að endanlega ákvörðun um skiptigengi er ekki hægt að taka fyrr en á fyrsta degi EMU, 1. janúar 1999, en ákvörðun um þátttöku í EMU ætti að taka fyrri hluta árs 1998, verður tímabundið óvissuástand sem leitt gæti til spákaupmennsku. Efnahagsleg samleitni ætti þó að draga úr hættu á henni. Í grófum dráttum má leysa þennan vanda með tvennu móti.<sup>35</sup>

\* Í fyrsta lagi mætti tilkynna skiptigengið um leið og ákvörðun er tekin um aðild að Myntbandalaginu.<sup>36</sup> Taki markaðurinn þá tilkynningu trúanlega myndi millibilsástandið einkennast af stöðugleika. Galli þessarar aðferðar er hins vegar sá að telji markaðurinn tilkynninguna ótrúverðuga gæti hún leitt til meiri spákaupmennsku en ella. Því er ekki

hægt að útiloka tvenns konar jafnvægisástand eftir því hvort markaðurinn telur tilkynningu um skiptigengi trúverðuga eða ótrúverðuga.

\* Í öðru lagi væri hægt að láta markaðinn ákvarða skiptigengið þannig að markaðsgengi 31. desember 1998 yrði skiptigengi 1. janúar 1999. Kostur þessarar aðferðar er einkum sá að hún verður síður tilefni til spákaupmennsku. Gallinn er hins vegar sá að markaðurinn kynni að víkja tímabundið um of frá því gengi sem samræmist grundvallarhagþróun til langs tíma.

Hér má svo hugsa sér ýmis millistig. Í stað þess að tilkynna skiptigengið um leið og ákvörðun er tekin um aðild mætti til dæmis tilkynna þá aðferð sem notuð verður við að reikna skiptigengið. Einnig er hugsanlegt að ákveða að markaðurinn ákvarði skiptigengið, en innan ákveðinna vikmarka. Ein aðferð, sem nefnd hefur verið Lamfalussyaðferðin (eftir núverandi forseta EMI) felst í því að tilkynna að skiptigengið verði vegið meðaltal af markaðsgengi í ákveðinn tíma fram að 1. janúar 1999.<sup>37</sup>

#### **1.6 Seðlabanki Evrópu, sjálfstæði, uppbygging og stjórnæki**

Eftir að þriðji áfangi EMU kemur til framkvæmda verður Samband evrópskra seðlabanka (ESCB), en í því eru Seðlabanki Evrópu (ECB) og seðlabankar aðildarríkjanna, eitt ábyrgt fyrir mótnun og framkvæmd sameiginlegrar peningamálastefnu Efnahags- og myntbandalagsins. Markmið og skipulag Seðlabanka Evrópu er sniðið að fyrirmynd þýska seðlabankans: Aðalmarkmið bankans verður að viðhalda stöðugu verðlagi, hann verður óháður pólitísku valdi, og honum er óheimilt að veita (bein) lán til opinberra aðila, en það er einstökum þjóðbönkum einnig óheimilt að gera frá 1. janúar 1994. Seðlabanki Evrópu mun einnig gæta gjaldeyrisforða þátttökuríkjanna og stýra honum, stuðla að snurðulausri starfsemi greiðslukerfis og stöðugleika fjármálakerfisins, m.a. með virku eftirliti með starfsemi þeirra. Um gengisstefnu liggur ákvörðunarvald hjá ráðherraráðinu í samvinnu við Seðlabanka Evrópu.<sup>38</sup> Ráðið getur gefið út almennar tillögur um gengismál

gagnvart löndum utan sambandsins þótt loka-markmið (mandate) vaxta og gjaldeyris-aðgerða Seðlabanka Evrópu einskorðist við stöðugleika verðlags.

Stjórn Seðlabanka Evrópu verður í höndum bankaráðs (Governing Council); það skipa bankastjórar seðlabanka allra aðildarríkja Efnahags- og myntbandalagsins og þeir sem sæti eiga í framkvæmdastjórn bankans (forseti, varaforseti og fjórir aðrir), en hún er skipuð af Evrópska ráðinu. Skipan framkvæmdastjórnarinnar verður ráðin með sameiginlegri ákvörðun ríkisstjórna aðildarríkja eftir meðmælum bankaráðsins og umsögn Evrópska þingsins og EMI. Einungis þegnar aðildarríkja Myntbandalagsins geta tekið sæti í framkvæmdastjórninni. Þess vegna er ekki hægt að skipa framkvæmdastjórnina fyrir en ávörðun liggur fyrir um það hvaða ríki verða þátttakendur frá upphafi.

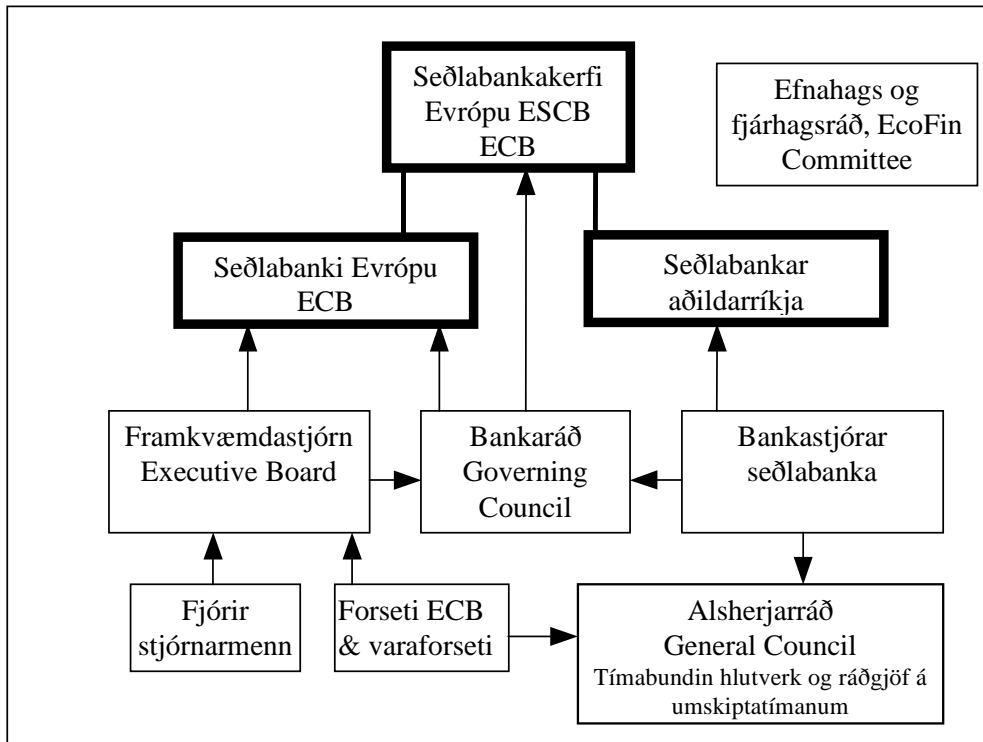
Sem fyrr segir felur sáttmálinn EMI að setja fram nauðsynlegan reglugerðar, skipulags- og áætlunarramma til þess að ESCB geti sinnt verkefnum sínum í þriðja áfanga.

Peningamálanefndin (e. Monetary Committee) hefur í samstarfi við framkvæmdastjórnina sett fram aðgerðaáætlun, m.a. skrá um lagabreytingar, en formlegur eða óformlegur undirbúningur þeirra þarf að vera kominn á lokastig þegar ákvörðun verður tekin um upphaf þriðja áfanga Myntbandalagsins.

Evrópusambandsríki, sem taka ekki þátt í Myntbandalaginu hafa hvorki atkvæðis- né samráðsrétt í stjórn bankans. Hins vegar verður einnig stofnað almennt ráð (General Council) með forseta og varaforseta bankans og bankastjórum þeirra seðlabanka sem ekki eru þátttakendur. Meginhlutverk þess felst í því að samhæfa peningastefnu innan Evrópska myntkerfisins (EMS) og undirbúaþátttöku þessara ríkja í Efnahags- og myntbandalaginu, en því hlutverki gegnir Peningastofnunin (EMI) nú. Aðsetur Seðlabanka Evrópu verður í Frankfurt eins og forvera hans (EMI).

Í 107. gr. Maastricht-sáttmálans og gr. 14.2 í lögum um ECB er kveðið á um þá frumreglu að ECB/ESCB skuli vera sjálfstæð stofnun. Í gr.107 er lagt bann við utanaðkomandi

**Mynd 2. Gerð seðlabankakerfisins í 3. áfanga**





áhrifum á ECB, seðlabanka aðildarríkjanna og þá sem sitja í stjórnarstofnunum ECB (members of their decisionmaking bodies) og aðildarbankanna, en í gr. 14.2 kveður á um starfsöryggi þeirra sem í stjórnarstofnunum sitja. EMI hefur túlkað þessi ákvæði með tilliti til sjálfstæðis stofnunar, einstaklings, verksviðs og fjárhags. Samkvæmt skilningi EMI á sjálfstæði stofnunar er eftirtalin háttsemi stjórnvalda (ríkisstjórna og þjóðþinga) ósamrýmanleg sáttmálanum og seðlabankalögunum:

\* að gefa út skipanir til seðlabanka eða stjórnarstofnana þeirra;

\* að samþykkja, nema tímabundið úr gildi, ógilda eða fresta ákvörðunum seðlabanka;

\* að hindra birtingu ákvarðana seðlabanka á lagalegum forsendum;

\* að taka þátt í ákvörðunum seðlabanka með atkvæðarétti eða

\* að hafa fyrirfram samráð um ákvörðun seðlabanka.

Til þess að tryggja sjálfstæði einstaklings ættu lög um einstaka seðlabanka að mati EMI að tryggja:

\* að ráðningartími seðlabankastjóra sé að minnsta kosti 5 ár;

\* að seðlabankastjóra megi ekki víkja úr starfi af öðrum ástæðum en þeim sem kveðið er á um í gr. 14.2 í lögum um ECB (þ.e.a.s. ef hann hefur brotið alvarlega af sér í starfi eða uppfyllir ekki lengur kröfur um hæfni til starfsins);

\* að aðrir þeir sem sitja í stjórnarstofnunum seðlabankanna og taka þátt í starfi er tengist ESCB skuli njóta sama starfsöryggis (security of tenure) og seðlabankastjórar;

\* að engir hagsmunaárekstrar séu á milli þeirrar skyldu sem hvílir á mönnum í stjórnarstofnunum aðildarseðlabanka gagnvart viðkomandi seðlabanka og annarrar starfskyldu sem hinir sömu hafa í tengslum við ESCB.

Sjálfstæði verksviðs felur í sér að gerð er krafa um að lagaleg markmið aðildarseðlabanka ESCB samræmist markmiðum ESCB eins og þau birtast í 2. gr. laganna. Ennfremur skal öllum athöfnum aðildarseðlabanka, sem bankaráð ECB telur trufla ESCB-tengdar athafnir, hætt í samræmi við gr. 14.4.

Fjárhagslegt sjálfstæði felur í sér að aðildarseðlabankar búi sér fjárhagslegan grundvöll til þess að rækja hlutverk sitt og lagalegum takmörkunum í því efni fylgi varúðarákvæði sem tryggi að bankinn geti rækt skyldur sínar gagnvart ESCB.

Geta Seðlabanka Evrópu til þess að ná efnahagslegum markmiðum, sem honum eru sett, helgast ekki eingöngu af sjálfstæði hans að þýskri fyrirmynd, heldur munu framangreindar reglur um aðhaldssemi í opinberum fjármálum og hitt, að bankanum verður óheimilt að fjármagna opinberan hallarekstur aðildarríkja eða koma ríkjum sem lenda í fjárhagslegum erfiðleikum til aðstoðar, styðja markmiðið um verðlagsstöðugleika. Auk lagabreytinga, er miða að því að tryggja laglegt sjálfstæði seðlabanka, kunna aðrar lagabreytingar að vera nauðsynlegar til þess að gera hlutaðeigandi banka kleift að fullnægja kröfum ESCB. Í nóvemberskýrslu EMI 1996 kemur fram að þótt mikilvæg skref hafi nú þegar verið tekin til þess að tryggja sjálfstæði seðlabanka sé þörf á að samhæfa stöðu þeirra betur gagnvart ESCB.<sup>39</sup>

Meginútlínur aðgerðastefnu ESCB voru dregnar í skýrslu EMI í janúar 1997.<sup>40</sup> Ýmsum mikilvægum spurningum er þó enn ósvarað. Þrír kostir hafa hins vegar verið útilokaðir, þ.e.a.s. gengismarkmið, nafnvaxtamarkmið og nafntekjumarkmið. Valið stendur því á milli þess hvort millimarkmið bankans verður skilgreint sem verðból gumarkmið, líkt og breski seðlabankinn notar, eða peningamagnsmarkmið eins og þýski seðlabankinn notar. Óráðið er hvort bindiskylda verður viðhöfð að einhverju leyti. Aðgerðastefna bankans á sviði gjaldeyrismála ræðst ekki fyrr en ákveðið hefur verið með hvað hætti samskiptum EMU-landa og þeirra EBE-landa, sem enn um stund munu standa utan EMU, verður háttáð. Stjórnþæki bankans á sviði peningamála hafa verið ákveðin að miklu leyti. Megináhersla verður þar á markaðsinngríp með líku sniði og endurhverf markaðsviðskipti þýska seðlabankans. Til viðbótar mun ECB bjóða upp á skammtímalán sem mun virka sem þak á seðlabankavexti (líkt og lombardvextir í Þýskalandi) og innistæðureikning sem ætlað er

að mynda gólf. Hins vegar verður ekki um neina endurhverfa lánafyrirgreiðslu að þýskri fyrirmynd að ræða. Nánar er fjallað um þessa þætti í 4. kafla.

1. Til að stuðla að frekari efnahagslegri og félagslegri samheldni á meðal aðildarríkja, í samræmi við þá miklu áherslu sem sum aðildarríki lögðu á það málefni, kveður Maastricht-sáttmálinn á um stofnun svokallaðs „samheldnisjóðs“ (e. Cohesion Fund).

2. Þess ber þó að geta að Þýski stjórnarskrárdómstóllinn (German Constitutional Court) úrskurðaði í október 1993 að með undirritun Maastricht-sáttmálans væri „Þýskaland ekki að undirgangast óljóst, sjálfkrafa og óviðráðanlegt (e. uncontrollable) ferli sem leiði til myntbandalags“. Fræðilega gæti dómstóllinn hindrað þátttöku Þýskalands þótt ólíklegt sé talið að svo verði í reynd.

3. Á ensku er notað orðasambandið best performing. Undir venjulegum kringumstæðum ætti það að fela í sér lægsta verðbólgu. Þó má hugsa sér að veruleg verðhjöðnun yrði ekki talin „good performance“.

4. Önnur skýrsla EMI með sama nafni kom reyndar út árið 1995.

5. Hér er að líkindum einkum verið að beina gagnrýni að ákveðnum bókhaldslegum aðgerðum sem Frakkar, Belgar og Ítalir hafa beitt. Þessar aðgerðir munu formlega standast kröfur Maastricht-sáttmálans þótt vafasamt sé hvort þær fela í sér nokkrar varanlegar umbætur.

6. European Monetary Institute, Progress Towards Convergence, nóvember 1996. Það er svo kannski einnig túlkunaratriði hvað sé bókstafleg merking því að bókstafurinn er ekki alltaf skýr eins og vikið verður að síðar.

7. Buiter og Corsetti (1992). Vegna pólitísku þrýstings frá Þýskalandi, þar sem mikilla efasemda gætir meðal almennings um ágæti evrunnar og stjórnarskrárdómstóll hefur úrskurðað að tilslökun á Maastricht-skilyrðunum kunni að vera ósamrýmanleg ákvæðum stjórnarskrárinnar, eru þó líkur á að Maastricht-skilyrðin verði túlkuð tiltölulega þröngt.

8. Sjá t.d. Artis (1996).

9. Sumir (t.d. De Grauwe, 1993) telja reyndar að viðmiðunarmörkin hafi verið valin gangert með tilliti til þess að Þýskaland og Frakkland gætu staðist þau nokkuð örugglega, en Ítalía alls ekki. Hins vegar er ljóst að takist Ítölum að komast nægilega nálægt 3% mörkunum felur það í sér nokkuð öra lækkun opinberra skulda, enda er afgangur á rekstri hins opinbera að frátöldum vaxtagreiðslum meiri í Ítalíu en í flestum öðrum Evrópuríkjum. Takist Ítölum að takmarka heildarhallann við 3% mun það setja af stað sjálfmagnandi ferli þar sem vaxtaútgjöld hins opinbera lækka ört vegna minnkandi skuldastofns annars vegar og lægri vaxta hins vegar. Væntingar markaðarins um aðild Ítalíu að EMU mundu leiða til meiri vaxtalækkunar og styrkja þetta ferli enn frekar.

10. Skuldir hins opinbera lækkuðu einnig í Belgíu, Ítalíu og Svíþjóð, en ekki nægilega mikið að mati EMI.

11. Í skýrslunni segir orðrétt: „...the EMI does not at this

stage consider it appropriate to give a precise operational content to the measurement of exchange rate stability“. Hins vegar er nefnt í skýrslu EMI að belgískur-/Lúxemborgarfranki, þýskt mark, austurrískur shillingur og hollenskt gyllini hafi sýnt stöðugleika gagnvart sterkasta gjaldmiðli ERM. Dönsk króna, franskur franki og írskt pund hafi einu sinni eða oftari vikið tímabundið frá miðgildi. Gengi spánsks peseta og í kjölfarið gengi portúgalsks eskúta var fellt í ársbyrjun 1995.

12. Á það hefur verið bent, m.a. af Paul Krugman (1994), að mótsagnarkennt sé að setja samtímis markmið um gengisþróun og vaxtaþróun. Í fyrsta lagi feli þetta í sér að einungis þau lönd fái aðild að Myntbandalaginu sem ekki þurfi á því að halda. Í öðru lagi leiði frjáltsar fjármagnshreyfingar til þess að ekki sé hægt að stýra vöxtum og gengi samtímis. Í þriðja lagi feli vaxtaskilyrðið í sér að land fái aðild telji markaðurinn að það fái aðild hvað sem undirliggjandi efnahagsþróun líður. Allt eru þetta gildar athugasemdir. Hins vegar má túlka skilyrðin um vaxta- og gengisþróun á máta, sem hagfræðilega er vit í, þannig að ekki sé nóg að væntanleg aðildarríki geti haldið gengi stöðugu um tveggja ára skeið, heldur þurfi þau að koma efnahagsmálum sínum í það horf að þau geti það auðveldlega án þess að grípa til mikillar vaxtahækkunar.

13. Sem mælikvarði eru notaðar samhæfðar neysluverðvísitölur aðildarlandanna (Harmonised Indices of Consumer Prices, HICP). Mælingar verðlags samkvæmt þeim kvarða hófust í ársbyrjun 1997. Fram að þeim tíma studdist EMI við bráðabirgðavísitölur (Interim Indices of Consumer Prices, IICP) þar sem samhæfingu á milli neysluverðsvísitalna einstakra landa hefur verið náð með því að fella ýmsa þætti úr.

14. Yfir viðmiðunarmörkum voru Grikkland, Spánn, Ítalía, Portúgal og Bretland.

15. Hér verður þó að gera fyrirvara sem gæti reynst mikilvægur. 0,75% samdráttarmörk koma einungis fram í yfirlýsingu (resolution) með samningnum, en eru ekki bundin í reglugerð. Sökum þess að 0,75% mörkin hafa ekki lagagildi gæti ECOFIN gefið landi með meiri hagvöxt en -0,75% undanþágu þótt slíkt sé vart í anda sáttmálans.

16. Ekki er kveðið á um hve langan tíma land fær til þess að tryggja framgang tillagna um minnkun halla. Þessi „eyða“ í ferlinu gæti hugsanlega gefið löndum færi á að tefja ferlið með því að fara fram á lengri frest.

17. Þetta ákvæði er í samræmi við upphaflega tillögu fjármálaráðherra Þýskalands (Theo Waigel) þar sem gert var ráð fyrir að vaxtalaus innlegg breyttust í sekt, hafi ekki verið dregið úr halla hins opinbera þannig að hann verði undir 3% mörkunum innan tveggja ára. Meginmunur þýsku tillögunnar og þeirrar sem var samþykkt felst í því að í þýsku tillögunum var ekki gert ráð fyrir neinum undantekningum frá 3% viðmiðuninni. Tillögur Evrópska ráðsins (október 1996) kváðu hins vegar á um að land með halla á rekstri hins opinbera umfram 3% af landsframleiðslu væri undanþegið refsingu ef hallinn væri tilfallandi og tímabundinn án þess að það hafi verið skilgreint nánar.

18. Að mati Goldman Sachs munu aðildarlönd EMU

þurfa að draga úr kerfisbundnum halla hins opinbera um u.þ.b. ½% á ári frá 1997 til 2000. Sjá Goldman Sachs (1996).

19. Sjá European Monetary Institute, Monetary and Exchange Rate Policy Co-operation Between the Euro Area and Other EU Countries, Report to the European Council session in Dublin on 13th-14th December 1996. Nánari umfjöllun um efni skýrslunnar er að finna í skýrslu undirnefndar um gengisstefnu sem EMI-ráðið fól að leggja fram tillögur um tilhögun stofnana og framkvæmd gengiskerfis í þriðja áfanga Myntbandalagsins. Sjá European Monetary Institute, Foreign Exchange Policy Sub-Committee, Nr 27: Monetary and Exchange Rate Policy Co-operation Between the Euro Area and Other EU Countries.

20. Hubs and spokes approach væri í beinni þýðingu „hjólnafar- og pílánalgun“. Þetta er í stíðara lagi og því er hér talað um miðlægt kerfi.

21. Hollenskt gyllini hefur formlega skilgreind vikmörk gagnvart þýsku marki og því til viðbótar enn þengri einhliða ákvörðun mörk. Austurríkismenn, Belgar og Danir hafa einhliða sett þengri viðmiðanir en almennt gilda um ERM. Gengismarkmið fyrir dönsku krónuna eru þó tiltölulega sveigjanleg.

22. Undirnefndin um gengismál hefur lagt áherslu á fimm meginþætti sem leggja ætti til grundvallar þátttöku í nánara gengissamstarfi: a) að framför eigi sér stað hvað varðar samleitni, b) að þátttaka sé sjálfviljug, c) að strangara aðhald sé tekið upp á öðrum sviðum efnahagsmála um leið, d) að komist sé hjá mikilli útbreiðslu (proliferation) sérsniðsins (ad hoc) fyrirkomulags og e) að þátttaka í nánara samfloti leiði ekki til annarrar túlkunar á gengisskilyrðunum fyrir þátttöku í Myntbandalaginu.

23. Sumir eru þó þeirrar skoðunar að formleg og þengri innri vikmörk ættu ekki að útiloka sérsniðið fyrirkomulag.

24. Þetta felur í sér að gengisáhætta hvílir á lántakanda, en ekki lánveitanda.

25. Í Maastricht-sáttmálanum er talað um gengi gagnvart ECU, en nú er ákveðið að hinn sameiginlegi gjaldmiðill skuli heita euro, svo sem kunnugt er, sem hér er nefnt evra. Gengi evrunnar verður í upphafi 1 evra = 1 ECU.

26. Til þess að þriðji áfangi gæti hafist árið 1997 hefði Evrópska ráðið (ráð þjóðarleiðtoga) þurft að komast að þeirri niðurstöðu fyrir árslok 1996, á grundvelli tillagna framkvæmdastjórnarinnar, að meirihluti aðildarríkja Evrópusambandsins (að Bretlandi og Danmörku undanskildum, kysu löndin að beita þeim undanþáguákvæðum sem þau höfðu fengið samþykkt) uppfylli skilyrðin. Ef tilskilinn meirihluti ríkja hefði uppfyllt skilyrðin þá hefði samkvæmt samningnum átt að tímasetja upphaf þriðja áfanga fyrir árslok 1997. Á ráðstefnu þjóðarleiðtoga í

Madrid árið 1995 var hins vegar endanlega horfið frá því að hefja 3. áfanga 1. janúar 1997.

27. Í sáttmálanum er vísað til þessara landa sem member states without derogation.

28. Ekki eru þó allir á einu máli um að það sé sjálfgefið. Franco Modigliani (prófessor við Massachusetts Institute of Technology, MIT) og Mario Baldassarri (Rómaháskóla) eru til dæmis þeirrar skoðunar að myndun EMU án þátttöku Þýskalands sé fyllilega framkvæmanleg frá efnahagslegu sjónarmiði og geti raunar þjónað þeim tilgangi að losa önnur Evrópuríki undan ægivaldi þýska seðlabankans sem þeir kenna um hið mikla atvinnuleysi í Evrópu. Hópur þekktara hagfræðinga við MIT-háskólann í Bandaríkjunum (Paul Samuelson, Robert Solow, Stanley Fisher (nú varaaðalframkvæmdastóri hjá IMF), Paul Krugman, Rudiger Dornbush, Oliver Blanchard og Franco Modigliani) lagði til árið 1993 að Frakkland og önnur ERM-ríki hefðu samflot um að lækka gengi gjaldmiðla sinna gagnvart þýsku marki, enda tæki peningastefna þýska seðlabankans ekki nægilegt tillit til annarra ríkja, einkum í kjölfar sameiningar þýsku ríkjanna. Sjá Franco Modigliani og Mario Baldassarri: „A euro minus the D-Mark“, Financial Times, 18. mars 1997.

29. Sjá European Monetary Institute: The changeover to the single currency, nóvember 1995.

30. CEPS (des. 1996).

31. Bandaríkjadalur er nú notaður í tæpum helmingi milliríkjavíðskipta þótt hlutdeild Bandaríkjanna í milliríkjavíðskiptum sé einungis um 12%. Að hve miklu leyti evran tekur við hlutverki Bandaríkjadals í alþjóðavíðskiptum mun til lengdar ráðast nokkuð af því trausti sem hinn nýi gjaldmiðill ávinnur sér, en gera má ráð fyrir töluverðri markaðstregðu í því sambandi. Með þátttöku flestra EBE-ríkja í EMU gæti evran auðveldlega náð undir sig 25% markaðarins á grundvelli markaðshlutdeildar þeirra gjaldmiðla sem standa að EMU.

32. Í nýlegri skýrslu International Securities Market Association er kostnaður umskiptanna fyrir fjármálastofnanir metinn sem 0,058% af heildarrekstrarkostnaði þeirra. Til samanburðar áætlaði Evrópska bankasambandið (European Banking Association) árið 1995 að kostnaðurinn næmi 2% af heildarrekstrarkostnaði. Í mörgum tilfellum er breytingin ekki meiri en að bæta einum gjaldmiðli inn í þau kerfi sem fyrir eru en það gera fjármálastofnanir iðulega og nota flestar kerfi sem sniðin eru að þörfum víðskipta í mörgum gjaldmiðlum. Heimild: Financial Times.

33. Í Þýskalandi einu er reiknað með að breyta þurfi um 4000 lagatextum. Í lögum eru fjárhæðir t.d. oft látnar standa á þúsundum. Við breytingu yfir í evru þarf að taka afstöðu til þess hvort haldið verði í þá aðferð sem getur leitt til hækkunar eða lækkunar t.d. skattatekna.

## Kaflí 2. Áhrif Efnahags- og myntbandalagsins

### 2.1 Áhrif á efnahagsstefnu og efnahagsþróun utan og innan ESB og EMU

Stofnun Efnahags- og myntbandalags Evrópu mun hafa mikil efnahagsleg áhrif bæði innan Evrópusambandsins og utan þess og því meiri sem þátttökupjóðir verða fleiri. Þessi áhrif birtast á mörgum sviðum efnahagsstarfseminnar, en mismikið eftir því hve sterk tengsl landanna verða við EMU. Í því samhengi má gera greinarmun á þremur hópum landa:

\* ESB-löndum sem taka þátt í EMU frá upphafi;

\* ESB-löndum sem taka ekki þátt í EMU frá upphafi, en stefna að aðild í misjafnlega náinni framtíð;

\* löndum sem taka ekki þátt í EMU.

Bretland og Danmörk hafa nokkra sérstöðu að því leyti að þessi lönd hafa gert fyrirvara um að þau geti staðið utan EMU ef þau kjósa það og falla því ekki beinlínis í neinn ofangreindra landahópa. Í síðasttalda hópnum eru bæði lönd innan EES og önnur sem standa hinum evrópska markaði fjær.

#### 2.1.1 Efnahagsleg áhrif innan Myntbandalagsins

Vart fer á milli mála að stofnun EMU mun hafa mestar breytingar í för með sér fyrir EMU-löndin sjálf og að þær breytingar muni ná til fleiri sviða efnahagslífsins þar en annars staðar. Það er því eðlilegt að skoða fyrst áhrif EMU á efnahag þeirra þjóða sem verða aðilar þess frá upphafi. Þau áhrif munu svo vitaskuld snerta önnur ríki sem hafa sterk viðskipta-, félags- og stjórnmálatengsl við lönd Myntbandalagsins. Hér verða áhrif EMU á efnahag þátttökuríkanna skoðuð með tilliti til áhrifa þess á hagstjórn annars vegar og hagkvæmni og hagvöxt hins vegar.

#### 2.1.1.1 Áhrif Myntbandalagsins á hagstjórn í aðildarlöndum

Frá 1. janúar 1999 mun forræði í stjórn peningamála flytjast til ESCB/ECB ef allt gengur samkvæmt áætlun. Þeirri breytingu fylgja bæði kostir og gallar fyrir hlutaðeigandi land og og er erfitt að meta hvorir vega þyngra. Augljóslega hafa stjórnvöld í flestum ríkjum ESB metið kostina meira en gallana. Hér verður fyrst vikið að annmörkunum.

Helsti meinbugur á afsali forræðis við stjórn peningamála felst í því að ekki verður lengur unnt að bregðast við sérstökum áföllum eða búhnykkjum, sem aðildarland kann að verða fyrir, með aðgerðum á sviði peningamála. Verði efnahagur aðildarlands EMU t.d. fyrir áföllum sem leiða til efnahagslegs samdráttar og atvinnuleysis geta stjórnvöld peningamála í því landi ekki brugðist við með lækun vaxta og gengis í því skyni að örva hagvöxt og draga úr atvinnuleysi. Sameiginlegur gjaldmiðill sviptir aðildarþjóðirnar ekki einungis tækjum til þess að bregðast við áföllum sem bundin eru við einstök lönd, heldur mun ein helsta vísbendingin um þörf fyrir aðgerðir, þ.e.a.s. upplýsingar um greiðslujöfnuð aðildarlandanna innbyrðis, verða til muna óáreiðanlegri. Athyglin mun því einnig af þeirri ástæðu beinast að ástandi á gjaldmiðilssvæðinu öllu fremur en í einstökum löndum þess.<sup>1</sup>

Áföll eða búhnykkir, sem land verður fyrir, getur hvort tveggja ýmist verið varanlegt eða tímabundið og verið tengt hvoru sem er, framboði eða eftirspurn. Kostir sjálfstæðrar peningastefnu koma skýrast fram ef um tímabundna framboðs- eða eftirspurnarhnykki er að ræða. Sé hins vegar um að ræða varanlegar breytingar á skilyrðum framboðs eða eftirspurnar orka kostir sjálfstæðrar peningastefnu fremur tvímælis. Annars vegar má halda því fram að peningalegt sjálfstæði gefi færi á skjótari aðlögun að slíku ástandi með lækun raungengis. Á hinn bóginn má einnig halda því

fram að möguleikinn til að slaka á í peningamálum teffi einungis fyrir óhjákvæmilegri aðlögun, með tilslökun í peningamálum sé vonlitlum atvinnurekstri haldið á floti og fólki í atvinnu sem endist ekki til lengdar.<sup>2</sup> Hversu þungt ókostir þess að afsala forræði yfir stjórn peningamála vega ræðst þó mest af efnahagslegri gerð hlutaðeigandi lands. Kenningin um hagkvæmasta gjaldmiðilssvæði (e. optimal currency area) skilgreinir mælikvarða á hagkvæmni þess fyrir tiltekið land að tengja gjaldmiðil sinn með varanlegum hætti við gjaldmiðil annars lands.<sup>3</sup> Líkur þess að hagkvæmt sé fyrir land að ganga í myntbandalag við annað land eru samkvæmt kenningunni taldar aukast eftir því sem:

\* hagkerfi þess er opnara og efnahagsleg tengsl þess við fyrirhugað myntsvæði eru nánari; hlutfall utanríkisviðskipta af landsframleiðslu og hlutfall utanríkisviðskipta innan myntsvæðis af heildarutanríkisviðskiptum hlutaðeigandi lands gefa vísbendingu um hve opið hagkerfið er;

\* meiri líkur eru á því að land verði fyrir sömu framboðs- eða eftirspurnarhnykkjum og önnur lönd á væntanlegu gjaldmiðlasvæði; líkurnar eru að öðru óbreyttu því meiri sem hagkerfi er opnara, en gerð og fjölbreytni efnahagslífsins kemur þar einnig til, þ.e.a.s. hvort vægi einstakra geira í hagkerfum landanna sé svipað;

\* sveigjanleiki vinnumarkaðarins er meiri, bæði með tilliti til launa og hreyfanleika vinnuafis á milli svæða;

\* sjálfvirkar sveiflujafnandi tilfærslur á milli aðildarlanda eða svæða eru meiri.

Samkvæmt kenningunni um hagkvæmasta gjaldmiðilssvæði eiga lönd því betur heima innan sama svæðis sem viðskipti þeirra hvers við annað eru meiri miðað við þau viðskipti sem eiga sér stað í landinu sjálfu.<sup>4</sup> Lönd, sem hafa mikil utanríkisviðskipti og mest við önnur aðildarríki myntbandalags, hafa minna að tapa við framsal sjálfstæðrar stefnu í peningamálum til sameiginlegrar peningamálastofnunar. Í fyrsta lagi er sjálfsforræði þeirra í eigin peningamálum meira að formi til en í reynd sökum þess hve efnahagur margra væntanlegra aðildarríkja EMU er samofinn. Lönd sem eiga

mjög mikil viðskipti við Þýskaland, til dæmis Holland, eru ekki síður háð peningalegum aðgerðum þýska seðlabankans en aðgerðum eigin seðlabanka. Í öðru lagi aukast líkur þess að aðildarríki verði fyrir sams konar eftirspurnarhnykkjum því opnari sem þau eru. Hátt hlutfall utanríkisviðskipta af landsframleiðslu hefur einkennt Benelux-löndin, og hlutdeild annarra væntanlegra aðildarríkja í þeim viðskiptum er mjög mikil. Þetta á síður við um lönd eins og Svíþjóð eða Bretland. Afleiðingar af sameiningu Þýskalands fyrir önnur ríki Evrópu sýna þetta vandamál í hnotskurn. Sameining Þýskalands í byrjun áratugarins hafði mikil eftirspurnaráhrif er náðu einnig til annarra Evrópulanda, en mismikið eftir því hve nái efnahagsleg tengsl þeirra voru við Þýskaland. Benelux-löndin urðu fyrir nokkuð miklum eftirspurnaráhrifum á sama tíma og t.d. Bretland, sem hefur hlutfallslega meiri viðskipti við lönd utan Evrópu, varð fyrir mun minni beinum eftirspurnaráhrifum. Þýski seðlabankinn brást við aukinni eftirspurn með því að herða mjög aðhald í peningamálum. Önnur Evrópulönd sem áttu aðild að ERM, þar á meðal Bretland, voru tilneydd að fylgja vaxtastefnu þýska seðlabankans eftir, einnig þau sem nutu ekki eftirspurnaráhrifa sameiningarinnar í líkum mæli og þær þjóðir sem mest viðskipti eiga við Þýskaland. Sú spenna, sem magnaðist af þessum sökum innan ERM, varð kerfinu að lokum ofviða og leiddi til þess að vikmörk voru aukin og sterlingspund og líra hurfu úr ERM og voru látin fljóta.

Þótt stundum sé vísað til reynslu af sameiningu þýsku ríkjanna sem dæmis um það, hvernig áföll eða búhnykkir hafi í för með sér mismunandi þarfir landa á sviði hagstjórnar, eru þó ekki allir á einu máli um að unnt sé að draga þá ályktun af þeim atburði og þeirri kreppu á gjaldeyrismörkuðum, sem fylgdi í kjölfarið, að EMU muni óhjákvæmilega verða fyrir ósamhverfum áföllum. Í fyrsta lagi hefur verið dregið í efa að áhrif af áföllum eða búhnykkjum í utanríkisviðskiptum á efnahag Evrópusambandsríkja hafi í raun verið eins mikil og af er látið.<sup>5</sup> Í öðru lagi er á það bent að vandinn stafaði ekki einungis af áhrifum sjálfrar sameiningarinnar, heldur þeim aðgerðum

sem gripið var til og því hvernig markaðsaðilar mátu þörf einstakra landa, sem voru stödd á mismunandi skeiði hagsveiflunnar, fyrir aðgerðir á sviði hagstjórnar. Kreppan á gjald-eyrismörkuðum var því að nokkru leyti afleiðing af ólíkri efnahagsstefnu, meðal annars of aðhaldssamri stefnu þýska seðlabankans miðað við þarfir Evrópu í heild. Þess vegna má halda því fram með nokkrum rétti að sviptingar þær, sem urðu á gjald-eyrismörkuðum 1992 og 1993, séu alls ekki til vitnis um það hve illa löndin eiga saman innan sameiginlegs gjaldmiðilssvæðis, heldur þvert á móti árétti þörfina fyrir samhæfðari efnahagsstefnu og sameiginlegan gjaldmiðil.

Ef lönd verða að einhverju leyti fyrir ólíkum framboðs- eða eftirspurnarhnykkjum getur ýmislegt orðið til að milda neikvæð áhrif þess á efnahagslíf. Skortur á peningalegum stjórnækjum kemur t.d. síður að sök ef nægilegur sveigjanleiki ríkir á vinnumarkaði, annaðhvort sveigjanleiki raunlauna (og helst nafnlauna ef verðbólga er lítil) eða mikill hreyfanleiki vinnuafls á milli landa eða svæða. Almenn er talið að sveigjanleiki raunlauna sé minni í ríkjum Evrópusambandsins en í Norður-Ameríku þótt mikill munur sé á einstökum Evrópuríkjum.<sup>6</sup> Af því hafa verið dregnar tvær gagnstæðar ályktanir. Annars vegar felur lítill sveigjanleiki raunlauna í mörgum Evrópulöndum í sér að án möguleika til peningalegrar tilslökunar hafa ytri áföll eða búhnykkir meiri áhrif á atvinnustig og framleiðslu. Á hinn bóginn má draga þá ályktun að skilvirkni peningalegra aðgerða sé almennt minni í Evrópu en í Norður-Ameríku og afsal peningalegs sjálfstæðis að því leyti ekki eins dýrkeypt.

Þess verður að gæta að Myntbandalagið sjálft kynni að hafa áhrif á þennan sveigjanleika. A.m.k. hafa sumar rannsóknir bent til þess að viðleitni til að draga úr gengissveigjanleika innan EMS hafi stuðlað að auknu aðhaldi í launamálum.<sup>7</sup> Með tilkomu EMU verður þeirri óvissu, sem enn er innan EMS, eytt að fullu og sá öryggisventill, sem felst í hugsanlegri gengisbreytingu, því sem næst úr sögunni, jafnframt því sem samkeppni á vinnumarkaði verður ljósari. Því má draga þá álykt-

un að stofnun EMU, sem líklega er róttækari breyting en fólst í stofnun ERM, muni hafa mikil áhrif á hegðun aðila á vinnumarkaði og sveigjanleika raunlauna.

Þegar rætt er um landfræðilegan hreyfanleika vinnuafls í Evrópu er vinnumarkaður ESB oft borinn saman við Bandaríkin þar sem hreyfanleiki vinnuafls er talinn mun meiri. Þótt mikilvægum hindrunum á hreyfingu vinnuafls milli landa hafi verið rutt úr vegi og Evrópu-sambandið eigi nú að heita einn vinnumarkaður í lögformlegum skilningi er ekki þar með sagt að svo sé í efnahagslegum og praktískum skilningi. Til dæmis er skortur á tungumálakunnáttu veruleg hindrun, auk þess sem Evrópa er almennt mun sundurleitari að menningu en t.d. Bandaríkin. Að því leyti sem efnahagur Evrópuríkja er minna sérhæfður en efnahagur einstakra fylkja Bandaríkjanna er þörfin fyrir hreyfanleika framleiðsluþátta milli landa þó minni.<sup>8</sup> Rétt er að hafa í huga að það getur skipt verulegu máli um niðurstöður hvort miðað er við 50 fylki Bandaríkjanna eða Bandaríkjunum skipt niður í 10-15 einingar svipaðar að stærð og ríki Evrópu. Í síðara dæminu minnkar hreyfanleiki vinnuafls milli fylkja Bandaríkjanna verulega.<sup>9</sup> Athyglisvert er hve athuganir hafa leitt í ljós ólíkar niðurstöður. Hreyfanleiki vinnuafls milli svæða innan Evrópuríkja virðist almennt minni en milli fylkja í Bandaríkjunum. Eigi að síður benda ýmsar athuganir til þess að vinnumarkaður Evrópulanda nái skjótar jafnvægi á milli svæða en vinnumarkaður í Bandaríkjunum.<sup>10</sup> Niðurstöður athugana á þessu eru þó mjög misvísandi.<sup>11</sup> Vera kann að hægari aðlögun milli svæða í Evrópu leiði til hraðari aðlögunar innan þeirra. Skipting inn á evrópskan vinnumarkað og út úr honum kann að vera hraðari og hreyfanleiki milli starfsgreina meiri.<sup>12</sup>

Á það hefur verið bent að sjálfvirkar sveiflujafnandi tilfærslur séu minni innan Evrópusambandsins en t.d. í Bandaríkjunum, enda er fjárhagur sambandsins lítill að umfangi í samanburði við opinberan rekstur einstakra aðildarríkja eða sem nemur 1,5% af samanlagðri landsframleiðslu Evrópusambandsins. Lækki tekjur á hvern íbúa bandarísks

fylkis um 1 dal nemur endanleg lækkun ráðstöfunartekna á íbúa samkvæmt einni rannsókn aðeins 60 centum. Munurinn felst í 34 centa lækkun sambandsskatts og 6 centa aukningu atvinnuleysisbóta.<sup>13</sup> Millifærslukerfi Evrópusambandsins og það sem fyrirséð er innan EMU (structural funds og cohesion funds) kemst ekki nálægt því að hafa slík áhrif<sup>14</sup>. Ekki hafa þó allir komist að þeirri niðurstöðu að áhrif bandaríska skattkerfisins sé svo mikil, sumir ætla jafnvel að þau séu ekki nema 10-20%.<sup>15</sup>

Því hefur verið haldið fram að án tækja til jöfnunar milli aðildarlanda sé hætt við að Myntbandalaginu verði kennt um svæðisbundinn samdrátt sem grafið gæti undan pólitískum stöðugleika innan þess. Þar með er þó ekki öll sagan sögð. Þótt það fé, sem bandarísk alríkisstjórnvöld hafa til umráða, sé hlutfallslega mun meira en fé Evrópusambandsins og tilfærslur milli fylkja að sama skapi meiri, þá hafa einstök Evrópuríki mun öflugri tæki til sveiflujöfnunar en fylki Bandaríkjanna, m.a. sökum þess að lagalegar skorður eru reistar við hallarekstri bandarísku fylkjanna og vegna samkeppni í skattamálum.<sup>16</sup> Stöðugleikabandalagið og skuldastaða margra landa mun þó reisa ákveðnar skorður við notkun sjálfvirkar sveiflujöfnunar. Við núverandi stöðu mála er jafnvel hugsanlegt að ytri áföll, sem gætu haft í för með sér halla er teldist óhóflegur í skilningi stöðugleikasáttmálans, verði til þess að stjórnvöld herði á aðhaldi í stað þess að láta sjálfvirka sveiflujöfnun hafa sinn gang. Masson (1996) kemst að þeirri niðurstöðu að meðalmunur raunverulegs og kerfisbundins halla hins opinbera sé u.p.b. 2%. Til þess að tryggja að halli verði ekki umfram 3% nema í undantekningartilfellum (t.d. ef samdráttur er meiri en 2% eins og kveðið er á um í stöðugleikasáttmálanum) yrði að reka hið opinbera með halla sem í meðalárferði er ekki meiri en nemur 1% af landsframleiðslu.

Þótt færa megi rök fyrir því að litlar fjárhagslegar tilfærslur milli landa Evrópusambandsins séu ekki eins alvarlegt vandamál og halda mætti við fyrstu sýn, er ekki ólíklegt að þær raddir, sem leggja áherslu á nauðsyn slíkra tilfærslna, verði háværar eftir stofnun EMU.<sup>17</sup>

Því má halda fram að auðveldara verði að fá slíkar ráðstafanir samþykktar og framkvæmdar þegar greiðslujafnaðarupplýsingar milli aðildarríkja eru ekki lengur fyrir hendi og af þeim sökum erfiðara að rekja og meta áhrif tiltekinnna ráðstafana á einstök lönd.<sup>18</sup> Myntbandalagið geti því auðveldað Evrópusambandinu að takast á hendur aukið fjárhagslegt hlutverk sem hefði það í för með sér að sjálfvirkar sveiflujafnandi tilfærslur á milli svæða ykjast.

Af framansögðu má ljóst vera að ekki er alls kostar fullnægjandi að meta áhrif EMU til lengdar eingöngu út frá aðstæðum fyrir stofnun Myntbandalagsins. Þótt land uppfylli ekki fyrirfram skilyrðin um hagkvæmasta myntsvæði er hugsanlegt að aðild þess að bandalaginu verði samt sem áður til þess að það uppfylli skilyrðin eftir á.<sup>19</sup> Tvennt getur orðið til þess að auka fylgni hagsveiflna innan EMU-svæðisins. Í fyrsta lagi er líklegt að EMU stuðli að auknum milliríkjavíðskiptum innan EMU-svæðisins sem eykur á gagnkvæm tengsl milli hagkerfa aðildarlandanna og þar með að öllum líkindum fylgni hagsveiflna innan svæðisins.<sup>20</sup> Þannig má t.d. benda á að efnahagsleg tengsl einstakra fylkja í Kanada eru mun sterkari en við fylki í Bandaríkjunum þótt þau kunni að liggja mun nær. Niðurstöður athugana á grundvelli svokallaðs þungamiðjulíkans (gravity model) benda til þess að aðild að Evrópusambandinu muni auka viðskipti verulega, og ætla má að þátttaka í EMU ýti enn undir viðskipti.<sup>21</sup> Flestar þjóðir Evrópu, einkum jaðarþjóðir, eiga langt í land með að ná fullkomnum markaðsamruna.<sup>22</sup>

Í öðru lagi er líklegt að frekari samhæfing efnahagsstefnunnar á svæðinu muni ýta enn frekar undir fylgni í hagsveiflum aðildarríkjanna. Slík þróun hefur reyndar nú þegar orðið í kjölfar stofnunar ERM. Hagsveiflur margra aðildarríkja ERM, sem áður höfðu tilhneigingu til þess að fylgja bandarískri hagsveiflu eftir, eru nú fremur í takt við hagsveiflu Þýskalands.<sup>23</sup> Reyndar virðist nú vera meiri fylgni á milli einstakra svæða í ólíkum löndum en milli svæða í sama landi. T.d. virðist fylgni vera meiri í hagsveiflu á Norður-Ítalíu og í Þýskalandi en milli norður- og suðurhéraða Ítalíu.<sup>24</sup> Það virðist því ljóst að þótt óhagkvæmt kunni

að vera fyrir sum lönd ESB að vera innan eins og sama gjaldmiðilssvæðis samkvæmt algengum viðmiðunum, þá muni mörk hagkvæmasta gjaldmiðilssvæðis liggja þvert í gegnum mörg núverandi þjóðríki.

Kenningin um hagkvæmasta gjaldmiðilssvæði hefur gengið sem rauður þráður í gegnum alla umræðu um kosti og galla EMU. Hún er þó ekki neinn stóridómur í þeim efnunum. Þeir, sem efast um að þær mælistikur á hæfni lands til þess að taka þátt í myntbandalagi, sem kenningin felur í sér, gefi rétta mynd, benda t.d. á eftirfarandi.<sup>25</sup>

\* Vísbendingar, sem leiða má af kenningunni, gefa misvísandi niðurstöður. Land, sem er vel til þátttöku í myntbandalagi fallið miðað við einn mælikvarða, getur verið illa til þess fallið samkvæmt öðrum kvarða.

\* Munur er á miðlunarleiðum peningastefnu frá einu landi til annars, en það veldur því að aðgerðir í peningamálum hafa ólík áhrif í einstökum löndum. Þessi munur er ekki síður mikilvægur en „raunskellir“ sem rætt hefur verið um hér að framan. Þannig gæti vaxtahækkun ECB haft mjög ólík áhrif, annars vegar í þeim löndum þar sem skammtímafjármögnun er ráðandi (t.d. í Bretlandi) og hins vegar í löndum þar sem fjármögnun til langs tíma er algengari (t.d. í Þýskalandi og löndum sem hafa búið við langvarandi verðfestu).<sup>26</sup>

\* Ekki er að sjá að áföll eða búhnykkir í utanríkisviðskiptum hafi haft veruleg áhrif á atvinnuleysi, hvorki undir fastgengi né sveigjanlegri gengistilhögun.<sup>27</sup>

Á móti glötuðu sjálfstæði um mótun peningastefnu vegur þungt á metaskálum að mati margra talsmanna EMU sá aukni trúverðugleiki stefnunnar í peningamálum sem talið er að ýmis ríki muni öðlast með myntsamrunanum. Segja má að með peningalegum samruna við „kjarnann“ í ESB, ásamt þeirri staðreynd að hlutverk ECB í hinu nýja myntbandalagi er að verulegu leyti sniðið eftir fyrirmynd þýska seðlabankans, fái ýmis jaðarlönd í Evrópu hlutdeild í því trausti sem peningamálastefna „kjarnaríkja“ Evrópusambandsins hafa áunnið sér. Skortur á trausti getur ýtt undir gjaldeyrisflotta og spákaupmennsku og knúið lönd til þess að halda uppi hærri vöxtum en æskilegt er

með tilliti til innlends efnahagsástands, og dugar ekki alltaf til. Háir vextir hafa svo einn þungt róðurinn enn frekar hvað varðar jafnvægi opinberra fjármála, en mikill halli á rekstri hins opinbera er oft ein helsta ástæða þess að traust markaðarins á verðgildi gjaldmiðils brestur. Reynslan virðist sýna að markaðurinn hafi tilhneigingu, þegar traust á gjaldmiðli brestur, til þess að magna sveiflur umfram það sem undirliggjandi efnahagsþróun gefur tilefni til. Nægir að vísa til reynslunnar í Evrópu á árunum 1992 og 1993 og í ýmsum ríkjum Rómönsku Ameríku (einkum Mexíkó) árið 1995. Í báðum tilfellum virðist gengi gjaldmiðla, sem glötuðu um tíma trausti markaðarins, hafa fallið mun meira en samræmdest langtímajafnvægisgildi þeirra. Með tilkomu sameiginlegs gjaldmiðils verður slíkur fjármagnsflótti og gjaldeyrispákaupmennska úr sögunni.

Þau lönd, sem skort hefur aðhald í stjórn opinberra fjármála og peningamála, munu augljóslega hagnast mest á trúverðugleika peningastefnunnar og þeirri lækkun vaxta sem af auknu trausti leiðir. Oft er sagt að með því að afsala sér heimild til að fella gengið geti jaðarlöndin „fengið trúverðugleika að láni“ frá kjarnaríkjunum. Slíkar „lántökur“ geta hins vegar verið kostnaðarsamar ef ekki liggur fyrir því sem næst full vissa markaðsaðila fyrir því að afsal gengisfellingarmöguleikans sé endanlegt. Stjórnvöld sem hyggjast auka aðhald og afla sér með þeim hætti aukins trausts standa frammi fyrir þeim vanda að það getur tekið langan tíma að ávinna sér traust markaðarins þegar ekki er boðið upp á önnur veð en yfirlýsta staðfestu stjórnvalda. Efnahags- og myntbandalagið stytir verulega þann tíma sem það tekur að ávinna sér traust markaðarins (miðað við gengisfestu af ótraustara tagi) af tveimur ástæðum: Í fyrsta lagi er mun erfiðara að láta undan þrýstingi um úrsögn úr myntbandalagi (einkum ef það felur í sér sameiginlegan gjaldmiðil, en ekki einungis sameiginlega peningamálastefnu eins og í sumum eldri myntbandalögum) en að hverfa frá gengisfestu sem jafnvel getur orðið óhjálpsleg þvert gegn vilja stjórnvalda. Þegar gengisfellingarmöguleikinn er úr sögunni fækkar því leiðum stjórnvalda út



úr ógöngum óábyrgrar fjármálastjórnar sem ætti að þvinga þau til varanlegra aðgerða fremur en skyndilausna. Í öðru lagi mun stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálinn auka enn á pólitískan kostnað óhóflegs hallareksturs hins opinbera. Um leið og EMU stytir tímamál sem það tekur aðildarríki að ávinna sér traust og þar með njóta ávaxta aukinnar aðhaldssemi ætti það að verða hvati til slíkrar háttsemi.

Miklu skiptir í hugum stjórnvalda margra væntanlegra aðildarríkja EMU að í stað þess að gangast undir peningalega stjórn ákveðins ríkis, í þessu tilviki Þýskalands, fá aðildarríkin í gegnum EMU með beinum hætti aðild að ákvörðuninni. Þetta getur skipt nokkru máli því að lögformlega er t.d. þýski seðlabankinn einungis skyldugur til þess að taka mið af peninga- og verðlagsþróun í Þýskalandi. ECB/ESCB mun hins vegar þurfa að taka tillit til verðlags- og peningapróunar á EMU-svæðinu öllu. Það má þess vegna halda því fram að EMU færi þátttökuþjóðunum að nokkru leyti til baka það ákvörðunarvald um peningamál sem þær afsala sér með aðild að ERM.

Einhver mikilvægustu hagstjórnarrökkin fyrir myntbandalagi eru þó ekki efnahagsleg nema að hluta til. Aukið frelsi og tækniframfarir á sviði fjármagnsviðskipta hefur hvort tveggja leitt til þess að erfiðara er en áður að viðhalda stöðugu gengi. Margir óttast að miklar gengissveiflur, sem án áformanna um myntbandalag gætu orðið mun meiri en nú er, geti grafið undan hinum sameiginlega markaði Evrópusambandsins. Sé það rétt er miklu meira í húfi en ráða má af einföldum samanburði með tilliti til mælikvarða á hagkvæmni myntsvæðis eða útreikningum á sparnaði sökum lægri vaxta- og viðskiptakostnaðar (sjá síðar).

#### 2.1.1.1.1 Evra - veikur eða sterkur gjaldmiðill?

Mikið hefur verið fjallað um það á síðustu misserum hvort evra muni verða sterkur gjaldmiðill eða veikur. Einkum virðast tilteknir aðilar, m.a. í Þýskalandi, óttast að evran muni verða veikari gjaldmiðill en þýska markið, sérstaklega ef vítt EMU (þ.e.a.s. með þátttöku Ítalíu, Spánar og Portúgals) verður að veru-

leika. Breytilegar væntingar markaðsaðila í þessum efnum virðast nú þegar vera farnar að hafa áhrif, t.d. á gengi þýska marksins. Ef það er ráðandi sjónarmið á gjaldeyrismörkuðum að vítt EMU leiði til þess að evran verði veik mun markaðurinn leita vars í gjaldmiðlum sem teljast traustari, svo sem Bandaríkjadal, svissneskum franka eða sterlingspundi.

Ekki er alltaf ljóst þegar rætt er um „veikan“ eða „sterkan“ gjaldmiðil hvort verið er að fjalla um styrkleika gjaldmiðilsins til langs tíma eða skamms. Hugum að langtímastyrk evrunnar fyrst. Rökin fyrir því að evran muni verða veikur gjaldmiðill til langframa eru m.a. þessi:

Hætta er talin á að einhverjum aðildarríkja (og þá er Ítalía oftast nefnd) muni mistakast að ná tökum á ríkisfjármálum sínum og það muni knýja önnur ríki ESB til hjálparaðgerða og auka þrýsting á ECB til tilslökunar í peningamálum. Það mundi aftur valda aukinni verðbólgu og veikja þar með evruna gagnvart öðrum gjaldmiðlum. Rétt er þó að minna á að ECB verður óheimilt að lána beint til ríkisstjórna, og það takmarkar mjög verðlagsáhrif hugsanlegra björgunaraðgerða. Erfitt efnahagsástand í þeim löndum sem eiga í basli með Maastricht-skilyrðin kann engu að síður að ýta undir peningalega tilslökun ECB.

Með hliðsjón af ofangreindum röksemdum er vítt EMU stundum lagt að jöfnu við veika evru. Þetta gera einkum talsmenn þess að EMU einskorðist við þröngan hóp ríkja í upphafi. Gegn þessu má hins vegar tefla þeirri mótbáru að það kynni einnig að valda þrýstingi á peningastefnu ECB ef öflugt ríki á borð við Ítalíu yrði útilokað frá þátttöku í upphafi. Má í því sambandi minna á viðkvæmni Frakka gagnvart „samkeppnisgengisfellingum“ Ítala. Verði Ítalía utan EMU er ekki ólíklegt að sú staða geti komið upp að Frakkar telji nauðsynlegt að vaxtastefna ECB taki mið af því að gera Ítalíu ekki of erfitt um vik að viðhalda stöðugu gengi gagnvart evru, þannig að ekki hallist um of á samkeppnisstöðu fransks iðnaðar.

Aðrir hafa meiri áhyggjur af því að styrkur evrunnar verði of mikill. Sumir telja hættu á að peningamálastefna ECB verði of aðhaldssöm. Þannig hefur Goodhart (1996) fullyrt að EMU

muni í raun mynda harðari peningalega grunnfestu en gullfóturinn sem peningakerfi heimsins grundvallaðist á meira eða minna fram í lok sjöunda áratugarins.<sup>28</sup> Margt gæti stuðlað að sterkum gjaldmiðli fremur en veikum. Þar er að nefna stöðugleikasáttmálann, ef hann hefur þau áhrif sem til er ætlast, sjálfstæði Seðlabanka Evrópu og loks þá staðreynd að staða stjórnvalda í hverju aðildarlandi gagnvart bankanum verður mun veikari en staða þeirra gagnvart eigin seðlabanka.<sup>29</sup>

Styrkleiki evrunnar til langframa mun í senn birtast í og að nokkru ráðast af eftirspurn eftir henni sem forða- og viðskiptagjaldmiðli, og telja sumir að evran muni verða eftirsótt sem slík. Þessi eftirspurn ræðst af ýmsu, t.d. stærð mynsvæðisins, umfangi viðskipta þess við lönd utan mynsvæðisins og síðast en ekki síst því trausti sem stjórnvöldum tekst að vekja á peningastefnu ECB. Ef gert er ráð fyrir að EMU muni í framtíðinni ná til allra Evrópu-sambandslandanna (og síðar einnig til flestra A-Evrópuríkja) er ljóst að evran mun fljótlega skáka Bandaríkjadal að því er varðar stærð hagkerfis og umfang utanríkisviðskipta. Ef væntingar markaðarins eru í samræmi við þá skoðun að evran muni verða sterkur gjaldmiðill, sökum þess hvernig EMU er uppbyggt, er ekki ólíklegt að lönd sem eiga mikil viðskipti við EMU-ríki muni auka evruforða sinn umfram samanlagða fjárhæð gjaldeyrisforða EMU-landa fyrir EMU, og þá sennilega á kostnað Bandaríkjadals. Á hinn bóginn gæti vítt EMU stuðlað að veikari evru að því leyti sem trúverðugleiki peningastjórnar veltur á traustum fjárhag hins opinbera ekki síður en sjálfstæði ECB.

Í fyrstu munu ýmsir gagnstæðir kraftar eftirspurnar líklega togast á um evruna. Þörf landa innan EMU, en einnig utan, fyrir gjaldeyrisforða mun minnka miðað við samanlagðan forða í gjaldmiðlum þessara ríkja nú.<sup>30</sup> Bankar og aðrir viðskiptaaðilar innan EMU, sem geyma nú hluta af gjaldeyrisforða sínum í gjaldmiðlum annarra væntanlegra EMU-landa til þess að auðvelda viðskipti og draga úr áhættu í þeim, munu ekki hafa þörf fyrir evrur í þeim tilgangi.<sup>31</sup>

Þegar dregur úr þörf fyrir gjaldeyrisforða

EMU-seðlabanka, sökum þess að notkun annarra gjaldmiðla hverfur úr viðskiptum og fyrri gjaldmiðlar teljast ekki lengur til gjaldeyrisforða, gæti þörf EMU-landa fyrir gjaldeyrisforða minnkað um 60% ef öll ESB-ríki verða þátttakendur.<sup>32</sup>

Að hluta til hafa viðskipti EMU-landa innbyrðis og viðskipti þeirra við önnur viðskiptalönd farið fram í gjaldmiðli þriðja lands, einkum í Bandaríkjadöllum. Reiknað er með að hluti þessara viðskipta færist í evrur. Af þeim sökum hefur sá ótti komið upp að offramboð verði á dölum eftir stofnun EMU. Það gæti valdið lækkuð Bandaríkjadals og aukið styrk evrunnar. Aðrir telja þó slíkar áhyggjur ástæðulausar, enda sýni sagan að seðlabankar fari sér yfirleitt hægt í að breyta samsetningu gjaldeyrisforða síns, auk þess sem ekki er líklegt að breytingar á spurn eftir dölum sem forðagjaldmiðli verði miklar í samanburði við alþjóðlegar eignir og skuldir Bandaríkjanna.<sup>33</sup>

Styrkleiki eða stöðugleiki evrunnar til skamms tíma er e.t.v. enn meiri ráðgáta en hitt, hvort evran muni halda styrk sínum til lengdar, sökum þess hve skammtímaþróun á gengi gjaldmiðla er bundin væntingum markaðsaðila um langtíma jafnvægi og þess hve orsakasamhengi til skamms tíma er háð mikilli fræðilegri óvissu. Slík óvissa verður sérstaklega mikil á fyrstu árum evrunnar meðan væntingar markaðarins um langtíma- jafnt sem skammtíma- styrk hennar eru í mótun. Það kann einnig að stuðla að auknum óstöðugleika evrunnar, hugsanlega til frambúðar, að gengi hins sameiginlega gjaldmiðils gagnvart öðrum gjaldmiðlum verður léttvægara efnhagslega séð fyrir aðildarríkin í heild en gengi núverandi gjaldmiðils nokkurs væntanlegs aðildarlands er fyrir það land, einkum ef þátttaka í EMU verður víðtæk. Eftir að EMU verður að veruleika mun athygli ECB líklega mun fremur beinast að verðlagsþróun og þróun peningamagns innan EMU en gengi evrunnar gagnvart öðrum gjaldmiðlum. Það er því líklegt að yfirvöld peningamála innan EMU verði afskiptalausari um gengi evrunnar líkt og stjórnvöld í Bandaríkjunum hafa þótt afskiptalaus um gengi dalsins.<sup>34</sup> Gengi evrunnar kann af

þeim sökum að sveiflast meira gagnvart ótengdum gjaldmiðlum utan Myntbandalagsins.<sup>35</sup> Fyrir þau EMU-lönd, sem fyrst og fremst eiga viðskipti sín á milli, kann slíkur óstöðugleiki að vera lítilsverður, en það gæti valdið nokkurri spennu innan víðs EMU sem nærði til jaðarlanda með umtalsverð viðskipti utan EMU. Einnig myndu miklar sveiflur evrunnar gagnvart Bandaríkjadal og jeni gera þeim löndum, sem tengdu gjaldmiðla sína við evru einhliða eða vegna aðildar að ERMII, erfiðara um vik, einkum löndum sem eru í þeirri stöðu að eiga viðskipti við Evrópu og Norður-Ameríku í nokkuð jöfnum hlutföllum. Rættist spádómar um auknar sveiflur á milli helstu gjaldmiðilssvæða mun það eflaust hafa langtímaáhrif á það hvernig utanríkisviðskipti jaðarlanda þróast, einkum landa sem liggja á mörkum stærstu gjaldmiðilssvæðanna. Hugsanlegt er að þau muni í auknum mæli halla sér að annarri hvorri gjaldmiðilsblokkinni, en um leið hneigjast til að dreifa viðskiptum utan aðalviðskiptasvæðisins.

#### *2.1.1.1.2 Myntbandalagið, verðbólgu-skattur og stjórn opinberra fjármála*

Með tilkomu EMU skerðast möguleikar hins opinbera til þess að fjármagna hallarekstur með verðbólgu-skatti (e. seigniorage). Möguleikar aðildarríkjanna til þessa hafa reyndar verið þrengdir verulega á liðnum árum, t.d. með því að banna ríkisstjórnun að taka bein lán í eigin seðlabanka. Vandí væntanlegra aðildarríkja vegna lægri verðbólgu-skatts er því mun minni nú en þegar áformin um EMU komu fyrst upp. Nú er talið algengt að þessi verðbólgu-skattur nemi um eða innan við 1% af landsframleiðslu.<sup>36</sup> Fáir harma hve möguleikar ríkisvaldsins hafa þrengst á þessu sviði, enda virðist vera um það nokkuð víðtæk samstaða að skaði af slíkri fjármögnun, þ.e.a.s. brenglun af völdum verðbólgu, vegi þyngra en hugsanlegt hagræði af henni. Takmörkun á getu aðildarríkja til þess að leggja á verðbólgu-skatt getur þó hugsanlega leitt til aukins áhættuálags á vexti sem skuldug aðildarríki greiða. Einnig hefur verið á það bent að í löndum þar sem neðanjarðarhagkerfi er umfangsmikið sé verðbólgu-skattur oft eina leiðin til

þess að ná til mikils hluta hagkerfisins. Í EMU mun Seðlabanki Evrópu ráða yfir hinum sameiginlega verðbólgu-skatti myntsvæðisins. Í 32. gr. sammingsins um lög Sambands evrópskra seðlabanka er kveðið á um reikniaðferð til þess að ákvarða hlut hvers ríkis í sameiginlegum myntsláttuhagnaði, en þar segir að hann miðist til helminga við landsframleiðslu og mannfjölda.<sup>37</sup>

Tilfærsla á peningalegu ákvörðunarvaldi til ECB/ESCB hefur það í för með sér að þungi mótvægisáðgerða beinist í auknum mæli að ríkisfjármálum aðildarríkjanna. Það gerir þá kröfu til stjórnvalda að rekstri hins opinbera sé almennt svo háttáð að hagvaxtarskeið séu notuð til þess að lækka opinberar skuldir og þannig búið í haginn fyrir örvandi áðgerðir á samdráttartímum. Stöðugleika- og hagvaxtarbandalaginu, sem fjallað var um hér að framan, er ætlað að tryggja að staða opinberra fjármála sé nægilega traust í þessum skilningi, en felur um leið í sér að stjórn opinberra fjármála muni sæta auknum samþjóðlegum afskiptum. Það dregur úr svigrúmi stjórnvalda til að fjármagna hallarekstur hins opinbera. Sjálfstæði ECB mun einnig koma í veg fyrir að verðbólgu-skattur verði notaður til að fjármagna hallarekstur hins opinbera. Nokkurt svigrúm verður þó áfram til mótvægisáðgerða.

Ekki eru allir á einu máli um að ströng skilyrði af því tagi, sem beitt verður í stöðugleikabandalaginu, séu af hinu góða. Áður hefur verið minnst á að mjög ströng og ósveigjanleg skilyrði gætu haft afar óæskileg áhrif á forgangsroðun verkefna á vegum hins opinbera. Einnig er ljóst að sektir, sem leggjast á þau aðildarríki sem fara fram úr viðmiðunarmörkum, geta enn torveldað þeim að koma á jafnvægi í opinberum fjármálum. Hugsanlegt er að stöðugleikabandalagið hafi a.m.k. fyrst í stað þau áhrif að hækka skatta og draga úr fjárfestingu hins opinbera. Það verður ekki talið horfa í rétta átt, síst í löndum þar sem þjóðhagslegur sparnaður er minni en skyldi. Miklu varðar því að ríkisfjármál aðildarríkjanna séu í því horfi að viðmiðunarmörk stöðugleikasáttmálans verði ekki bindandi og horft sé til lengri tíma við gerð fjárlaga.<sup>38</sup> Áætlanir á sviði opinberra fjármála munu þurfa að taka mið af

umtalsverðri óvissu sem ávallt er við fjárlaga-gerð. Oft er liðið langt á fjárlagaár þegar ljóst verður hvort settu marki er náð, og er í því sambandi skemmst að minnast vanmats þýskra stjórnvalda á halla hins opinbera árið 1996. Hann varð ekki stjórnvöldum ljós fyrir en undir lok ársins.

Lækkun vaxta mun væntanlega auðvelda löndum á jaðri ESB að ná tökum á fjármálum hins opinbera og snúa við opinberri skuldasöfnun síðustu áratuga. Að því leyti mun svigrúm þeirra á sviði opinberra fjármála til lengri tíma fremur vaxa en minnka því að ljóst er að þessi ríki þyrftu að taka á þeim vanda, sem við blasir í opinberum fjármálum, hvað sem líður aðild að EMU. Þau lönd, sem nú búa við miklar opinberar skuldir og háa vexti, munu tvímælalaust hagnast mest á aðild að Myntbandalaginu. Ítalía er þar e.t.v. skýrasta dæmið. Þrátt fyrir umtalsverðan halla á rekstri hins opinbera í heild er afgangur á rekstrinum meiri en í flestum öðrum ESB-löndum ef vaxtagreiðslum er sleppt. Gerist Ítalía aðili að EMU mun skjótlega draga úr vaxtagjöldum hins opinbera af tveimur ástæðum; sökum minnkandi skuldastofns og lægri vaxta. Benda má á reynslu Íra undanfarinn áratug sem dæmi þess hvernig land í erfiðri skuldastöðu getur snúið við blaðinu eftir langvarandi aðhaldsleysi á sviði opinberra fjármála.

Ef Myntbandalagið verður til þess að efla enn frekar viðskipti á milli aðildarríkjanna, eins og vonir standa til, mun skilvirkni mótvægisáðgerða einstakra þjóðríkja óhjákvæmlega minnka því að mikill hluti eftirspurnar-áhrifa slíkra áðgerða hverfur úr hagkerfi hlutaðeigandi ríkis (ef hægt verður að tala um efnahag einstakra ríkja sem hagkerfi). Það sjónarmið að auka þurfi hlutverk sambandsins miðað við hlutverk hins opinbera í einstökum ríkjum mun því eflaust fá aukinn hljómgrunn. Að langmestu leyti verður það þó áfram á verksviði stjórnvalda einstakra ríkja að deila útgjöldum hins opinbera á útgjaldaliði og ákveða með hvaða hætti tekna er aflað. A.m.k. er tæpast að vænta neinna skjótra breytinga á því sviði. Hins vegar má gera ráð fyrir að smám saman muni Myntbandalagið ýta undir að dregið verði úr þeim mun sem er á milli

aðildarríkjanna og varðar gerð skattakerfisins því að með tilkomu sameiginlegs gjaldmiðils verður munur á skattamálum aðildarríkja gagnsærri en áður.

Auk þess að vekja þörf fyrir aukin umsvif bandalagsins mun sameiginlegur gjaldmiðill auðvelda sameiginlega stefnumótun og efnahagsáðgerðir. Sem dæmi má nefna að hin sameiginlega landbúnaðarstefna ESB (CAP) hefur oft reynst erfið í framkvæmd sökum breytinga á innbyrðis gengi gjaldmiðla ESB-landa. Framkvæmd hennar verður auðveldari eftir myndun EMU, sérstaklega ef þátttaka nær út fyrir hinn þrönga kjarna ESB.

#### *2.1.1.2 Áhrif Myntbandalagsins á hagkvæmni, hagvöxt og svæðisbundna efnahagsþróun*

Efnahagslegur ávinningur EMU getur komið fram með ýmsum hætti þótt deila megi um hve mikill hann verði og hve þungt sá ávinningur vegur á móti þeirri áhættu sem tekin er og varðar sérstök áföll sem efnahagur einstakra landa kann að verða fyrir. Sameiginlegur gjaldmiðill mun draga úr viðskiptakostnaði. Með tilkomu EMU verður gengisáhætta úr sögunni í viðskiptum innan Myntbandalagsins, en hún felur í sér umtalsverðan viðskiptakostnað. Þótt kaupa megi tryggingu gegn slíkri áhættu, þá er hún dýr rétt eins og tryggingar gegn áhættu af öðru tagi.

Í jaðarríkjum mun brotthvarf gengisáhættu án efa leiða til töluverðrar lækkunar vaxta, einkum í ríkjum sem áður hafa búið við veikan gjaldmiðil. Vextir munu að líkindum einnig lækka eitthvað, ekki síst í smærri aðildarríkjum EMU, sökum þess að með sameiginlegum gjaldmiðli munu fjármálamarkaðir dýpka. Einnig er líklegt að sameiginlegur gjaldmiðill stuðli að aukinni samkeppni og hagræðingu innan fjármálageirans og að aukin hagkvæmni muni leiða til minni vaxtamunar í fjármálakerfi Evrópu. Einnig mun aukið aðhald í opinberum fjármálum, sem stöðugleikasáttmálinn gerir kröfu um, að öðru óbreyttu leiða til lægri vaxta.<sup>39</sup> Það er því margt sem bendir til þess að vextir í Evrópu, einkum jaðarríkjunum, muni lækka, og reyndar hefur lækkun vaxta nú þegar komið fram að nokkru leyti. Erfitt er að meta til fullnustu þann sparn-

að í formi vaxta sem falla mun einstökum aðildarríkjum í skaut, m.a. sökum þess að óvíst er að hve miklu leyti væntingar um myntbandalag hafa þegar haft áhrif á vaxtamyndun og að hve miklu leyti um er að ræða vaxtalækkun sem stafar af auknu aðhaldi í opinberum fjármálum og orðið hefði hvort sem er. Samkvæmt útreikningum Gros (1996) gæti vaxtasparnaður hins opinbera á Ítalíu, miðað við gögn frá árinu 1994, numið 4-7% af landsframleiðslu og í Grikklandi enn meiru.<sup>40</sup> Sparnaður annarra ríkja yrði mun minni. Reikna má með að hluti þessa sparnaðar hafi nú þegar komið fram. Þótt vaxtamunur á milli landa innan EMU muni minnka er ekki þar með sagt að hann hverfi með öllu. Þótt gjaldmiðlaáhætta verði úr sögunni hverfur ekki sá vaxtamunur sem stafar af því að lönd eru metin sem misjafnlega traustir skuldarar. Jafnvel gæti farið svo í einstökum löndum að þessi þáttur vaxtamunarins ykist sökum þess að möguleikar stjórnvalda til þess að standa undir skuldbindingum með aukinni peningaútgáfu skerðist enn frekar en orðið er. Einkum er hætt við að markaðurinn líti til þessarar skerðingar á svigrúmi stjórnvalda í þeim aðildarríkjum sem búa við mestar skuldir hins opinbera. Skuldug aðildarlönd munu því að líkindum þurfa að greiða nokkurt áhættuálag.<sup>41</sup>

Ef stofnun EMU felur yfirleitt í sér hagkvæmari fjármálamarkað og lækkun vaxta er hugsanlegt að Myntbandalagið geti örvað fjárfestingu og þar með hagvöxt. Hagvaxtaraukning, sem virðist lítil í bráð, getur haft umtalsverð áhrif á lífskjör til langframa.

Líklega munu umskiptin verða hvað mest og skjótust á fjármálamörkuðum Evrópu. Í skýrslu Bayerische Vereinsbank (BV) er lögð áhersla á að með því að EMU dragi úr skiptingu markaðarins muni áherslur færast frá hinu opinbera til einkaaðila og smá og meðalstór fyrirtæki eiga auðveldara uppdráttar.<sup>42</sup> Helstu breytingar sem BV sér fyrir eru:

\* Skuldabréfamarkaður mun bæði dýpka og víkka með auknu vali hvað varðar lengd og tegund bréfa. Skuldabréf fyrirtækja verða fyrirferðarmeiri á markaðinum. Verðbréfasöfn fjárfesta verða í auknum mæli evrópsk fremur en bundin einstökum löndum.

\* Á hlutabréfamarkaði mun athygli fjárfesta í auknum mæli beinast að skiptingu eftir geirum fremur en löndum. Hlutabréfaútböð smárra og meðalstórra fyrirtækja vaxa og hlutabréfamarkaður stækkar, meðal annars sökum þess aukna þrýstings sem EMU setur á einkavæðingu í aðildarlöndunum.

\* Viðskipti með afleiður verða í færri kauphöllum, í Bretlandi, Þýskalandi og Frakklandi, og þörfin á framvirkum vaxtasamningum mun minnka.

Myntbandalagið kann einnig að leiða til efnahagslegs ávinnings, jafnvel aukins hagvaxtar, eftir öðrum og langvinnari leiðum. Skipting markaðar í mörg gjaldmiðilssvæði felur í sér tiltekna viðskiptahindrun. Líkt og aðrar viðskiptahindranir eykur tilvist margra gjaldmiðla viðskiptakostnað og hefur með þeim hætti áhrif á háttsemi fyrirtækja, m.a. fjárfestingu þeirra. Gengisáhætta kann að ráða nokkru um það hvar atvinnufyrirtæki setja niður starfsemi sína. Fyrirtæki sem markaðssetja vöru eða þjónustu á hinum innri markaði ESB taka nokkra áhættu um gengisþróun þegar þau velja fjárfestingu stað í einhverju aðildarlandanna. Til þess að draga úr áhættu kunna fyrirtækin að dreifa starfsemi sinni meira en að öðru leyti er hagkvæmt eða kjósa að koma framleiðslu fyrir á fremur stóru gjaldmiðilssvæði, þótt önnur staðsetning sé að gengisáhættu slepptri hagkvæmari.<sup>43</sup> Rétt eins og afnám viðskiptahindrana á borð við tolla og kvóta leiðir til hagkvæmari alþjóðlegrar verkaskiptingar, ætti aukin hagkvæmni í staðarvali fyrir atvinnustarfsemi að hafa ávinning í för með sér til lengri tíma.

Auk þess að draga úr gengisáhættu og kostnaði við að verjast henni mun sameiginlegur gjaldmiðill draga úr beinum kostnaði við að skipta úr einum gjaldmiðli í annan. Lönd sem eiga löng landamæri á þéttbýlum svæðum, þar sem viðskipti og hreyfanleiki íbúa yfir landamæri er mikill, munu hagnast mest á lækkun þessarar tegundar viðskiptakostnaðar. Þetta er einn af fáum þáttum sem auðvelt er að meta tölulega. Evrópuráðið mat kostnað Evrópubandalagsríkjanna af þeirri starfsemi sem 0,4% af landsframleiðslu. Fyrir smærri Evrópuríki er kostnaðurinn meiri eða um 0,9%

af landsframleiðslu þeirra 12 aðildarríkja að 4 stærstu ríkjunum frátöldum sem aðild áttu þegar könnunin var gerð.<sup>44</sup> Það mat tekur þó aðeins til beins ábata af færslu framleiðsluþátta frá fjármálageiranum til annarra geira. Ýmiss konar hagræði af auknum viðskiptum yfir landamæri og önnur óbein áhrif eru ótalin.<sup>45</sup>

Sameiginlegur gjaldmiðill mun einnig auðvelda alþjóðlegan verðsamanburð og auka þannig samkeppni og hagkvæmni. Það má því með nokkrum rétti halda því fram að Myntbandalagið feli í sér fullkomnun hins sameiginlega markaðar.

Lönd sem eiga mikil utanríkisviðskipti komast ekki hjá því að geyma allmikinn gjaldeyrisforða í gjaldmiðlum hvers annars í greiðsluhæfu formi.<sup>46</sup> Mikill gjaldeyrisforði felur óhjákvæmilega í sér nokkurn fórnarkostnað þar sem ávöxtun breytist að jafnaði í öfugu hlutfalli við greiðsluhæfi. Með tilkomu sameiginlegs gjaldmiðils minnkar þörf fyrir gjaldeyrisforða af tveimur ástæðum. Í fyrsta lagi verður ekki lengur þörf á að eiga greiðsluhæfan gjaldeyrisforða til þess að tryggja hnökralaus viðskipti við lönd innan Myntbandalagsins eins og áður hefur komið fram. Í öðru lagi kann hinn sameiginlegi gjaldmiðill að verða notaður sem reiknings- og uppgjörs-eining viðskiptasamninga í meiri mæli en fyrri gjaldmiðlar allir sem einn. Samningar sem nú eru skráðir og gerðir upp í Bandaríkjadölum munu að líkindum verða í auknum mæli skráðir og gerðir upp í evrum. Takist að gera evru að alþjóðlegum forðagjaldmiðli á borð við Bandaríkjadal mun aukinn myntsláttuhagnaður falla EMU-ríkjunum í skaut.<sup>47</sup>

### 2.1.2 Áhrif á lönd utan Myntbandalagsins

Aðildarlönd EMU munu auðvitað verða fyrir mestum umskiptum á sviði hagstjórnar og hinna almennu efnahagslegu forsendna efnahagslífsins, en lönd utan EMU munu einnig í auknum mæli þurfa að taka mið af nýjum forsendum hagstjórnar. Einkum á þetta við um þær þjóðir sem hyggjast taka þátt í EMU við fyrsta tækifæri. Til þeirra verða gerðar sömu kröfur og landa innan EMU, að sumu leyti e.t.v. meiri, þótt þau hafi lítið um mótun stefnunnar á sviði peningamála að segja.<sup>48</sup> Þótt

gerðar verði sömu formlegar kröfur til þeirra ESB-landa sem af eigin hvötum munu standa utan EMU, tímabundið eða til frambúðar, og EMU-landanna verða þau ekki beitt viðurlögum á sama hátt og EMU-löndin.<sup>49</sup> Strangt til tekið eru það einungis Bretland og Danmörk sem eiga þess kost að standa utan EMU til frambúðar, þótt í Svíþjóð virðist sú skoðun útbreidd að landið geti staðið utan ESB á sama hátt, en þar eru uppi miklar efasemdir um ágæti EMU.<sup>50</sup> Víst má telja að stjórn efnahagsmála í Danmörku taki sterkllega mið af reglum sem gilda innan EMU, jafnvel þótt landið kunni að standa utan Myntbandalagsins um langa framtíð. Bæði löndum, sem standa utan EMU að eigin frumkvæði, og hinum, sem gera það sökum ófullnægjandi árangurs á sviði efnahagsmála, gefst kostur á að taka þátt í hinu nýja gengissamstarfi, ERM II sem áður hefur verið fjallað um, en ekki er það skylda. ERM II verður verulega frábrugðið forvera sínum, ekki aðeins að formi, heldur einnig að inntaki. Núverandi ERM má segja að sé samhverft að því leyti að skylda til inngrípa hvílir jöfnum höndum á veikasta og sterkasta gjaldmiðli í samflotinu. Innan ERM II munu löndin utan EMU hins vegar fyrst og fremst þurfa að laga sig að löndum Myntbandalagsins. Það er ljóst að staða þeirra ESB-ríkja, sem líkleg eru til að standa utan EMU, er nokkuð ólík og ekki síður það gengisfyrirkomulag sem þeim hentar. Grikkland virðist nú eina Evrópusambandslandið sem á í verulegum erfiðleikum með að uppfylla kröfur Maastricht-sáttmálans um verðstöðugleika. Þar kynni að verða erfitt að viðhalda föstu gengi. Bretland og Svíþjóð hafa til þessa verið andsnúin fastgengisstefnu eftir slæma útreið þeirra árið 1992. Ef mikil þátttaka verður í EMU frá upphafi er því ekki víst að mörg lönd muni falla undir hið endurreista ERM.

Um lönd utan ESB gildir að verulegu leyti hið sama og ESB-lönd sem standa utan EMU til lengri tíma. Hver áhrif EMU á þessi lönd verða ræðst m.a. af því hversu opið hagkerfi þeirra er, þ.e.a.s. hve hátt hlutfall utanríkisverslunar og erlendar fjárfestingar af landsframleiðslu er, hlutdeild EMU-landa í utanríkisviðskiptum þeirra og erlendri fjárfestingu,

samsetningu utanríkisviðskipta (t.d. hvort um er að ræða hráefnaviðskipti sem eru skráð og gerð upp í Bandaríkjadöllum), hvort EMU verður vítt eða þröngt og stöðugleika og styrk evrunnar. Loks mun auðvitað skipta máli hvaða ákvarðanir aðrar þjóðir taka í gengismálum með tilliti til evru, t.d. hvort mörg lönd kjósa að gera evruna að grunnfestu gengisstefnunnar. Líklegt er að lönd, sem áður hafa tengt gjaldmiðil sinn við gjaldmiðil einhvers EMU-ríkjanna, taki upp tengingu við evruna.<sup>51</sup>

Erfitt er að sjá fyrir áhrif EMU á efnahagslíf annarra landa fyrstu misserin eftir að tilkynnt verður um aðildarríki Myntbandalagsins í upphafi þriðja áfanga, enda getur þróunin oltið mjög á pólitískum viðbrögðum einstakra ríkja í aðdraganda ákvörðunarinnar. Ljóst er að ítölsk stjórnvöld hafa teflt af dirfsku með eindreginni kröfu um að Ítalía verði í hópi fyrstu EMU-landa. Afstaða ítalskra stjórnvalda og aðgerðir á sviði opinberra fjármála, sem valda því að aðild Ítalíu virðist ekki lengur eins fjarstæð og áður, hefur vakið væntingar á fjármálamörkuðum sem gæti leitt til mikils óstöðugleika ef grundvelli þeirra yrði kippt í burtu. Höfnun aðildarríkis, sem áður hefur verið talið eiga möguleika á aðild, gæti hugsanlega valdið gjaldeyriskreppu, a.m.k. ef aðild landsins er þá ekki fyrirsjáanleg innan skamms tíma.

#### 2.1.2.1 Áhrif á hagstjórn í ríkjum utan Myntbandalagsins

Ríki sem standa tímabundið utan EMU í byrjun halda formlega forræði á sviði peningamála enn um hríð. Sjálfstæði peningastefnunnar yrði þó í raun lítið ef ríkið stefnir hvort sem er að aðild í fyrirjáanlegri framtíð. Utan EMU-ríki, sem stefna að aðild innan skamms tíma, yrðu í raun ekki síður bundin af ákvörðunum ECB en EMU-ríkin og gætu hugsanlega þurft að fylgja enn aðhaldsamari stefnu en EMU-ríki til þess að viðhalda trúverðugleika á biðtímanum. Á hinn bóginn glata þessi lönd möguleikanum til þess að hafa áhrif á peningastefnu ECB á mikilvægu mótunarskeiði hennar. Lönd innan ESB, en utan EMU, munu þó hafa nokkru meira samráð við ESCB/ECB en önnur utan EMU-ríki, en ekki taka þátt í endanlegum ákvörðunum. Fyrir ríki,

sem uppfyllt hafa hin efnahagslegu skilyrði EMU-aðildar og stefna að henni í náninni framtíð, virðist fátt mæla með frestun.

Þótt lönd utan EMU, sem ekki stefna að aðild í náninni framtíð, muni ekki sæta jafnmiklum formlegum þrýstingi og EMU-lönd í formi viðurlaga sökum óhóflegs opinbers hallareksturs og skuldaföfnunar munu þau verða fyrir óbeinum þrýstingi fjármálamarkaðarins, en hann kann að líta á Maastricht-skilyrðin sem nokkurs konar mælikvarða á styrkleika gjaldmiðils. Viðmiðanir stöðugleikabandalagsins kunna því að hafa óbein áhrif á möguleika annarra þjóða til opinbers hallareksturs. Frelsi til þess að reka hið opinbera með meiri halla og skuldaföfnun en Maastricht-skilyrðin segja til um kann því að vera minna virði í raun en ætla mætti. Áframhaldandi og jafnvel aukin gengisáhætta, sem leiðir til hærri vaxta, gæti gert erfiðara um vik að ná jafnvægi í ríkisfjármálum. Öll vandamál varðandi mótun sameiginlegrar efnahagstefnu (CAP og fleira) verða enn til staðar gagnvart þessum ríkjum.

Után EMU verður augljóslega meiri gengisáhætta en innan þess, og vextir munu því líklega verða hærri en innan bandalagsins. Einnig telja sumir að gjaldmiðlar þessara landa verði óstöðugri sökum aukinnar spákaupmennsku eftir stofnun EMU. Um þetta geta skoðanir þó verið skiptar: Samkvæmt einu sjónarmiði munu verða fleiri traustir fjárfestingarkostir innan EMU sem kynni að gera aðra gjaldmiðla miður eftirsóknarverða. Á hinn bóginn má einnig hugsa sér að fjárfestar vilji halda ákveðnu hlutfalli bréfa í verðbréfaörfum sínum í gjaldmiðlum sem sameina góða ávöxtun og nokkuð mikla áhættu. Með tilkomu EMU fækkar slíkum kostum. Fjárfestar munu því e.t.v. sækjast eftir að kaupa verðbréf í gjaldmiðlum utan-EMU-ríkja, sem bera háa vexti, með það í huga að geta selt þau áður en brestir koma í gengisfestu þeirra. Þegar forsendur gengisfestu breytast yrði hugsanlega meiri hætta á fjármagnsflóttu og spákaupmennsku gegn gjaldmiðlinum sem fjárfestar halda í verðbréfasöfnum sínum til þess njóta hárrar ávöxtunar um skeið fremur en í viðleitni til að draga úr áhættu almennt.

### 2.1.2.2 Áhrif á hagkvæmni í löndum utan Myntbandalagsins

ESB-ríki, sem standa utan EMU, og önnur lönd, sem hafa viðskiptasambönd við EMU-svæðið, munu að nokkru leyti, en ekki öllu, njóta þeirrar auknu hagkvæmni sem ætla má að leiði af EMU. Fyrir lönd, sem hafa mikil utanríkisviðskipti við EMU-svæðið, mun skippta verulegu máli hvernig til tekst um Efnahags- og myntbandalagið. Mikill hluti (50-70%) af útflutningi ríkja í Mið- og Austur-Evrópu fer t.d. til yfirlýstra EMU-landa. Í fyrsta lagi munu þessi lönd verða fyrir talsverðum áhrifum vegna spurnar eftir útflutningsafurðum þeirra. Alls er óvíst hve mikil áhrif Myntbandalagið og reglur þess muni hafa á hagvöxt til lengri tíma, en mikið veltur á því hvort tekst að glæða traust fjárfesta og neytenda á svæðinu. Til skamms tíma gætir e.t.v. einkum neikvæðra áhrifa vegna nauðsynlegra aðhaldsaðgerða. Í öðru lagi mun EMU hafa gagnger áhrif á umhverfi fjármálamarkaðarins.

Gengisáhætta landa utan EMU mun einnig minnka þótt ekki verði það til jafns við EMU-ríkin. Greina má á milli almennrar gjaldmiðilsáhættu, sem stafar af hættu á rýrnun meðal-gengis viðkomandi gjaldmiðils gagnvart körfu gjaldmiðla helstu viðskiptalanda, og sérstakrar gjaldmiðilsáhættu gagnvart einstökum gjaldmiðlum. Draga mun úr áhættu sem bundin er tilteknum gjaldmiðlum sem hverfa munu af sjónarsviðinu, einnig hjá löndum utan EMU, þó svo hin almenna gengisáhætta verði enn til staðar. Gengisáhattuálag á vexti í löndum utan EMU mun haldast að svo miklu leyti sem efnahagsþróun stefnir ekki með trúverðugum hætti að því marki sem í raun myndi samræmast EMU-aðild. Lítil lönd eða lönd með ófullburða fjármagnsmarkaði munu ávallt eiga undir högg að sækja þegar kemur að áhættu sem ekki tengist einungis þróun á verði gjaldmiðla, heldur greiðsluhæfi verðbréfa á mörkuðum þeirra. Eftir stofnun EMU, þegar gera má ráð fyrir að nokkrir háávöxtunar- og áhættugjaldmiðlar muni hverfa af sjónarsviðinu, verður vaxtamunur enn meira áberandi en fyrr ef gert er ráð fyrir að vextir allra EMU-ríkja leiti fljótlega að þýskum vöxtum. Um afleiðingar þess fyrir styrk og stöðugleika jaðargjaldmiðla

verður fjallað nánar í kaflanum um áhrif EMU á íslensk efnahagsmál.

Lönd utan EMU munu einnig njóta þeirrar dýpkunar fjármagnsmarkaðar sem sameiginlegur gjaldmiðill hefur í för með sér, að svo miklu leyti sem þau kjósa fjármögnun með útgáfu evrubréfa. Kostnaður vegna gjaldeyris-skipta mun einnig minnka þótt ekki sé hér um stórfelldar fjárhæðir að ræða og í minni mæli sé en í EMU-ríkjum. Verðsamanburður kann einnig að verða auðveldari þegar verðskynmarkaðsaðila styrkist gagnvart einum sameiginlegum gjaldmiðli. EMU mun auðvelda fjölþjóðlega markaðssetningu. Fyrir fjárfesta frá löndum utan EMU sem fjárfesta í aðildarlöndunum í því skyni að framleiða fyrir hinn innri markað ESB mun Myntbandalagið draga úr gjaldeyrisáhættu sem fylgir fjárfestingu í löndum innan þess. Hugsanlega munu fjárfestar í auknum mæli forðast fjárfestingar í löndum utan EMU ef þeim bjóðast að öðru leyti álíka ákjósanleg skilyrði í EMU-löndum. Má minna á nýlegar yfirlýsingar forráðamanna Toyota í því sambandi.

1. Sjá t.d. Goodhart (1996).

2. Þetta er afstaða Méltiz (1996). Hann gerir skýran greinarmun á jöfnun (stabilization) og aðlögun (adjustment). Hann segir (bls. 37): „If labor market adjustment is very slow in Europe and might be faster with greater geographical labor mobility, how can Europeans alleviate the problem through monetary policy? All that independent monetary policy can do about labor adjustment is to stabilize aggregate demand in general and thereby help to keep people employed where they are; but this also lengthens the adjustment process, which is already very long.“

3. Kenningin getur hvort heldur átt við fastgengis-stefnu eða sameiginlegan gjaldmiðil.

4. Hugtakið „hagkvæmasta gjaldmiðilssvæði“ var upphaflega skilgreint af Mundell (1961) og McKinnon (1963). Nýleg yfirlit um rannsóknir á þessu sviði eru í Tavlas (1992) og Bayoumi og Eichengreen (1994). Ekki hafa allir hagfræðingar verið á einu máli um þá staðhæfingu að löndum farnist því betur innan sameiginlegs myntsvæðis sem hagkerfi þeirra eru opnari. Kennan (1969) taldi stór lönd með fjölbreytt atvinnulíf vera best fallin til þess að vera innan sameiginlegs myntsvæðis. Vandinn við þá kenningu er hins vegar sá að ef fjölbreytni atvinnulífsins eykst eftir því sem lönd eru stærri hlýtur heimshagkerfið að endingu að vera hagkvæmast gjaldmiðilssvæði.

5. Gros (1996 a) kemst að þeirri niðurstöðu að áföll eða



búhnykkir í utanríkisviðskiptum hafi aldrei haft umtalsverð áhrif á atvinnuleysi innan Evrópusambandsins, hvorki við skilyrði fljótandi gengis né fasts.

6. Sjá t.d. OECD (1989), Bruno & Sachs (1985). Sveigjanleiki raunlauna (skilgreint sem verðteygni nafnlauna) er áberandi lítill í Þýskalandi og á Ítalíu, en meiri á Spáni og í Danmörku, svo að dæmi séu tekin.

7. Artis og Ormerod (1991).

8. Að því leyti má vera að Kennan (1969) hafi nokkuð til síns máls. Ef hreyfanleika vinnuafns innan gjaldmiðilssvæðis er ábótavant má vera að fjölbreytni efnahagslífsins dragi úr þörf fyrir landfræðilegan hreyfanleika.

9. Blanchard og Katz (1992) gerðu ítarlega rannsókn á hreyfanleika vinnuafns í Bandaríkjunum. Augljóst verður hversvegna hreyfanleiki milli fylkja í Bandaríkjunum mælist mikill þegar skoðað er atvinnusvæði eins og Maryland-Washington D.C.-Virginia þar sem mikill hluti vinnuafnsins vinnur í öðru fylki en það býr í. Þar er í raun um það að ræða að einn og sami þéttbýliskjarninn liggur í 3 fylkjum.

10. Eichengreen (1993). Í fyrri rannsókn (1990), þar sem aðlögun á milli Evrópulanda er borin saman við aðlögun yfir landamæri fylkja í Bandaríkjunum, komst Eichengreen hins vegar að þeirri niðurstöðu að aðlögun í Evrópu sé að meðaltali u.þ.b. 20% hægari en í Bandaríkjunum.

11. Sjá t.d. Méilitz (1996).

12. Sjá Decressin og Fatás (1995).

13. Sala-i-Martin og Sachs (1991).

14. Í Maastricht-sáttmálanum eru þó ákvæði (gr. 103a) sem heimila Evrópska ráðinu að veita aðildarríki í vanda fjárhagsaðstoð úr sjóðum Evrópusambandsins ef orsakir erfiðleikanna eru óvenjuleg ytri áföll. Veiting slíkrar aðstoðar krefst aukins meirihluta.

15. Gros (1996) gagnrýnir eldri rannsóknir fyrir að þar sé blandað saman áhrifum tekjutilfærslna á milli fylkja (á ákveðnu tímabili) og tekjutilfærslum á milli tímabila. Sé tekið tillit til hins síðarnefnda jafna tilfærslur á milli fylkja einungis 11-22% breytingar á atvinnutekjum að mati Gros.

16. Méilitz (1996) telur að þegar dæmið sé gert upp í heild standi ríki Evrópu mun sterkar að vígi gagnvart ytri áföllum en fylki Bandaríkjanna þar sem sjálfvirk jöfnunaráhrif opinberra fjármála einstakra Evrópuríkja vegi þyngra en millifylkiatilfærslur í Bandaríkjunum. Fyrir því eru tvær ástæður: hlutfallslega stærri fjárhagur hins opinbera í Evrópu miðað við fjárhag bandaríska ríkjasambandsins og sú staðreynd að alríkisstjórnvöld í Bandaríkjunum fjármagna ekki atvinnuleysisbætur.

17. Á þetta var lögð áhersla þegar árið 1977 í svokallaðri MacDougal-skýrslu framkvæmdanefndarinnar.

18. Sjá Goodhart (1996). Niðurstöður rannsókna á svæðisbundnum jöfnunaráhrifum sameiginlegs fjárhags á stórum gjaldmiðilssvæðum hafa þó verið mjög misvísandi. Sumar rannsóknir hafa talið áhrifin mjög mikil, en aðrar komist að þeirri niðurstöðu að áhrifin séu minniháttar.

19. Um innri ákvörðun (endogenous determination) mælikvarða hagkvæmasta myntsvæðis er fjallað í Frankel og Rose (1996). Þeir álykta að niðurstöður tölfraeðiprófana

þeirra samræmist því að sterk tengsl séu á milli aukinna milliríkjavíðskipta og fylgni tekna.

20. Það er reyndar ekki sjálfgefið að aukin milliríkjavíðskipti leiði til meiri fylgni í hagsveiflu landa. Þótt meiri utanríkisviðskipti ættu að öðru óbreyttu að leiða til meiri fylgni gæti hið gagnstæða átt sér stað ef aukin milliríkjavíðskipti fela í sér meiri sérhæfingu á milli landa og þar með líkur á að sveiflur í einstökum atvinnugreinum hafi veruleg áhrif á efnahag þeirra. Fatás (1997) ber saman fylgni hagsveiflna í flestum löndum ESB við hagsveiflur væntanlegs EMU-svæðis (12 ríkja) á tímabilunum 1966-1979 og 1979-1992. Sá samanburður leiðir í ljós að fylgni hefur aukist verulega á milli tímabilanna. Myntbandalagið mun að líkindum ýta enn frekar undir þá þróun. Einnig kemur skýrt fram að samrunaþróunin innan Evrópusambandsins hefur leitt til svæðisbundinnar fremur en landsbundinnar sérhæfingar. Þetta er mikilvæg niðurstaða í ljósi þess að getum hefur verið leitt að því að samrunaþróunin kunni að leiða til aukinnar sérhæfingar landa (sbr. Krugman) og þar með séu auknar líkur á sérstökum framboðs- eða eftirspurnarhnykkjum sem gætu án sveigjanlegs vinnumarkaðar eða fjárhagslegra tilfærslna reynt á þanþol pólitísks stöðugleika. Þróunin virðist hins vegar ekki stefna í þá átt. Sjá Fatás (1997).

21. Sjá Frankel og Rose (1996).

22. Frankel og Rose (1996) áætla að innanlandsviðskipti Svía séu 100 sinnum meiri en þau væru við fullkominn markaðssamruna (perfect integration). Viðskiptatengsl Svíþjóðar og Evrópusambandsríkjanna eru samkvæmt þeim mælikvarða helmingi veikari en viðskipti annarra Evrópusambandsríkja við önnur sambandsríki eru að meðaltali.

23. Sjá Artis og Zhang (1997).

24. Fatás (1997).

25. Sjá Gros (1996).

26. Gros (1996) og Bovenberg og de Jong (1997) leggja sérstaka áherslu á mikilvægi fjármálaþregra áfalla ekki síður en raunáfalla.

27. Gros (1996).

28. Goodhart (1996).

29. Á hið síðastnefnda leggur Masson (1996) áherslu. Krugman (1994) tekur hins vegar nokkuð annan pól í hæðina og telur það Myntbandalaginu helst til tekna að með því kunni að draga úr ægivaldi óhóflega aðhaldssamrar peningastefnu þýska seðlabankans sem hann telur bera töluverða ábyrgð á miklu atvinnuleysi í Evrópu.

30. Að því marki sem viðskipti landa utan EMU við EMU-lönd hafa áður farið fram í gjaldmiðli hlutaðeigandi EMU-lands (en ekki t.d. gjaldmiðli þriðja lands, t.d. Bandaríkjadal eða marki) og utan EMU-lönd af þeim sökum hafa kosið að halda uppi gjaldeyrisforða í þeim gjaldmiðli, mun nauðsynlegur evruforði verða minni en samanlagður sá forði sem áður var nauðsynlegt að halda í hinum fyrrverandi gjaldmiðlum. Þetta stafar af því að sveiflur í utanríkisviðskiptum við stórt gjaldmiðilssvæði, þar sem fram fara mikil og fjölbreytileg viðskipti, eru að líkindum minni en sveiflur í utanríkisviðskiptum við smærri gjaldmiðilssvæði.

31. Hvað varðar þann hluta gjaldeyrisforðans sem

seðlabankar aðildarríkjanna hafa undir höndum mun Seðlabanki Evrópu eflaust eyða áhrifum minni forðaparfar.

32. Mat IMF.

33. Í árslok 1995 námu þessar eignir  $3\frac{1}{4}$  trilljónum Bandaríkjadala og skuldirnar  $4\frac{1}{4}$  trilljónum Bandaríkjadala.

34. Eins og áður hefur komið fram hefur EMI þegar útilokað að sett verði markmið fyrir gengi evrunnar.

35. Aðalframkvæmdastjóri Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hefur til dæmis látið í ljós ótta um aukna hættu á verulegu misræmi („misalignment“) í gengismálum helstu gjaldmiðla með tilkomu EMU.

36. Á Ítalíu og í Grikklandi er myntsláttuhagnaður þó talinn vera töluvert hærri og mest rúm 2% landsframleiðslu í Grikklandi. Sjá Mélietz (1996).

37. Sjá bókun í viðauka við Maastricht-sáttmálann, Protocol of the Treaty on the Statute of the European System of Central Banks.

38. Sjá Artis (1996) og Eichengreen o.fl., *Hurdles too high*, Financial Times í nóv. 1995.

39. Að mati Goldman Sachs gæti stöðugleikasáttmálinn, takist vel til um framkvæmd hans, lækkað raunvexti á alþjóðlegum skuldabréfamarkaði um 70-100 grunnpunkta. Sjá Goldman Sachs (1996).

40. Sparnaður miðað við raunvexti yrði þó minni, enda hefur verðbólga lækkað ört.

41. Detken og Manzini (1997) reyna að meta þann vaxtamun sem líklegt er að verði innan EMU með því að ganga út frá því að skuldastaða hins opinbera muni hafa sömu áhrif á vaxtamun í Evrópu og mismunandi skuldastaða héraða Kanada hefur á vaxtamun þar. Niðurstaða þeirra er að hverjum 100 grunnpunkta (1%) mun, sem er á skuldahlutfalli (miðað við „landsframleiðslu“) héraða annars vegar og alríkisins hins vegar, fylgi 0,5 grunnpunkta vaxtamunur. Sambandið virtist einnig því sterkara sem vextir voru hærri. Með því að gefa sér að samband skulda og vaxtamunar sé með líkum hætti í Evrópu og í Kanada má draga þá ályktun að vaxtamunur innan EMU verði á bilinu 0-70 grunnpunktar, eftir löndum.

42. Efni skýrslunnar er rakið í Financial Times, 15. apríl, 1997.

43. Hér má einnig minna á þá niðurstöðu Krugmans (1991) að landfræðileg sérhæfing sé mun meiri í Bandaríkjunum en Evrópu því að Bandaríkin hafa lengi verið eitt gjaldmiðilssvæði. Einnig hefur stundum verið vísað til þeirrar staðreyndar að þótt efnahagsleg þungamiðja einstakra héraða í Kanada sé oftast nær bandarískum fylkjum en hvort öðru, þá eru viðskipti þeirra hvers við annað mun meiri en ætla mætti út frá einföldu þungamiðjúlíkani (e. gravity model). Nýlegar yfirlýsingar Toyota og fleiri fyrirtækja um að þau kunni að draga úr fjárfestingu í Bretlandi, ef Bretar hafna EMU-aðild, staðfesta að gengisáhætta sé meðal þess sem ræður staðarvali fjölþjóða-fyrirtækja.

44. European Commission, *One Market, One Money*, European Economy 44, 1990.

45. Sjá Mélietz (1996).

46. Æskilegur gjaldeyrisforði ræðst bæði af umfangi utanríkisviðskipta og sveifluhneigð þeirra.

47. Sjá umfjöllun í viðauka um einhliða notkun á gjaldmiðli annars lands og myntsláttuhagnað í því sambandi.

48. Þær munu þó hafa vettvang til þess að koma sjónarmiðum sínum á framfæri í Allsherjarráði ESCB.

49. Viðmiðunarmörk þau, sem kveðið er á um í Maastricht-sáttmálanum, eiga þó við öll lönd sem undirrituðu sáttmálann, einnig þau sem gerðu fyrirvara um þátttöku í EMU.

50. Tæknilega gæti Svíþjóð verið stætt á þessu með því að sjá til þess að ákvæðum Maastricht-sáttmálanum um þátttöku í ERM verði aldrei fullnægt.

51. Í því sambandi má nefna hóp fyrirverandi nýlendna Frakka í Afríku (CFA-frankasvæðið), en þessi ríki mynda peningasamband og hafa sameiginlegan gjaldmiðil sem er festur við franska frankann. Umsjón myntbandalagsins er í sameiginlegri umsjón Frakka og hlutaðeigandi Afríkuríkja, og er ekki gert ráð fyrir að það fyrirkomulag breytist með stofnun EMU að öðru leyti en því að gengi CFA-frankans verður skilgreint í evrum.

### Kaflí 3. Áhrif á efnahagsþróun og hagstjórn á Íslandi

Eins og fram hefur komið er óvissa um það hversu mörg lönd taka þátt í EMU 1. janúar 1999. Einnig er óvissa um það hversu sterkur gjaldmiðill evran verður og hverjar sameiginlegar áherslur verða í hagstjórn þeirra ríkja sem taka þátt í Myntbandalaginu. Það er því miklum erfiðleikum bundið að meta áhrifin af bandalaginu á íslenskt hagkerfi. Nokkuð ljóst er að áhrifin verða töluvert minni ef Myntbandalagið nær fyrst og fremst til ríkja þar sem samleitni verðbólgu og vaxta hefur þegar náð mjög langt og gengisstöðugleiki var varðveittur gegnum holskeflur áráanna 1992 og 1993 eða að hinu leytinu hvort með verða lönd sem hafa búið við mun óstöðugra gengi og meiri vaxtamun gagnvart Þýskalandi. Hér á eftir verður miðað við tvo möguleika varðandi Myntbandalagið. Fyrri möguleikinn er nefndur „þröngt“ myntbandalag, og er þá gert ráð fyrir að þátttökulöndin verði Þýskaland, Frakkland, Holland, Belgía, Lúxemborg, Austurríki, Finnland og Írland. Hér er um að ræða þau lönd sem líklegt er talið að verði nærri því að uppfylla Maastricht-skilyrðin og hafa lýst yfir áhuga á þátttöku. Seinni möguleikinn er nefndur „vítt“ myntbandalag, og bætast þá við önnur lönd ESB, þ.e. Bretland, Danmörk, Grikkland, Ítalía, Portúgal, Spánn og Svíþjóð. Þetta eru auðvitað aðeins tveir möguleikar af mörgum, og er vítt bandalag eins og það er skilgreint hér nánast útilokað í byrjun. Þannig er hugsanlegt að jafnvel enn færri lönd verði með í fyrstu eða að einhver af þeim löndum, sem hér eru talin utan þröngs bandalags, verði með í upphafi. Þessir möguleikar eru hins vegar notaðir til einfaldrar viðmiðunar. Hugsanlegt er að víður samruni, eins og hann er skilgreindur hér, verði að veruleika á næstu öld. Rétt er hins vegar að hafa í huga að hugsanlegt er að einhver af löndum Austur-Evrópu verði aðilar að Evrópusambandinu snemma á næstu öld, og þau myndu því væntanlega með tíð og tíma verða aðilar að Myntbandalaginu. EMU-svæðið gæti því síðar orðið enn stærra en það sem hér er kallað vítt myntbandalag.

Meðfylgjandi tafla sýnir nokkrar mikilvægar stærðir í þessu samhengi, þar sem íslenskar hagstærðir eru bornar saman við þröngt myntbandalag annars vegar og vítt hins vegar. Taflan sýnir að aðeins um rúmlega fjórðungur utanríkisviðskipta Íslands er við þau lönd sem verða á þröngu EMU-svæði, en nær tveir þriðju utanríkisviðskiptanna við lönd á hinu víða EMU-svæði. Það er því ljóst að hagsmunirnir eru töluvert ólíkir. Að öðru leyti virðist munurinn helst vera sá að hið þrönga EMU-svæði hefur bæði lægri vexti og verðbólgu en hið víða EMU-svæði. Fylgni helstu hagstærða á Íslandi er hins vegar svipuð við bæði svæðin.

**Tafla 3.1. Samanburður íslenskra hagstærða við EMU-svæði**

	<i>Þröngt EMU</i>	<i>Vítt EMU</i>
Hlutdeild (%) í utanríkisviðskiptum	27,6	64,3
Verðbólgu munur (%) 1994-1996	-0,2	-0,7
<i>Fylgni hagstærða 1970-1995:</i>		
Hagvöxtur	0,33	0,33
Viðskiptakjör	0,49	0,36
Vöxtur kaupmáttar útflutnings	0,60	0,61
Atvinnuleysi	0,59	0,62
<i>Vaxtamunur (%):</i>		
Skammtíma vextir 1994-1996	1,1	0,5
Óverðtryggðir vextir ríkisskuldabréfa 1996	0,9	0,2
Tíu ára nafnvextir ríkisskuldabréfa 1996 <sup>1</sup>	0,5	0,0

1. Vextir 10 ára spariskírteina að viðbætti verðbólgu ársins.

#### Efnahagsleg áhrif

Hér verður fjallað um þau áhrif sem ætla má að myntbandalag í Evrópu muni hafa á íslenskt hagkerfi óháð viðbrögðum stjórnvalda og að því gefnu að Ísland sé ekki þátttakandi og haldi sig í meginatriðum við þá stefnu í

peningamálum og ríkisfjármálum sem nú er fylgt. Í næsta kafla verður fjallað um þau viðbrögð sem koma til greina í gengis- og peningamálum. Reiknað er með að Myntbandalagið valdi því að verðbólga og vextir hafi tilhneigingu til að nálgast það sem gerist í löndum með mestan stöðugleika og trúverðugleika þannig að evran verði sterkur gjaldmiðill. Á þessum forsendum gætu áhrifin orðið m.a. sem hér segir:

1. Viðskiptakostnaður í utanríkis- og gjaldeyrisviðskiptum Íslendinga minnkar þar sem fækka mun þeim erlendu gjaldmiðlum sem þar koma við sögu. Líkur eru til að þessi áhrif verði þó einkum umtalsverð ef Myntbandalagið verður vítt, sbr. hlutdeild í utanríkisviðskiptum.

2. Erfiðara gæti orðið að viðhalda gengisstöðugleika, sérstaklega ef Myntbandalagið verður vítt. Þetta gæti stafað af því að spákaupmennska gagnvart jaðargjaldmiðlum ykist um leið og þeim fækkaði. Meðan stöðugleiki og traust helst gæti þetta þó farið á annan veg. Á móti gæti komið að eftirspurn eftir gjaldmiðlum utan EMU ykist á sama tíma og þeim fækkaði til að tryggja betri dreifingu á ávöxtun og áhættu.

3. Vaxtamunur gagnvart útlöndum gæti aukist, sérstaklega ef Myntbandalagið verður vítt. Þetta tekur mið af því að vextir lækki almennt niður á þýskt stig. Ef evran verður hins vegar veikari en hér er gert ráð fyrir, peningastefnan slakari, trúverðugleikinn minni og verðbólgan meiri, þá verða þessi áhrif minni. Þessi áhrif verða þó líklega ekki umtalsverð nema um tiltölulega vítt myntbandalag verði að ræða þar sem vextir hafa þegar nálgast mjög í flestum þeim löndum sem yrðu með í þröngu myntbandalagi.

4. Hafi Myntbandalagið örvandi áhrif á fjárfestingu og hagvöxt í Evrópu, eins og sumir spá, mun það einnig hafa jákvæð áhrif á íslenskt efnahagslíf. Þessi áhrif verða að öðru óbreyttu því meiri sem Myntbandalagið er víðara, enda snertir það þá fleiri og stærri viðskiptalönd Íslands.

5. Samkeppnisstaða fyrirtækja í þeim löndum, sem taka þátt í Myntbandalaginu, mun batna gagnvart fyrirtækjum í jaðarlöndum sem

eru utan við bandalagið. Þetta stafar af því að lækkun viðskiptakostnaðar verður meiri, vaxtakostnaður lækkar og áhrif aukinna umsvifa verða meiri innan bandalagsins en utan þess. Einnig mun kostnaður fyrirtækja við að verja sig gengisóvissu verða meiri utan þess en innan. Erfitt er að meta mikilvægi þessara áhrifa, en þau verða því meiri hér á landi sem bandalagið verður víðara.

Hér togast að nokkru leyti á jákvæðir og neikvæðir þættir. Nær útilokað er á þessu stigi að leggja tölulegt mat á þá eða vega þá saman þar sem áhrifin fara eftir því hvernig bandalagið verður, en einnig eftir því hvernig haldið verður á hagstjórn hér á landi. Haldist verðbólga lág og stöðugleikinn styrkist mun trúverðugleiki peningastefnunnar halda áfram að vaxa og neikvæð áhrif á vaxtamun og gengisstöðugleika yrðu mun minni. Neikvæð áhrif á samkeppnisstöðu fyrirtækja yrðu einnig minni.

## Hagstjórn

Myntbandalag Evrópu mun hafa viss áhrif á hagstjórn hér á landi óháð því hvaða fyrirkomulag gengismála eða tengsla við evru verður valið. Stöðugleikastefna verður, ef eitt hvað er, mikilvægari en ella, og líklegt er að Maastricht-skilyrðin verði mikilvæg við mat fjármagnsmarkaða á áhættu tengdri fjárfestingu í hlutaðeigandi landi. Sama mun líklega verða upp á teningnum varðandi viðmiðanir stöðugleikasáttmála Evrópusambandsins. Það verður því líklega ekki undan því vikist að uppfylla þessi skilyrði við venjulegar aðstæður.

Tafla 3.2 sýnir hvernig Ísland stendur gagnvart Maastricht-skilyrðunum um opinber fjármál, verðbólgu og langtímavexti á síðasta ári og þessu. Bæði árin stenst Ísland skilyrðin um opinber fjármál og verðbólgu. Álitamál er hins vegar hvernig beri að túlka skilyrðið um langtímavexti þegar litið er til Íslands. Þetta skilyrði virðist hugsað þannig að óhóflega háir vextir, miðað við þau lönd sem næst hafa komist verðstöðugleika, bendi til undirliggjandi spennu eða ójafnvægis í hagkerfi viðkomandi lands og það sé í ósamræmi við kröfuna um hátt stig samleitni hagkerfa þeirra

landa sem geti tekið þátt í Myntbandalaginu. Slíkt vaxtastig gæti því verið vísbending um að efndir skilyrða um lága verðbólgu og gengisstöðugleika séu ekki varanlegar og/eða að traust markaðsaðila á þeim stöðugleika sé ekki nægjanlegt. Þegar þetta skilyrði er metið tölulega er yfirleitt miðað við nafnvexti 10 ára óverðtryggðra ríkisskuldabréfa. Slík bréf eru hins vegar ekki til á Íslandi. Hér verður því annaðhvort að miða við nafnvexti 5 ára óverðtryggðra ríkisskuldabréfa eða nota vexti 10 ára verðtryggðra bréfa ásamt verðbólgu sem vísbendingu um hvar vextir 10 ára óverðtryggðra bréfa lægju. Ókosturinn við fyrri leiðina er sá að markaður 5 ára óverðtryggðra bréfa hér á landi er ungur og tiltölulega lítill. Þau eru því langt frá því að sýna til fulls vaxtastig ríkisskuldabréfa hér á landi. Ókosturinn við seinni leiðina er hins vegar að ekki er fullljóst hvaða verðbólguþing á að miða við. Í raun ætti að miða við verðbólguvæntingar á líftíma bréfanna, en þær liggja ekki fyrir. Auk þess þarf að bæta við álagi þar sem óverðtryggð bréf bera að jafnaði hærri raunvexti en verðtryggð sakir óvissu um væntanlega verðlagsþróun.

Í töflu 3.2 eru því báðir mælikvarðarnir sýndir. Áætlaðir nafnvextir 10 ára bréfa eru reiknaðir þannig að við vexti verðtryggðra bréfa bætist verðbólga á árinu og 1% álag<sup>1</sup>. Í ljós kemur að Ísland uppfyllti vaxtaskilyrðið á síðasta ári þegar miðað er við áætlaða 10 ára nafnvexti, en féll naumlega þegar miðað er við 5 ára vextina. Hins vegar uppfyllti Ísland ekki skilyrðið í mars sl. hvorn mælikvarðann sem miðað er við. Ekkert bendir til að þessi staða sé breytt þegar þetta er skrifað. Ísland uppfyllir að sjálfsögðu ekki skilyrði Maastricht-sáttmálans um þátttöku í gengistilhögun evrópska peningakerfisins í tvö ár né heldur uppfyllir það skilyrðið um sjálfstæðan seðlabanka.

**Tafla 3.2. Ísland og Maastricht-skilyrðin**

	1996	1997
<i>Ísland:</i>	%	%
Jöfnuður hins opinbera (> - 3%)	-1,5	-0,8
Skuldir hins opinbera (> 60%)	56,1	53,5
Verðbólga	2,3	2,1
Nafnvextir 5 ára		
óverðtr. ríkisskuldabréfa	9,3	9,3 <sup>1</sup>
Áætlaðir nafnvextir 10 ára		
verðtr. ríkisskuldabréfa	8,6	9,0 <sup>1</sup>
<i>Maastricht-skilyrðin:</i>		
Verðbólga	2,4	3,1
Nafnvextir	9,2	8,51

1. Mars 1997. Sjá nánar töflu 4 í töfluvíðauka.  
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Þjóðhagsstofnun og Seðlabanki Íslands.

Ofangreint bendir til þess að nauðsynlegt sé að huga að aðgerðum sem geta aukið trúverðugleika og þannig lækkað þann vaxtamun sem þarf til að halda gengis- og verðlagsstöðugleika. Aukið sjálfstæði Seðlabankans er ein slík aðgerð, en sjálfstæður seðlabanki er hvort sem er eitt af skilyrðunum fyrir þátttöku ríkis í þriðja stigi myntsamrunans.

1. Við ákvörðun álagsins var annars vegar litið til þess hver munur nafnvaxta óverðtryggðra bankalána og reiknaðra nafnvaxta verðtryggðra bankalána, m.v. verðbólgu hvers árs, var á árunum 1992-1996. Reyndist hann 1,2%. Ætla má hins vegar að þetta feli í sér nokkurt ofmat á þeim mun sem reikna má með til lengdar, þar sem verðbólguvæntingar voru enn að samlagast lægri verðbólgu á þessu tímabili. Hins vegar var litið á hver munur nafnvaxta 10 ára óverðtryggðra ríkisskuldabréfa og reiknaðra nafnvaxta 10 ára verðtryggðra ríkisskuldabréfa er í Bretlandi um þessar mundir og var það miðað við 2,5% verðbólgu, en Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáir þeirri verðbólgu í Bretlandi á þessu ári, og jafnframt verðbólgu markmið stjórnvalda til lengri tíma litið. Reyndist þessi munur vera 0,9%.

## 4. kafli. Stefnan í gengis- og peningamálum

Stofnun Efnahags- og myntbandalagsins gæti orðið til þess að nauðsynlegt reyndist að endurmeta fyrirkomulag gengismála hér á landi. Eins og fram kom í 3. kafla er hugsanlegt að erfiðara geti orðið að halda í einhliða stefnu gengisstöðugleika. Einnig er líklegt að EMU muni í einhverjum mæli breyta þeim kostum sem Íslandi standa til boða í þessu sambandi og þá sérstaklega að tvíhliða tenging við einn erlendan gjaldmiðil gæti orðið fýsilegri kostur en verið hefur þar sem hann næði til mun stærri hluta af viðskiptasvæði Íslands en t.d. Bandaríkjadalur, breskt pund eða þýskt mark hafa gert hingað til. Í þesum kafla verður fjallað um valkosti Íslands í gengis- og peningamálum í framhaldi af stofnun EMU, en fyrst verður fjallað með almennum hætti um val gengisstefnu í því skyni að treysta stefnu-mótun á þessu sviði.

### Almennt um val gengisstefnu

Þrjú atriði einkenna yfirleitt gengisstefnu einstakra landa:

1. í hvaða mæli gengið er fast eða breytilegt;

#### Tafla 4.1. Mismunandi gengisfyrirkomulag

##### I. Fullkomlega og óhagganlega fast gengi:

1. Myntsamruni - sameiginleg mynt og seðlabanki (Bandaríkin og Þýskaland)
2. Myntbandalag - sameiginleg mynt
3. Málmfótur (gull eða silfur)
4. Myntráð

##### II. Fast en breytanlegt gengi:

Bretton Woods-kerfið, ERM-kerfið, annað myntsamstarf, einhliða tengingar við myntir eða myntvogir

##### III. Flotgengi

Hreint eða stýrt flot.  
(Skriðtenging er millistig milli II og III).

2. hvað lagt er til grundvallar breytileika gengisins og hver tekur ákvarðanir í því sambandi;

3. hversu trúverðug gengisfesta er, sé hún til staðar, og hvaða skuldbindingar, einhliða eða tvíhliða, liggja að baki henni.

Að því er fyrsta atriðið varðar liggja valkostirnir milli fullkomlega fljótandi gengis - gengis sem ákvarðast á gjaldeyrismarkaði án nokkurra afskipta yfirstjórnar peningamála (yfirleitt seðlabanka) og myntsamruna. Þarna eru hins vegar mörg millistig. Meðfylgjandi tafla<sup>1</sup> sýnir þessa kosti.

Hér á eftir verður þessum valkostum nánar lýst frá mesta til hins minnsta hreyfanleika gengis:

1. *Hreint flot* (e. free float). Gengið ræðst af framboði og eftirspurn á gjaldeyrismarkaði án íhlutunar seðlabanka. Tæpast hefur nokkurt land fylgt þessari gengisstefnu til lengdar.

2. *Stýrt flot* (e. managed float; dirty float). Gengið ákvarðast á gjaldeyrismarkaði, en seðlabanki hefur stundum áhrif á þróun þess með eigin viðskiptum á markaði. Þetta er í raun sú stefna sem fylgt er í Bandaríkjunum, Japan og Þýskalandi. Þetta er einnig stefna flestra þeirra ríkja sem hafa sett sér bein verðbólgu-markmið (t.d. Bretlands, Kanada, Svíþjóðar og Finnlands).

3. *Skriðtenging* (e. crawling peg). Gengið breytist með ákveðnum hætti eftir þróun hagstærða (t.d. verðbólgu, raungengis eða viðskiptajafnaðar) eða um fyrirfram tiltekið hlutfall á tilteknu tímabili (yfirleitt mánuði). Þessari stefnu hefur t.d. verið beitt í Ísrael og í mörgum löndum Rómönsku Ameríku.

4. *Markagengiskerfi* (e. target zone). Gengið hreyfist innan yfirlýstra vikmarka. Gengisskráningarkerfi Evrópska myntsamstarfsins (ERM) er með þessum hætti.

5. *Fast en breytanlegt gengi* (e. adjustable peg). Peningastefnan miðar alla jafna að því að halda gengi föstu eða innan ákveðinna vikmarka. Við tiltekna aðstæður og eftir vissum

leikreglum er þó hægt að breyta genginu. Bretton-Woods kerfið var með þessum hætti, og í raun er þetta sú gengisstefna sem fylgt hefur verið hér á landi samfellt frá því í desember 1989. Hægt er að tengja saman fast en breytanlegt gengi og markagengiskerfi eins og í ERM-kerfinu.

6. *Gullfótur* (e. gold standard). Hver gjaldmiðill hefur tiltekið innlausnarvirði gagnvart gulli, en það felur jafnframt í sér innbyrðis fast gengi á þeim myntum sem eru á gullfæti. Gullfótur var notaður víða í heiminum frá seinni hluta nítjándu aldar og fram að fyrri heimsstyrjöld. Bretton-Woods kerfið var blanda af gullfæti og föstu en breytanlegu gengi þar sem gengi Bandaríkjadal gagnvart gulli var fast, en aðrar myntir voru tengdar honum.

7. *Myntráð* (e. currency board). Gengi gjaldmiðils er fest gagnvart tilteknum gjaldmiðli. Myntráð tryggir að heimagjaldmiðill sé alltaf innleysanlegur í þann erlenda. Í því skyni hefur myntráðið til umráða gjaldeyrisforða í hinni erlendu mynt sem er að minnsta kosti jafnmikill og það peningamagn sem myntráðið hefur sett í umferð. Myntráð voru algeng í nýlendum á 19. öld, og var gjaldmiðill hvers nýlenduvaldis þá grundvöllur myntráðsins. Myntráð eru nú t.d. í Eistlandi, Litháen, Búlgaríu, Hong Kong og Argentínu. Munurinn á myntráði og seðlabanka felst í því að myntráð getur ekki veitt innlendum bönkum lánafyrirgreiðslu í því skyni að jafna út lausafjársvæiflur eða til að styðja bankakerfið í erfiðleikum. Gengis- og verðlagsstöðugleika mætti því að hluta til ná á kostnað styrks og stöðugleika fjármálakerfisins. Munurinn á myntráði annars vegar og því að nota beinlínis hina erlendu mynt í innlendum viðskiptum hins vegar felst í því að myntráðið getur gefið út nýja seðla og mynt fyrir þá sem eyðileggjast. Verðmæti glatast því ekki til þess lands sem gefur út gjaldeyrisforðamyntina.

8. *Myntbandalag* (e. currency union). Tvö eða fleiri ríki nota sömu mynt eða myntir, en þau geta eftir sem áður haldið seðlabönkum sínum. Dæmi um þetta er hið norræna myntbandalag Danmerkur, Noregs og Svíþjóðar á árunum 1873-1924. Lítil ríki eru einnig oft í

myntbandalagi við önnur og stærri ríki eða nota gjaldmiðla þeirra beint. Dæmi um þetta er Lúxemborg, sem er í myntbandalagi við Belgíu, og Panama sem notar Bandaríkjadal sem lögeyri í landinu.

9. *Myntsamruni* (e. monetary union). Þátttökulönd í myntsamruna hafa sameiginlega mynt og seðlabanka. Myntsamruni hefur yfirleitt farið saman við myndun þjóðríkja eða sambandsríkja. Dæmi um það eru Bandaríkin, Ítalía og Þýskaland. Áform ESB um myntsamruna falla einnig hér undir þar sem um verður að ræða eina mynt og einn seðlabanka.

Val á gengisstefnu af þessum lista ræðst yfirleitt af þremur meginástæðum.<sup>2</sup> Í fyrsta lagi er litið til þess hvort gerð og eiginleikar hagkerfis bendi til þess að fast eða breytilegt gengi sé heppilegt fyrirkomulag.<sup>3</sup> Í öðru lagi er horft til möguleika lands til að skapa sjálft ramma utan um trúverðuga peningastefnu, sem stuðlar að verðstöðugleika, eða hvort þörf er að „flytja inn“ trúverðugleika og aðhald með því að tengjast mynt eða svæði sem uppfyllir þau skilyrði. Í þriðja lagi er tekið mið af pólitískum þáttum, svo sem þátttöku í svæðisbundnum pólitískum og efnahagslegum samruna, tengslum nýlendu við nýlenduvaldi o.s.frv.

Um fyrsta atriðið varðar mestu annars vegar hvort land er líklegt til að verða fyrir ósambhverfum hnykkjum og hins vegar hversu virkt gengið er sem tæki til að mæta þeim hnykkjum. Í þessu sambandi er yfirleitt talið að eftirfarandi atriði séu mikilvægust:

\* Hversu opið er landið, þ.e. hversu hátt er hlutfall utanríkisviðskipta af landsframleiðslu? Því opnara sem landið er að þessu leyti, því meira hagræði er af stöðugu gengi umfram hreyfanlegt. Þetta stafar annars vegar af því að viðskiptakostnaður, sem fylgir hreyfanlegu gengi, verður því meiri sem landið er opnara og hins vegar af því að í mjög opnu hagkerfi eru tengsl gengis, launa og verðlags náin og því minni líkur á að nafngengisbreytingar séu jafnframt raungengisbreytingar.

\* Hvert er eðli hnykkja og sveiflna í samanburði við hnykki og sveiflur á því svæði sem kemur til greina að festa gengið við? Því ósambhverfari sem þessir hnykkir og sveiflur eru miðað við viðskiptalönd hvað varðar stærð

og tímasetningu, því meiri akkur er í hreyfanlegu gengi. Ætla má að ósamhverfir hnykkir séu minni milli landa sem hafa nán efnahagsleg tengsl og svipaða uppbyggingu efnahagslífs og samsetningu utanríkisverslunar.

\* Hversu hreyfanlegir eru framleiðsluþættir, þ.e. vinnuafli og fjármagn, á milli lands og viðskiptalanda þess? Því hreyfanlegri sem þeir eru, því minni akkur er í hreyfanlegu gengi miðað við fast, þar sem aðlögun að ósamhverfum hnykkjum og sveiflum getur gerst í ríkari mæli gegnum þennan hreyfanleika.

\* Hversu sveigjanleg eru laun? Því sveigjanlegri sem nafnlaun eru, því heppilegra verður fast gengi miðað við hreyfanlegt, þar sem aðlögun getur gerst í gegnum breytingar nafnlauna í stað gengis. Ef nafnlaun eru hins vegar tiltölulega ósveigjanleg, en raunlaun sveigjanleg, er meira hagræði að hreyfanlegu gengi. Ef raunlaun eru hins vegar tiltölulega ósveigjanleg, t.d. vegna umfangsmikillar verðtryggingar, minnkar ávinningur breytilegs gengis þar sem nauðsynlegar raunlaunabreytingar samfara breytingum á gengi nást ekki fram.

Möguleikar landa til að setja ramma um trúverðuga peningastefnu, sem stuðlar að verðstöðugleika án þess að festa gengi gagnvart öðrum gjaldmiðli, ræðst annars vegar af þróunarstigi peninga- og fjármálamarkaða í hverju landi og hins vegar af stöðugleika og verðbólgu á fyrri tíð. Þau lönd, sem standa betur að þessu leyti, eru yfirleitt betur til þess búin að velja einhvers konar flotgengisstefnu og gera það einatt. Í stað fasts gengis setja þau sér yfirleitt annaðhvort beint verðbólgu markmið eða setja vöxt peningamagns sem milli-markmið peningastefnunnar. Slíkt markmið hafa svipað hlutverk og stöðugt gengi hefur t.d. hér á landi, þ.e. að vera annars vegar gegnvisir fyrir yfirvöld peningamála og hins vegar að stuðla að lægri verðbólguvæntingum og varðveita traust á peningastefnunni. Lönd, sem búa annaðhvort við tiltölulega vanþróaða peninga- og fjármálamarkaði eða lítinn trúverðugleika vegna forsögu sinnar, geta þá í staðinn kosið að festa gengi gjaldmiðilsins við mynt annars lands eða landa þar sem gjaldmiðill

nýtur trausts og verðbólga er lág. Þannig getur land „flutt inn“ trúverðugleika og lága verðbólgu. Hins vegar getur þurft að kosta nokkru til í vaxtamun gagnvart útlöndum ef fastgengistengingin sjálf er ekki trúverðug. Ástæða þess að þróunarstig peninga- og fjármálamarkaða skiptir máli í þessu sambandi er að flotgengi krefst virks millibankamarkaðar fyrir gjaldeyri og peningamarkaðar þar sem seðlabankinn getur haft áhrif á skammtíma vexti.

Þegar þau atriði, sem ákvarða hagkvæmni hreyfanlegs eða fasts gengis annars vegar og trúverðugleika peningastefnunnar hins vegar, eru borin saman virðist blasa við að einhvers konar flotgengi sé líklegra fyrirkomulag í stærri iðnríkjum, en gengisfesta af einhverju tagi sé líklegri í smærri iðnríkjum, sérstaklega þeim sem hafa nán efnahagsleg tengsl við myntsvæði. Ef þau lönd eru líkleg til að verða fyrir ósamhverfum hnykkjum er líklegra að þau hafi fast en breytanlegt gengi eða einhvers konar blöndu af slíku fyrirkomulagi og markagengi. Lítil lönd, sem eru í nánnum pólitískum eða efnahagslegum tengslum við annað land eða efnahagssvæði eða eiga við mjög alvarleg trúverðugleikavandamál að stríða, eru hins vegar líkleg til að hafa myntráð eða vera í einhvers konar myntbandalagi. Þetta mynstur kemur að nokkru leyti fram í töflu 4.2 þar sem sýnt er gengisfyrirkomulag ýmissa ríkja.

### Íslensk gengisstefna

Þá gengisstefnu, sem fylgt hefur verið hér á landi á undanförunum árum, má kalla stefnu fasts en breytanlegs gengis. Í seinni tíð hefur einnig verið um að ræða markagengiskerfi, en vikmörk hafa í raun ekki verið bindandi. Hér má rifja upp helstu breytingar á framkvæmd gengisstefnunnar á undanförunum árum:

1. Gengi krónunnar var fest gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu 6. desember 1989, en áður hafði gengið sigið umtalsvert á árinu.

2. Í byrjun árs 1992 var breytt samsetningu þeirrar myntkörfu, sem gengi krónunnar tengdist. Hún var þá ekki lengur bundin vöruviðskiptum annarra landa við Ísland, heldur vog sem var samsett af ECU (76%), Bandaríkjadali (18%) og japönsku jeni (6%).



Tafla 4.2. Gengisfyrirkomulag nokkurra ríkja 1997

<i>Óhagkanlegt fast gengi</i>		<i>Stefna um stöðugt gengi</i>		<i>Flotgengi</i>	
<i>Mynbandalag</i>		<i>Einhliða gegn vognu gengi eða gjaldmiðli</i>		<i>Kerfisbundin</i>	
<i>Myntráð</i>	<i>ERM</i>	<i>Stýrt flot</i>	<i>Óháð flot</i>	<i>aðlögun</i>	<i>Stýrt flot</i>
Lúxemborg (Belgía)	Austrríki	Ísland	Ástralía	Chile	Brasílía
Mið-Afríku franki (Frakkland)	Belgía / Lúx.	Kýpur	Bandaríkin	Níkaragúa	Egyptaland
Panama (Bandaríkin)	Danmörk	Malta	Bólívía		Ekvador
	Finland	Noregur	Bretland		Grikkland
	Frakkland	Slóvakía	Japan		Indónesía
	Holland	Tékkland	Kanada		Ísrael
	Írland	Tæland	Mexíkó		Kólumbía
	Ítalía		Nýja Sjáland		Kórea
	Portúgal				Króatía
	Spánn				Lettland
	Þýskaland				Makedónía
					Pakístan
					Pólland
					Rússland
					Singapúr
					Tyrkland
					Ungverjaland
					Úrúgúvæ

Heimild: Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn.

3. Gengi krónunnar var fellt um 6% 23. nóvember 1992, meðal annars vegna hræringa á evrópskum gjaldeyrismörkuðum.

4. Skipulegur millibankamarkaður með erlendan gjaldeyri tók til starfa 30. maí 1993, og jafnframt voru vikmörk ákveðin 2¼% til hvorrar áttar.

5. Gengi krónunnar var fellt um 7,5% 28. júní 1993 vegna niðurskurðar aflaheimilda og versnandi viðskiptakjara.

6. Gengi krónunnar var tengt viðskipta-vegna gengi erlendra gjaldmiðla 6. september 1995, og jafnframt voru formleg vikmörk víkkuð í 6% til hvorrar áttar.

Þegar eiginleikar íslensks hagkerfis eru skoðaðir er erfitt að komast að annarri niðurstöðu en þeirri að breytanlegt gengi sé heppilegt fyrir Ísland. Hins vegar hafa tiltölulega vanþróaðir peninga- og fjármagnsmarkaðir og skortur á trúverðugleika nánast útilokað flotgengi. Segja má að brugðist hafi verið við þessari þversögn með því að notast við fast en breytanlegt gengi. Þeirri stefnu hefur verið fylgt með ágætum árangri frá því í desember 1989 þar sem tekist hefur að tengja saman gengisstöðugleika, sem átti mikinn þátt í hjöðnun verðbólgunnar, og sveigjanleika í gengi til að mæla fyrir breytingum á ytri aðstæðum. Hér verður nánar fjallað um þau atriði sem skipta máli um val á gengisstefnu fyrir Ísland.<sup>4</sup>

\* Þótt Ísland sé lítið land með opið hagkerfi og tiltölulega háa hlutdeild utanríkisviðskipta af landsframleiðslu er þessi hlutdeild ekki eins mikil og ætla mætti í fyrstu. Þetta sést m.a. í töflu 10 Í viðauka 3 þar sem sýnt er vægi utanríkisviðskipta, skilgreint sem summa útflutnings og innflutnings vöru og þjónustu í hlutfalli við landsframleiðslu. Þar má sjá að a.m.k. sjö Evrópulönd eru með hærri hlutdeild utanríkisviðskipta en Ísland. Ástæða þessa er líklega sú að íslensk framleiðslustarfsemi er ekki eins nátengd öðrum löndum eins og framleiðsla ýmissa minni Evrópuríkja þar sem hálfunnar vörur eru fluttar inn til frekari vinnslu og útflutnings. Hráefni í íslenskar útflutningsvörur er í ríkari mæli fengið úr náttúruauðlindum landsins, sbr. sjávarfangið.

\* Það er ljóst að Ísland verður fyrir ósamhverfum hnykkjum og sveiflur í íslenskum þjóðarbúskap hafa verið meiri en í flestum iðnríkjum. Þetta má m.a. sjá í töflum 1-6 í viðauka 3 hér á eftir þar sem Ísland er borið saman við 19 iðnríki, þ.e. ESB- og EFTA-löndin, Bandaríkin og Japan. Þar kemur fram að hagsveiflur samkvæmt þeim mælikvarða, sem þar er notaður, voru mestar hér á landi og fylgni þeirra við sveiflur í hugsanlegum aðildarríkjum EMU var ekki marktæk, hvort sem miðað er við vítt eða þröngt EMU-svæði.<sup>5</sup> Ef lítið er á sveiflur í vexti útflutningstekna og þjónustu, sem líta má á sem mælikvarða á ytri hnykki, voru aðeins Portúgal og Spánn með meiri sveiflur. Aðeins um 17,4% af sveiflum í kaupmætti útflutnings voru samhverfar miðað við þröngt EMU-svæði og um 23,5% miðað við vítt. Að verulegu leyti má skýra þessa fylgni með olíuskellunum. Töflu 3 og 4 í viðauka 3 sýna hins vegar að sé tímabilið 1961-1995 hlutað í tvennt virðast sveiflur vera eitthvað minni hér á landi á seinni hluta tímabilsins auk þess sem þær hafa minnkað hlutfallslega meira en á EMU-svæðinu, hvort heldur þröngu eða víðu.

\* Hreyfanleiki vinnuafis, einkum gagnvart Norðurlöndum, er nokkur, sbr. tölur um brottflutta umfram aðflutta og samband þeirra við hagsveifluna. Þessi hreyfanleiki hefur hins vegar aldrei verið svo mikill að hann hafi ráðið úrslitum í aðlögun hagkerfisins að ytri áföllum.

\* Rannsóknir sýna að sveigjanleiki raunlauna hefur verið mun meiri hér á landi en í flestum öðrum OECD-ríkjum.<sup>6</sup> Þessi sveigjanleiki náðist þrátt fyrir það að laun hafi stundum verið verðtryggt. Þegar á reyndi var verðtryggingunni ýtt til hliðar og raunlaun lækkuð með því að fella gengi krónunnar. Þetta kostaði hins vegar að jafnaði töluvert aukna verðbólgu. Ekki liggur fyrir nægileg reynsla til að fullyrða um sveigjanleika nafnlauna, en líklegt er að raunlaunasveigjanleiki verði minni við stöðugt gengi og lága verðbólgu en var hér fyrr á árum. Um þetta efni vísast til sérstaks viðauka um sveigjanleika nafn- og raunlauna hér á landi.

## Myntbandalagið og valkostir Íslands í gengismálum

Ekki liggja á þessu stigi fyrir nægjanlegar upplýsingar til að hægt sé að meta með óyggjandi hætti hverjir verði valkostir Íslands í gengismálum þegar EMU kemur til. Ljóst er að Ísland getur ekki fengið fullgilda aðild að Myntbandalaginu meðan Íslendingar eru utan ESB og eiga því ekki aðild að Maastricht-sáttmálanum. Á þessu stigi er ekki heldur vitað hvaða kostir standa EES-löndum til boða, t.d. varðandi einhvers konar aukaaðild að endurreistu ERM-kerfi fyrir lönd utan EMU. Ekki er heldur ljóst hvort Ísland gæti í sátt við hinn nýja evrópska seðlabanka og aðildarlönd hans tekið evru einhliða í notkun á Íslandi (Panama-leiðin) eða komið á fót myntráði sem stýddist við evru. Einhliða tengingum af einhverju tagi við evru má hugsanlega koma á, en þær verða aldrei sterkari en trúverðugleiki innlendrar hagstjórnar gefur tilefni til. Einnig er hugsanlegt að aukin hætta á spákaupmennsku gagnvart jaðargjaldmiðlum eftir stofnun EMU kalli á það að gengisstefnan verði færð nær flotgengi, svo lengi sem tvíhliða skuldbindingar um gengisfestu standa ekki til boða. Með nefndum fyrirvörum virðist sem möguleikar Íslands verði þessir:

1. Núverandi gengisfyrirkomulag þar sem krónan er tengd viðskiptavegnu gengi erlendra gjaldmiðla innan vikmarka, en vikmörk og miðgengi hvort tveggja breytanlegt.

2. Gengi krónunnar sé einhliða tengt evru í stað viðskiptaveginnar gengisvísitölu, en fyrirkomulagið að öðru leyti óbreytt.

3. Gengi krónunnar sé tengt evru með tvíhliða samkomulagi þannig að um gagnkvæma skuldbindingu sé að ræða á milli Íslands og Seðlabanka Evrópu um að halda gengi krónunnar föstu eða innan tiltekinna vikmarka. Þetta gæti verið sérstakt fyrirkomulag fyrir Ísland eða jafnvel þátttaka af einhverju tagi í nýju ERM-kerfi.

4. Komið verði á fót myntráði þar sem gengi krónunnar verði fast gagnvart evru.

5. Evra verði með einhliða hætti tekin upp í innlendum viðskiptum og gerð að lögeyri, annaðhvort samhliða krónunni eða í stað hennar.

6. Farið verði í þveröfuga átt og gengi krónunnar sett á flot, og í stað gengisstöðugleika verði beint verðbólgu markmið meginviðmiðun peningastefnunnar.

Þegar kostir og gallar þessara leiða eru metnir þarf að hafa í huga að kostur þess að geta breytt gengi felst í því að geta með tiltölulega skjóttum hætti lagað hagkerfið að ytri áföllum eða búhnykkjum sem ella gætu valdið skaða í formi tapaðrar framleiðslu eða of mikillar verðbólgu. Ókosturinn við að halda þessum möguleika opnum felst í því að innlendir vextir fá áhættuálag umfram erlenda, og vaxtamunur gagnvart útlöndum getur því orðið mikill með hamlandi áhrifum á fjárfestingu og varanlegan hagvöxt. Möguleikanum á því að geta breytt gengi má því líkja við tryggingu gegn tjóni, og vaxtamuninum, sem fylgir honum, má líkja við iðgjald. Það þarf þannig að meta líkurnar á tjóni á móti iðgjaldinu jafnframt því sem huga þarf að öðrum möguleikum til að mæta því. Einnig þarf að taka tillit til ýmissa leiða til að draga úr þessu iðgjaldi. Því trúverðugri sem einhliða gengisfestu er, því lægri verður vaxtamunur gagnvart útlöndum. Sama á við um trúverðugleika verðbólgu markmiðs þegar gengi er látið fljóta. Auka má trúverðugleika með því að auka sjálfstæði seðlabanka eða með tvíhliða skuldbindingum af ýmsu tagi. Trúverðugleiki vex einnig í tímans rás ef yfirvöld peningamála sýna það í raun að þau viðhalda stöðugleika. Verða nú kostir og gallar ofangreindra leiða raktir í sömu röð og hér að framan:

1. Núverandi gengisfyrirkomulag hefur gefist vel á undanförunum árum og gæti hugsanlega gert það áfram þrátt fyrir tilkomu EMU. Það hefur þann kost að þau ójafnvægisáhrif, sem innbyrðis gengisþróun erlendra gjaldmiðla hefur á þjóðarbúskapinn, verða í lágmarki, auk þess sem varðveittur er möguleiki stjórnvalda til að bregðast við meiri háttar breytingum á ytri skilyrðum þjóðarbúsins með gengisbreytingum. Þetta hefur hins vegar þann ókost að vaxtamunur gagnvart útlöndum lækkar ekki umfram það sem búast má við að verði hvort sem er, annars vegar vegna aukins trúverðugleika stefnunnar í peningamálum og hins vegar vegna tilhneig-

ingar langtímavaxta til að lækka hér á landi frá núverandi stigi, en það samrýmist ekki langtíma hagvaxtarjafnvægi.

2. Ekki verður séð að einhliða tenging við evru hafi neina sérstaka kosti umfram það sem felst í núverandi fyrirkomulagi. Jafnauðvelt er að breyta einhliða tengingu eins og gengisviðmiðun í núverandi kerfi. Ekki verður því séð að neinn ávinningur verði að því er varðar vaxtamun. Að sumu leyti er þessi leið verri en hin fyrri þar sem vandamál gætu komið upp sakir þess að gengistengingin endurspegladi ekki lengur utanríkisviðskipti Íslands. Þetta ætti sérstaklega við ef myntsamruninn verður þröngur, en aðeins um 28% af utanríkisviðskiptum Íslands er við þau lönd sem hann mundi að líkindum ná til. Á móti kemur að allar líkur benda til að ódýrara verði fyrir fyrirtæki og fjárfesta að kaupa tryggingar vegna sveiflna í gengi evru gagnvart öðrum höfuðmyntum en að kaupa tryggingar vegna sveiflna einstakra alþjóðlegra mynta gagnvart íslensku gengiskörfunni.

3. Tvíhliða tenging er mun vænlegri leið en einhliða tenging þar sem búast má við nokkrum ávinningi að því er varðar trúverðugleika og vaxtamun. Tvíhliða skuldbinding er í eðli sínu sterkari og líklegt að markaðir meti það svo að hún verði síður rofin. Auk þess verður gengið enn til sem öryggisventill. Vandinn er hins vegar sá að óljóst er hvort og þá í hvaða formi þessi valkostur verður í boði. Einnig verður um sama vanda að ræða og fylgdi einhliða tengingu að því er varðar samsetningu utanríkisviðskipta.

4. Myntráð mundi skila ávinningi í formi lægri vaxtamunar og aukins trúverðugleika þar sem skuldbindingin, sem í þeirri leið felst, er meiri en í venjulegu föstu en breytanlegu gengi, jafnvel þótt skuldbindingin sé einhliða. Ókosturinn er hins vegar sá að ekki verður lengur um að ræða það hlutverk seðlabanka að veita bönkum lánaþyrngreiðslu til að jafna út lausafjársvæiflur eða aðstoða bankakerfið í erfiðleikum. Í raun yrði myntráð til þess að innlent peningaframboð fylgdi sveiflum gjaldeyrisforðans og myndi líklega valda meiri sveiflum en verið hafa hér á landi með tilheyrandi áraun á peninga- og bankakerfið. Það er einnig umhugsunarefni varðandi þessa

leið að hún hefur yfirleitt verið farin í nýlendum, löndum með takmarkað sjálfstæði, nýfrjálsum löndum sem standa frammi fyrir ákvörðun um eigin mynt og löndum sem eiga við mjög mikinn óstöðugleika og trúverðugleikavandamál að etja.

5. Einhliða notkun evrunnar mundi skila umtalsverðum ávinningi í lægri vaxtamun. Hann gæti jafnvel horfið að mestu sökum þess að mun erfiðara yrði að snúa til baka en t.d. undir myntráði. Á móti kemur að ekki er hægt að nota gengið sem öryggisventil. Það er einnig mikill galli á þessari leið frá sjónarhóli sjálfstæðs ríkis að myntsláttuhagnaður rennur til annarra ríkja og Ísland bæri tapið þegar seðlar og mynt tynast og eyðileggjast. Þá er ekki heldur ljóst hvort þessi leið yrði fær í sátt við Seðlabanka Evrópu og þau lönd sem að honum standa. Einnig á við um þessa leið svipað og um myntráð að sjaldgæft er að þjóðir, sem búa við álíka pólitískt sjálfstæði og stöðugleika og Íslendingar, hafi valið hana.

6. Kosturinn við að láta gengi fljóta felst í því gengið þjónar þá bæði sem aðlögunartæki og öryggisventill. Ísland er varið gegn spákaupmennskuárasum sem gengisfesta jaðargjaldmiðils getur boðið upp á þegar fjármagnshreyfingar eru frjálssar. Ekki er hins vegar víst að þessi leið skili neinum ávinningi í vaxtamun umfram það sem felst í núverandi gengisstefnu. Eins og fram hefur komið áður kalla margir eiginleikar íslenska hagkerfisins á hreyfanlegt gengi. Það má því færa rök fyrir því að flotgengi sé á margan hátt heppileg gengisstefna fyrir Ísland. Hún hefur hins vegar hingað til verið útilokuð af tveimur ástæðum. Í fyrsta lagi voru markaðir lengi vel ekki nægilega þroskaðir til að bjóða upp á flotgengi. Þannig varð t.d. millibankamarkaður fyrir gjaldeyri ekki til fyrr en í maí 1993, og fjármagnshreyfingar urðu ekki að fullu frjálssar fyrr en í ársbyrjun 1995. Í öðru lagi hefur verið talið að flotgengi gæti haft óheppileg áhrif á verðbólguvæntingar og trúverðugleika þess að peningastefnan miði í raun að lágri verðbólgu vegna fyrra gengis- sigs og gengisfellinga. Það má færa rök fyrir því að bæði þessi atriði séu breytt og því sé flotgengi orðið að raunverulegum kosti sem skoða beri gaumgæfilega í þessu sambandi. Ef farið yrði inn á þessa braut er hins vegar

nauðsynlegt að Seðlabankinn fái skýrt og yfirlýst verðbólgu markmið til að stefna að og honum yrði tryggt sjálfstæði til að beita stjórn-tækjum sínum til að ná því markmiði.

Það er athyglisvert að bera þessa kosti saman við fulla þátttöku í Efnahags- og myntbandalaginu sem krefst að vísu aðildar að ESB eins og áður hefur komið fram. Með fullri þátttöku í EMU hyrfi vaxtamunur sem tengist gengisáhættu. Allur ávinningur þess að koma á fót trúverðugu myntráðsfyrirkomulagi grundvölluðu á EMU eða taka evru upp einhliða sem lögeyri myndi því nást og líklega eitthvað umfram það. Hins vegar hefði þessi leið þann kost umfram einhliða notkun evrunnar að landið fengi sína hlutdeild í myntsláttuhagnaði hennar. Hún samrýmist einnig mun betur stöðu landsins sem fullvalda ríkis þar sem þátttaka í ákvörðunum á vegum Seðlabanka Evrópu vegur á móti glötun peningalegs sjálfstæðis. Enn er þó sá ókostur að gengið er ekki lengur til sem öryggisventill, en á móti kemur að aðild að ESB og þátttaka í EMU mun í sjálfu sér draga með tímanum eitthvað úr tilhneigingu til ósamhverfra hnykkja. Þessi leið virðist þess vegna betri frá því sjónarhorni, sem hér er notað, en a.m.k. myntráð og einhliða notkun evru sem lögeyris. Afstaða til aðildar að ESB byggist hins vegar á mun fleiru en peningalegum stöðugleika.

### Mat á kostum og göllum afnámskrónunnar

Hér verður varpað ljósi á þá þætti sem mestu skipta varðandi mat á efnahagslegum kostum og göllum þess að leggja af íslensku krónuna og taka upp evru sem innlendan gjaldmiðil, annað hvort einhliða eða með fullri þátttöku í myntbandalaginu, en það krefst aðildar að ESB, eins og áður hefur komið fram. Þar sem verðbólga á Íslandi er þegar á svipuðu stigi og í aðildarlöndum ESB eru hinir efnahagslegu kostir fyrst og fremst tveir þ.e. lægri viðskiptakostnaður og lægri vaxtamunur gagnvart útlöndum. Ókosturinn felst fyrst og fremst í því að gengið er ekki til staðar til að auðvelda aðlögun að ytri áföllum og búhnykkjum.

Erlendar kannanir benda flestar til að lækkingu viðskiptakostnaðar sé líklega á bilinu

0,1-0,9% af landsframleiðslu og líklega undir ½%.<sup>7</sup> Engar kannanir liggja fyrir hér á landi um þetta efni, en ólíklegt er að þessi tala sé mikið hærri hér, en færa má að því rök að lækkingu viðskiptakostnaðar sé meiri í löndum með tiltölulega vanþróaða fjármagnsmarkaði.

Í fljótu bragði virðist sem auðveldara sé að meta líklega lækkingu vaxtamunar. Þar er þó ekki allt sem sýnist. Í fyrsta lagi er ekki hlaupið að því að meta hver hann er á fjármagnsmarkaðnum í heild, þar sem um mjög mismunandi form er að ræða og markaðir fyrir þau misþróaðir. Í öðru lagi endurspeglar vaxtamunurinn á hverjum tíma mismunandi stöðu landins í hagsveiflunni miðað við viðskiptalönd og getur því annað hvort vanmetið eða ofmetið þann vaxtamun sem búast má við til lengdar. Í þriðja lagi er hugsanlegt að vaxtamunur geti lækkað eitthvað án þess að krónan sé aflögð með vaxandi trausti á stöðugleikann, auknu sjálfstæði seðlabanka og hagstæðri efnahagsþróun. Í fjórða lagi mun einhver vaxtamunur verða eftir sem tengist skuldaráhættu en ekki gjaldeyrisáhættu. Eins og kemur fram í öðrum köflum skýrslunnar er jafnvel hugsanlegt að vaxtamunur af þessum toga aukist þar sem aðilar á fjármagnsmarkaði muni setja skuldaráhættu í meiri brennidepil þegar gjaldeyrisáhættan hverfur.

**Tafla 4.3. Vaxtamunur gagnvart „þröngu“ EMU 1996**

Þriggja mánaða ríkisvixlar	3,6
Fimm ára óverðtryggð ríkisbréf	4,0
Áætlaðir 10 ára nafnvextir	2,1

Með ofangreinda fyrirvara í huga verður hér lagt afar gróft talnlegt mat á hugsanlegan ávinning af myntsamruna fyrir Ísland í formi lægri vaxtamunar. Tafla 4.2 sýnir vaxtamun þriggja forma ríkisverðbréfa gagnvart „þröngu“ EMU á árinu 1996. Taflan skýrir sig sjálf, nema að áætlaðir 10 ára nafnvextir eru fundnir með sama hætti og í kafla 3, þ.e. sem vextir 10 ára verðtryggðra bréfa að viðbættri verðbólgu yfir árið og 1% álagi.

Ef ofangreindur vaxtamunur er veginn saman með stofni markaðsverðbréfa í árslok 1996 fæst veginn vaxtamunur sem nemur um

**Tafla 4.4. Ytri áföll 1963-1997***Lækkun útflutningstekna umfram 2%*

Tímabil	Breyting útflutn.- tekna,% breyting,	Magn- kjara,%	Breyting viðsk.- kjara,%	Fjöldi ára
1967-1968	-21	-19	-2	2
1974-1975	-18	0	-18	2
1982	-10	-9	-1	1
1988-1992	-14	-8	-6	5
Meðaltal	-15½	-9	-7	2½

2½%. Árið 1996 var ár kröftugrar uppsveiflu hér á landi á sama tíma og efnahagsþrengingar voru meðal meginlandslanda Evrópu. Líklega má lækka vaxtamuninn um allt að 1% af þessum sökum. Til viðbótar kemur svo að vaxtamunur vegna skuldaraáættu mun standa eftir sem getur numið allt að ½%. Eftir standa því 1-1½% í vaxtamun sem sparast myndu við það að leggja af krónuna. Miðað við stofn innlendra skulda lánakerfisins í árslok 1996 er hér um 6½-9½ ma.kr. að ræða á ári eða um 1½% af landsframleiðslu.

Ávinningur vegna viðskiptakostnaðar og vaxtamunar er samkvæmt ofangreindu gróflega áætlaður um 2% af landsframleiðslu. Þetta er ávinningur sem myndi falla til á hverju ári, þannig að landsframleiðsla yrði 2% hærri en ella. Hins vegar verða aðeins áhrif á hagvöxt meðan ávinningurinn er að koma fram. Þennan ávinning verður að veða á móti óhagræðinu af því að geta ekki notað gengið til að flýta fyrir aðlögun hagkerfisins að ytri áföllum eða búhnykkjum. Það óhagræði felst í framleiðslutapi og auknu atvinnuleysi þegar áföll ríða yfir en yfirspennu þegar búhnykkir eiga sér stað. Ekki verður talnalegt mat lagt á þetta óhagræði hér, þar sem forsendur skortir. Það veltur hins vegar á líkunum á áföllum, hversu stór þau verða að meðaltali og hversu virkar aðrar aðlögunarleiðir eru. Þar skiptir mestu máli sveigjanleiki nafnlauna. Ef litið er til sögunnar þá er ljóst að þetta er þáttur sem skipt hefur verulegu máli hér á landi og því ekki ástæða til að afgreiða hann sem smámál. Undanfarna rúma þrjá áratugi hafa ytri áföll í formi verulegrar lækkunar útflutningstekna ríðið fjórum sinnum yfir, sbr. töflu 4.3. Að meðaltali voru rúm 5 ár á milli áfalla og þau

voruðu í rúm 2 ár. Meðaláfallið fól í sér um 15,5% lækkun útflutningstekna. Í öll skiptin lék lækkun á gengi krónunnar stórt hlutverk í aðlögun þjóðarbúsins. Það er hins vegar vel hugsanlegt að áföll verði ekki eins tíð og áður, að þau verði minni og að aðrar aðlögunarleiðir verði virkari. Í ljósi sögunnar er hins vegar tryggara að verði ákvörðun tekin um að leggja af krónuna, verði jafnframt hugað að leiðum til að tryggja að beinar launalækkanir geti orðið að veruleika ef stór áföll ríða yfir. Ella gæti verið tekin óhófleg áhætta.

### Niðurstöður

Í ljósi þess, sem fjallað hefur verið um í þessum kafla, virðist að svo stöddu mega draga eftirfarandi ályktanir um stefnuna í gengismálum:

1. Ísland haldi a.m.k. um sinn óbreyttri gengisstefnu. Um leið verði athugað nánar hvort meiri hreyfanleiki gengisins, annaðhvort innan núverandi vikmarka eða með því að stíga skref í átt að beinu verðbólguþröskulmiði og flotgengi, muni henta betur, bæði í því skyni að stuðla að stöðugleika í verðlagi og verja landið gegn hugsanlegri spákaupmennsku.

2. Reynt verði að skýra betur þá kosti sem Ísland kynni að standa frammi fyrir varðandi tengsl við evru jafnframt því sem í ljós kemur hversu víðtækur myntsamruninn verður. Líklegt er að þetta muni þó vart skýrast fyrir en á fyrstu árum nýrrar aldar.

1. Taflan er að mestu leyti byggð á Bordo og Jonung (1996).

2. Nánari umfjöllun um grundvöll vals á gengisstefnu er að finna í grein eftir Má Guðmundsson (1992).

3. Sjá nánari umfjöllun um hagkvæmasta gjaldmiðlasvæði í 2. kafla.

4. Nánari umfjöllun um það, sem á eftir kemur, er að finna í grein eftir Má Guðmundsson (1992).

5. Þröngt og vítt EMU-svæði er skilgreint í upphafi 3. kafla, en þröngt EMU-svæði nær til Þýskalands, Frakklands, Hollands, Belgíu, Lúxemborgar, Austurríkis, Finnlands og Írlands. Vítt EMU-svæði nær til fyrrnefndra landa og auk þess Bretlands, Danmerkur, Grikklands, Ítalíu, Portúgals, Spánar og Svíþjóðar.

6. Sjá t.d. OECD (1991) og viðauka hér að aftan.

7. Sjá t.d. European Commission (1990), Friberg og Vredin (1996) og EMU utredningin (1996)

## Kafli 5. Framkvæmd peningamálastefnu

Að undanfögnu hafa ýmsir þættir í framkvæmd sameiginlegrar peningamálastefnu Efnahags- og myntbandalagsins skýrt þótt enn sé eftir að taka afstöðu til annarra þátta hennar á næstu misserum. Samkvæmt tilskipuninni um Peningastofnun Evrópu (EMI) er það verkefni hennar að undirbúa skipulag og starfshætti Evrópska seðlabankakerfisins (ESCB), en með því er átt við seðlabanka aðildarlanda Efnahags- og myntbandalagsins og Seðlabanka Evrópu (ECB). Þessu verki skyldi ljúka í síðasta lagi fyrir lok ársins 1996. Peningastofnun Evrópu (EMI) gerði grein fyrir tillögum sínum í skýrslu í ársbyrjun 1997.<sup>1</sup> Frekari skýrslur eru væntanlegar á þessu ári um einstaka þætti í starfsemi ESCB, svo sem stefnuna í peningamálum, stjórnæki peningamála og notkun þeirra og greiðslumiðlun, þar á meðal um greiðslumiðlunarkerfið TARGET og uppgjörskerfi vegna verðbréfavíðskipta.

### Almenn sjónarmið varðandi stefnuna í peningamálum

Samkvæmt alþjóðlegum viðhorfum um stjórn peningamála leggur EMI sex sjónarmið til grundvallar stefnumótun sinni í þeim eignum. Þau eru:

\* *Skilvirkni*: Stefnan í peningamálum verður að gera ESCB kleift að ná meginmarkmiði sínu.

\* *Ábyrgð*: Stefnan verður að fela í sér skýr markmið sem gera almenningi kleift að meta frammistöðu.

\* *Gagnsæi*: Markmið og ákvarðanir verður hvort tveggja að vera almenningi skiljanlegt.

\* *Framtíðarsýn*: Stefnan í peningamálum verður að tryggja stöðugleika verðlags þegar lítið er til næstu ára og stuðla þannig að hóflegum verðbólguvæntingum. Jafnframt verður ESCB að hafa ráðrúm til aðgerða.

\* *Samhengi*: Stefna ESCB verður að vera í samhengi við og styðjast við reynslu þjóðbankanna sem mynda ásamt ECB evrópska seðlabankakerfið.

\* *Samræmi við sjálfstæði Evrópska seðlabankakerfisins*

### Markmið peningamálastefnu Efnahags- og myntbandalagsins

Í Maastricht-sáttmálanum segir á ótvíræðan hátt að meginmarkmið evrópska seðlabankakerfisins skuli vera að viðhalda verðstöðugleika, það er að halda verðgildi hins nýja sameiginlega gjaldmiðils stöðugu. Að undanfögnu hafa verið til athugunar á vegum EMI fimm leiðir að þessu marki, og hafa þrjár þeirra nú verið útilokaðar, en vali á milli hinna tveggja hefur verið frestað uns Seðlabanki Evrópu tekur til starfa. Þetta eru leiðir gengisstöðugleika, vaxtastýringar, ákveðinnar nafnaukningar þjóðartekna, peningamagnsstýringar og að lokum beint verðbólgu-markmið. Fyrstu þrjár leiðirnar að stöðugu verðlagi hafa verið útilokaðar, og eftir stendur val milli peningamagnsstýringar og beins verðbólgu-markmiðs. Fyrstu þrjár leiðirnar voru einkum útilokaðar af eftirtöldum ástæðum. Talið var að leið gengisstöðugleika leiddi ekki endilega til verðstöðugleika á evrusvæðinu í ljósi þess hve stórt það er og vægi utanríkisviðskipta lítið. Vaxtastýring yrði torveld þar sem ekki væri ljóst hvaða raunvaxtastig myndi tryggja stöðugt verðlag. Ennfremur var talið að þótt leið ákveðinnar nafnaukningar þjóðartekna gæti stuðlað að stöðugu verðlagi, þá myndi Seðlabanki Evrópu eiga erfitt með að hafa bein áhrif á nafnaukningu þjóðartekna, auk þess sem þessi stærð er einnig endurskoðuð eftir á og samsetningu hennar milli verðlagsþáttar og raunþáttar gæti reynst erfitt að áætla. Tvær síðasttöldu leiðirnar að markmiðinu eru taldar framkvæmanlegar. Það er mat EMI að þótt þær virðist fræðilega vera aðgreindar sé munur þeirra í framkvæmd lítill. Báðar beinast þær að verðstöðugleika og í báðum er stuðst við fjölda efnahagsvísa þegar metnar eru horfur hverju sinni.

Peningamagnsstýring felst í því að sett eru efri og neðri mörk um aukningu tiltekinnar peningamagnsstærðar sem talin eru hafa traust og stöðugt sambengi við verðlagsþróun. Mörkin miðast við að verðlagsþróun verði innan æskilegra marka. Seðlabankinn beitir síðan stjórnstærðum sínum í því skyni að þróun peningamagns haldist innan þeirra marka sem samrýmanleg eru stöðugu verðlagi.

Þegar sett er verðbólguþrögnarmarkmið er gert ráð fyrir því að seðlabankinn geri áætlun um verðlagsþróun að óbreyttu, en beiti síðan stjórnstærðum sínum, ef þörf krefur, til þess að laga verðlagsþróunina að verðbólguþrögnarmarkmiðinu. Verðbólguþrögnarmarkmið seðlabankans verður því eins konar millimarkmið stefnunnar í peningamálum. Við mat á verðbólguhorfum verður seðlabankinn að gera ráð fyrir forsendum sem skýri þær, t.d. í líkingu við forsendur peningamagns og verðlags, og því er munur þessara tveggja leiða í raun ekki afar mikill.

Þar sem þessar tvær aðferðir eru notaðar er stuðst við fjölda annarra hagvísna við mat á aðstæðum, svo sem stöðu á vinnumarkaði, útlánaþróun, ávöxtunferil á peningamarkaði, vexti á löngum fjárskuldbindingum, viðskiptajöfnuð, ríkishalla og mun eftirspurnar og framleiðslugetu.

Það sem veldur vanda hér er óvissa um það hversu stöðug peningaeftirspurn verður á evrusvæðinu meðal annars þar sem erfiðleikum er háð að meta það samband fyrir en fyrir liggur hvaða lönd taka þátt í Efnahags- og myntbandalaginu. Af þeim sökum er erfiðleikum bundið að meta peningaeftirspurnarlíkingar fyrir evru.

### **Stjórnstærði Seðlabanka Evrópu**

Yfirstjórn EMI hefur þegar mótað tillögur sínar um meginatriði varðandi stjórnstærði evrópska seðlabankakerfisins. Meginstjórnstærðin verða opnar markaðsaðgerðir, en til viðbótar verða tvö viðskiptaform, annars vegar innlánsform fyrir lausar innstæður og útlánaform fyrir neyðarlán. Þessi tvö viðskiptaform munu mynda neðri og efri mörk vaxta á milli-banka- og peningamarkaðnum. Opnar markaðsaðgerðir munu fara fram eftir fjórum leiðum. Í fyrsta lagi verða vikuleg uppboð á

endurhverfum verðbréfavíðskiptum til tveggja vikna, í öðru lagi lengri endurhverf víðskipti sem verða boðin mánaðarlega með þriggja mánaða binditíma, í þriðja lagi fínstillingaraðgerðir, sem gætu verið á formi beinna víðskipta á eftirmarkaði, og í fjórða lagi sérstakar aðgerðir í lausafjártilfærslu til að hafa áhrif á heildarstöðu bankakerfisins gagnvart evrópska seðlabankakerfinu. Að lokum kemur einnig til greina að ESCB beiti lána-stofnanir bindiskyldu í því skyni að hafa áhrif á lausafjárstöðu, þróun peningastærða og vaxta.

Öll lausafjárvíðskipti evrópska seðlabankakerfisins munu því fara fram sem endurhverf víðskipti, þ.e. kaup á tilteknum verðbréfum með endurkaupaskilmálum, eða sem bein kaup verðbréfa á eftirmarkaði. Engin bein lánsvíðskipti verða milli ESCB og lánastofnana eða annarra, svo sem opinberra aðila, enda er ESCB óheimilt að veita opinberum aðilum lán af neinu tagi.<sup>2</sup>

Eins og nánar kemur fram í 6. kafla hér á eftir, þar sem fjallað er um veðsetningar vegna daglegrar fjármögnunar, verður hægt að nota margvísleg verðbréf í víðskiptum við ESCB, og mun bankinn gefa út lista um þau verðbréf sem unnt verður að nota, auk þess sem einstakir þjóðbankar geta gefið út viðbótarlista með verðbréfum sem þeir telja að við ættu að bætast með hliðsjón af venjum og hefðum á innlendum markaði. ESCB mun setja viðmiðunarreglur um slíka viðbótarlista einstakra seðlabanka.

Um beitingu bindiskyldu er ágreiningur milli aðildarlandanna, og eru það einkum Þjóðverjar sem leggja áherslu á mikilvægi hennar við stjórn peningamála. Ákveðið hefur verið að undirbúa reglur um bindiskyldu á vegum ESCB, en endanlegri ákvörðun um beitingu hennar hefur verið frestað þar til Seðlabanki Evrópu tekur til starfa. Þjóðverjar telja bindiskyldu geta gegnt þrjúþættum tilgangi. Í fyrsta lagi telja þeir að hún muni gera vaxtaþróun á peningamarkaði jafnari en ella, sérstaklega ef stofnunum er heimilt að uppfylla bindiskyldu að meðaltali á hverju binditímabili. Í öðru lagi er með bindiskyldu hægt að hafa áhrif á heildarlausafjárstöðu lánastofn-



ana gagnvart ESCB, og í þriðja lagi er hægt með henni að hafa áhrif á þróun peningastærða, þ.e. hægja á vexti peningamagns eða auka hann. Þau lönd, sem leggjast gegn bindiskyldu, eru ekki endilega andsnúin þessum sjónarmiðum, en telja að hægt sé að ná fram sömu áhrifum með öðrum stjórnþækjum, svo sem opnum markaðsaðgerðum. Jafnframt benda þau á neikvæð áhrif bindiskyldu á samkeppnisstöðu fjármálastofnana þar sem alltaf er hægt að nýta eða finna fjármögnunarsform sem falla utan bindiskyldu.

Af þessum sökum hefur verið lögð á það áhersla við mótn hugmynda um útfærslu á bindiskyldu á vegum EMI að bindigrunnur verði sem víðastur og nái til sem flestra stofnana til að forðast það að raska samkeppnisstöðu fjármálastofnana.<sup>3</sup>

### **Inngrip á gjaldeyrismarkaði**

Auk ofangreindra aðgerða getur ESCB gripið til viðskipta á gjaldeyrismarkaði. Tilgangur slíkra aðgerða gæti verið að hafa áhrif á gengi evru gagnvart öðrum gjaldmiðlum ESB-ríkja eða gagnvart gjaldmiðlum ríkja utan ESB. Slíkar aðgerðir geta annars vegar verið á grundvelli gjaldmiðlasamstarfs eða til þess að koma í veg fyrir óeðlilegar sveiflur á gengi evru. Maastricht-sáttmálinn gerir sérstaklega ráð fyrir gjaldmiðlasamstarfi milli evrusvæðisins og þeirra ESB-landa sem standa utan við það, og liggja þegar fyrir hugmyndir um útfærslu á því, svokallað ERM II, sem fjallað var um ERM II í fyrsta kafla. Ekki er heldur lokað fyrir það skotið að gjaldmiðlasamstarf eigi sér stað við ríki utan ESB á grundvelli 109. gr. í sáttmálanum, en ákvarðanir um slíkt samstarf eru pólitískar og yrðu teknar af ráðherraráðinu, en ESCB hefði ekki heimildir til slíks samstarfs einhliða. Þessi möguleiki kann að vera mikilvægur fyrir Ísland, verði á einhverju stigi hugað að gjaldmiðlasamstarfi við evrusvæðið.

Eins og rakið er fyrr í skýrslunni mun hluti af gjaldeyrisforða aðildarseðlabanka ESCB verða færður til Seðlabanka Evrópu við stofnun hans, eða ígildi 50 ma. evra. Það sem eftir stendur í eigu aðildarseðlabankanna mun áfram lúta forsjá þeirra, en ECB mun þó setja

reglur um notkun þess forða til að tryggja að aðgerðir aðildarseðlabankanna á þessu sviði trufli ekki peningamálaaðgerðir ECB.

Tvær leiðir koma til álita varðandi framkvæmd inngripa á gjaldeyrismarkaði, annars vegar að slíkt verði á vegum ECB, þ.e. frá miðjunni, og hins vegar að einstökum aðildarbönkum verði falin framkvæmdin á grundvelli fyrirmæla frá ECB. Bankaráð ECB tekur endanlega ákvörðun um hvor þessara leiða verður valin.

### **Framkvæmd peningamálaaðgerða**

Sú meginregla var mótuð af ESB við gerð Maastricht-sáttmálans að í hverju aðildarlandi skyldi stýrt þeim aðgerðum eða verkefnum sem kölluðu ekki beinlínis á miðstýrða framkvæmd.<sup>4</sup> Talið er að peningamálaaðgerðir sé unnt að framkvæma í hverju landi fyrir sig þó stefnan sé mörkuð í ECB. Af þessum sökum munu flestar peningamálaaðgerðir verða framkvæmdar af einstökum aðildarbönkum með fyrirvara um það sem sagt er að ofan um inngrip á gjaldeyrismarkaði.

### **Áhrif EMU-samstarfsins á innlenda peningamálastjórn**

Áhrif EMU og ESCB á íslenska peningamálastjórn munu öðru fremur verða með tvennum hætti. Í fyrsta lagi mun það fyrirkomulag hafa óbein áhrif á ríki í nánasta umhverfi evrusvæðisins að því leyti að það verður fyrirmynd fyrir önnur ríki. Auðvitað skiptir hér miklu árangur þess fyrirkomulags sem valið verður. Áhrifin geta orðið á alla þætti peningamálastjórnar, m.a. markmið, val á aðferð við stjórn peningamála, þ.e.a.s. verðbólguþáttmið eða peningamagnsstjórn, og stjórnþæki peningamála. Í öðru lagi má ekki gleyma því að Ísland er aðili að Evrópska efnahagssvæðinu, og það kallar meðal annars á jöfnun samkeppnisskilyrða. Að því leyti sem stjórnþæki peningamála hér á landi víkja frá því skipulagi, sem ESCB velur, kann það að vera talið íþyngjandi fyrir innlendar lánastofnanir í samkeppni við lánastofnanir á evrusvæðinu. Mestu máli skipta hér vafalaust ákvæði um bindiskyldu og lausafjárskyldu. Eins og áður er rakið er enn óvíst hvort ESCB

beitir bindiskyldu við stjórn peningamála, en hér á landi er það gert um þessar mundir þótt bindiskylda sem hlutfall af ráðstöfunarfé hafi lækkað verulega á undanförunum árum. Hitt virðist ljóst, að ekki verður um lausafjárskyldu að ræða í stjórnþekjasafni ESCB, og mun það að óbreyttu valda nokkurri sérstöðu íslenskra lánastofnana. Jafnframt er ljóst að á evrusvæðinu verður unnt að nota mun fjölbreyttara úrval verðbréfa en hér á landi í viðskiptum við ESCB. Alla þessa þætti þarf að taka til frekari athugunar á næstu misserum hér á landi með árangursríka peningamálastjórn og jöfnun samkeppnisstyrða í huga.

1. The single monetary policy in stage three; Specification of the operational framework, EMI, janúar 1997.

2. Undanþegnar eru þó lánastofnanir í eigu opinberra aðila.

3. Af þessum sökum hefur verið til athugunar að breyta gr. 19.1 í tilskipuninni um Seðlabanka Evrópu í því skyni að heimila bindiskyldu á öðrum fjármálafyrirtækjum en lánastofnunum, og er búist við að sett verði ný reglugerð á vegum ESB um bindiskyldu, sbr. gr. 19.2 í tilskipuninni um Seðlabanka Evrópu, og liggja drög að slíkri reglugerð þegar fyrir.

4. Þessi regla er nefnd „the principle of subsidiarity“.

<b>Opnar markaðsgerðir og föst fyrirgreiðsluform ESCB</b>					
<b>Peningamála- aðgerðir</b>	<b>Aukning lausafjár</b>	<b>Minnkun lausafjár</b>	<b>Binditími</b>	<b>Tíðni</b>	<b>Aðferð</b>
<b>OPNAR MARKAÐSADGERÐIR</b>					
<b>Aðalfarvegur lausafjártilfærslu</b>	Endurhverf viðskipti		Tvær vikur	Vikuleg	Stöðluð uppboð
<b>Lengri endurfjármögnun</b>	Endurhverf viðskipti		Þrjár mánuðir	Mánaðarleg	Stöðluð uppboð
<b>Fínstillingaraðgerðir</b>	- Endurhverf viðskipti	- Endurhverf viðskipti	Óstaðlaðar aðgerðir	Óreglulegar	Skyndiuppboð
	- Gjaldmiðlaskipti	- Gjaldmiðlaskipti			
	- Eftirmarkaðsviðskipti	- Eftirmarkaðsviðskipti			
<b>Heildstæðar aðgerðir</b>	- Eftirmarkaðsviðskipti	- Bundin innlánstilboð	Staðlað eða óstaðlað	Ýmis Óregluleg	Tvíhliða viðskipti
	- Endurhverf viðskipti	- Útgáfa innstæðubréfa			
	- Eftirmarkaðsviðskipti	- Bein sala á eftirmarkaði			Tvíhliða viðskipti
<b>FÖST FYRIRGREIÐSLUFORM</b>					
<b>Neyðarlánafyrirgreiðsla</b>	Endurhverf viðskipti		Yfirmót	Aðgangur að vali viðskiptaaðila	
<b>Viðskiptareikningur</b>		Innlán	Yfirmót	Aðgangur að vali viðskiptaaðila	

## Kafli 6. Breytingar á fjármagnsmarkaði

Áhrif af gildistöku evru á íslenskan fjármagnsmarkað kunna að verða með margvíslegum hætti. Flest eru þessi áhrif óbein þar sem Ísland mun ekki eiga beina aðild að Myntbandalaginu. Þegar hefur verið fjallað um þau áhrif sem sameiginleg og breytt peningamálastjórn kann að hafa á umhverfi lánastofnana hér á landi, en önnur áhrif Myntbandalagsins gætu orðið á samkeppnisstöðu lána- og fjármálastofnana og á stefnu og kjör varðandi lántökur innlendra aðila á erlendum mörkuðum. Að auki er ástæða til að skoða hvort tilkoma evru gæti leitt til vaxandi notkunar hennar í lánsamningum hér á landi.

### Áhrif evrunnar á evrópskan fjármagnsmarkað

Þau áhrif, sem evran kann að hafa á evrópskan fjármagnsmarkað, eru í mikilli óvissu, og miklu skiptir hér hversu fljótir einkaaðilar, þ.e. fyrirtæki og heimili, verða til að taka í notkun hinn nýja gjaldmiðil. Öll útgáfa skuldabréfa í þeim löndum, sem gerast aðilar að myntsamstarfinu, verður þó frá ársbyrjun 1999 í evrum, og mun það leiða til þess að þá þegar myndast djúpur skuldabréfamarkaður í evrum. Vegna peningamálaaðgerða Seðlabanka Evrópu mun jafnframt myndast þegar í stað sameiginlegur peningamarkaður sem byggir umfram allt á endurhverfum viðskiptum með verðbréf sem bundin eru evru. Slíkt mun jafnframt örva enn frekar skuldabréfamarkaðinn í evru.

Þótt hinn sameiginlegi gjaldmiðill ryðji ýmsum tálum úr vegi fyrir samruna fjármagnsmarkaðarins á evru-svæðinu standa þó margar hindranir áfram. Þar má nefna ýmsar reglur og vinnuáferðir sem verða eftir sem áður ólíkar frá einu landi til annars, svo sem takmarkanir á fjárfestingum stofnanafjórfa, reiknireglur varðandi vexti, mismunandi vaxtatímabil og uppboðsaðferðir. Miklu skiptir einnig að skattlagning á þessu sviði verður áfram ósamræmd og óvíst er hversu hratt mun

ganga að samræma hana. Einnig er ljóst að aðildarríki munu búa við ólíkt vaxtaálag sem byggist á breytilegu lánshæfismati þeirra, og slíkt kann að torvelda myndun samfellds ávöxtunarferils.

Hinn nýi skuldabréfamarkaður í evrum verður að öllum líkindum svipaður að stærð og

**Tafla 1. Útistandandi fjárhæðir alþjóðlegra skuldaviðurkenninga eftir gjaldmiðlum og útgáfu landa**

*Milljarðar Bandaríkjadala*

<i>Eftir gjaldmiðlum</i>	
Bandaríkjadalur	1.139,0
Japanskt jen	520,8
Gjaldmiðlar ESB landa	1.056,3
Aðrir	346,1
Samtals	3.062,1
<i>Eftir útgáfulandi</i>	
ESB lönd	1.406,1
Ástralía	66,2
Belgía	44,8
Danmörk	33,2
Finnland	54,6
Frakkland	217,2
Þýskaland	322,8
Grikkland	21,0
Írland	16,6
Ítalía	94,6
Lúxemborg	9,7
Holland	116,4
Portúgal	12,9
Spánn	38,4
Svíþjóð	119,3
Bretland	238,4
Norður Ameríka	571,2
Kanada	178,1
Mexíkó	44,0
Bandaríkin	349,1
Japan	360,4
Aðrir	724,4
Öll lönd	3.062,1

Heimildir: BIS, International and Financial Market Developments (Basel: BIS, November 1996).

bandaríski skuldabréfamarkaðurinn, og má búast við því að það eitt örvi útgáfu aðila innan og utan ESB á verðbréfum í evrum því að vaxandi markaður mun stuðla að aukinni eftirspurn eftir verðbréfum og lægri ávöxtun að öðru óbreyttu. Því er ekki ólíklegt að evran verði fljótlega mikilvægur gjaldmiðill í alþjóðalánsviðskiptum og muni að einhverju leyti leiða til staðkvæmdar milli útgáfu í Bandaríkjadal og öðrum gjaldmiðlum. Í töflu 1 er gerður samanburður á útistandandi alþjóðlegum skuldaviðurkenningum eftir gjaldmiðlum og löndum. Fram kemur að útgáfa í gjaldmiðlum ESB landa er svipuð að stærð og útgáfa í Bandaríkjadal (USD) eða um 1.100 ma. USD. Sé útgáfa flokkuð eftir útgáfulöndum er hlutdeild ESB landa enn hærrí og nemur útgáfa þeirra um 1.400 ma.USD.

Jafnframt má búast við að hlutdeild evrunnar í alþjóðlegum gjaldeyriviðskiptum verði mjög mikil og evran verði þegar frá upphafi annar mikilvægasti gjaldmiðillinn í heimsviðskiptum. Í töflu 2 er gjaldmiðlaskipting alþjóðlegrar gjaldeyrisverslunar sýnd. Tölur sýna

aðra hlið viðskiptanna og því er um að ræða hlutföll af 200. Hlutdeild Bandaríkjadals þannig metin er um 83 en EMS gjaldmiðlar að eku meðtaldri hafa hludeildina 70 eða nánast tvöfalt meira vægi en þýska markið hefur í dag.

Miklar vonir eru einnig bundnar við að evran ryðji brott ýmsum óbeinum hindrunum sem staðið hafa í vegi fyrir þróun innri markaðar í vöru- og fjármagnsviðskiptum. Þótt löggjöf um innri markaðinn hafi formlega tekið gildi í ársbyrjun 1993 er ljóst að verulega skortir á að samruni markaða hafi átt sér stað. Jákvæð áhrif af löggjöfinni hafa því látið á sér standa, sérstaklega að því er varðar aukna samkeppni í fjármálaþjónustu. Hugsanlegt er að tilkoma evrunnar stuðli að aukinni samkeppni á evru-svæðinu og það muni gera fjármálaþjónustu ódýrari.

Það hefur áhrif á báða þessa þætti hversu margir taka í upphafi þátt í efnahags- og myntsamstarfinu. Því víðtækara sem samstarfið verður, þeim mun meiri gætu áhrif þess orðið á samruna fjármagnsmarkaða og evrópskan skuldabréfamarkað. Annað, sem miklu skiptir, er stöðugleiki evrunnar; verði gjaldmiðillinn í upphafi óstöðugur kann það að draga úr skuldabréfaútgáfu á evru-markaði. Sérstaklega kann að verða óheppilegt ef óstöðugt gengi í upphafi þröngvar Seðlabanka Evrópu til að þrýsta upp vöxtum í því skyni að verja gengi evrunnar. Líkur á slíku fara reyndar vaxandi því víðtækara sem EMU verður þar sem þá bætast væntanlega í hópinn ríki sem hafa átt við meiri óstöðugleika að glíma á undanförunum árum og áratugum. Nánar er fjallað um þetta í 1. kafla.

Þegar til lengri tíma er litið má þó að öllum líkindum búast við jákvæðum áhrifum af efnahags- og myntsamstarfinu vegna áhrifa þess á samrunaþróun í Evrópu, en það mun hafa örvandi áhrif á hagvöxt, ekki síst fyrir ríki eins og Ísland sem hafa mikilvæg viðskiptatengsl við ESB á sviði vöru- og fjármagnsviðskipta.

### Áhrif hér á landi

Evrópska efnahagssvæðið og opnun fjármagnsmarkaðar hér á landi veldur hvort tveggja því að innlendar fjármálastofnanir eru í

<b>Tafla 2. Gjaldmiðlaskipting gjaldeyrisviðskipta apríl 1989, apríl 1992 og apríl 1995</b>			
<i>Hlutfall af heimsviðskiptum á gjaldeyrismarkaði</i>			
<i>Gjaldmiðill</i>	<i>Apríl 1989</i>	<i>Apríl 1992</i>	<i>Apríl 1995</i>
Bandaríkjadalur	90	82	83
Þýskt mark	27	40	37
Japanskt jen	27	23	24
Sterlingspund	15	14	10
Franskur franki	2	4	8
Svissneskur franki	10	9	7
Kanadadóllar	1	3	3
Ástralíudóllar	2	2	3
Evrópumynt (eka)	1	3	2
Aðrar EMS myntir	3	9	13
Gjaldmiðlar annarra landa sem verða uppl.	3	3	2
Aðrir gjaldmiðlar	19	8	8
Allir gjaldmiðlar	200	200	200
<i>Til samanburðar:</i>			
EMS gjaldmiðlar ásamt eku	48	70	70

beinni og óbeinni samkeppni við erlendar fjármálastofnanir, ekki síst á Evrópusvæðinu. Gildistaka evrunnar og þær afleiðingar þess, sem að framan eru raktar, geta því haft mikil áhrif á samkeppnisstöðu innlendra lánastofnana. Í fyrsta lagi mun innlendum aðilum verða opinn aðgangur að lántökum á evru-svæðinu og að nýta þá kosti sem stór og djúpur fjármagnsmarkaður í Evrópu býður upp á. Í öðru lagi mun tilkoma evrunnar, að því marki sem hún skerpir samkeppni evrópskra fjármálastofnana, setja þrýsting á innlendar fjármálastofnanir að draga úr kostnaði til að verja samkeppnisstöðu sína. Eins og þegar hefur verið minnst á er jafnframt nauðsynlegt að samkeppnisskilyrði þeirra verði eins og unnt er samræmd því sem fjármálastofnanir á evru-svæðinu munu búa við. Einn mikilvægur þáttur þess er aðgangur að greiðslumiðlunarkerfi Sambands evrópskra seðlabanka, TARGET kerfinu, sem nánar er vikið að í næsta kafla. Þegar hefur verið fjallað um stjórnþæki pen-

ingamála og hugsanlega aðlögun þeirra að stjórnþækjum ESCB.

Erfitt er að leggja mat á það hvort evran muni ryðja sér til rúms í fjármálaviðskiptum hér á landi. Einn þáttur þess er að sjálfsgöðu hversu stöðug hún verður sem gjaldmiðill, en ljóst er að því traustari sem hún verður, þeim mun líklegra er að innlendir aðilar kjósi að binda viðskipti sín við hana. Verði af einhvers konar gjaldmiðilssamstarfi milli íslensku krónunnar og evrunnar kann það einnig að stuðla að vaxandi notkun evrunnar þar sem minni óvissa væri þá um verðgildi hennar gagnvart íslenskri krónu. Þó gætu áhrif þess konar samstarfs orðið tvíþent því að formleg eða óformleg tenging krónu og evru gæti dregið úr vaxtamun innlendra vaxta og vaxta á evru-svæðinu og gert það miður eftirsóknarvert að gera fjármálasamninga í evrum. Aukinn trúverðugleiki krónunnar í kjölfar slíks samstarfs gæti einnig haft sömu áhrif.

## Kafli 7. Greiðslumiðlun - TARGET

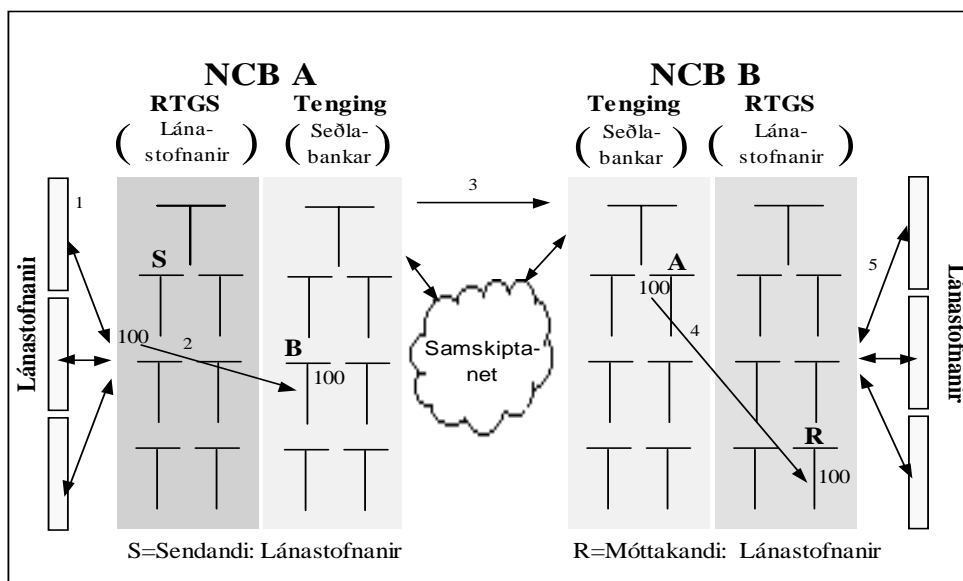
Sameiginlegur gjaldmiðill Efnahags- og myntbandalagsins kallar á greiðslumiðlunarkerfi til þess að annast greiðslur milli aðila á myntsvæðinu og sjá um uppgjör greiðslna milli fjármálastofnana og banka. Jafnframt er skilvirkt greiðslumiðlunarkerfi forsenda þess að evrópska seðlabankakerfið (ESCB) geti komið peningamálastefnu sinni fyrir hinn nýja gjaldmiðil í framkvæmd og myndað sameiginlegan peningamarkað á evrusvæðinu.

Nú skipuleggja seðlabankar einstakra þjóðríkja uppgjörskerfi vegna gjaldmiðla sinna, en á hinu nýja myntsvæði verður Seðlabanki Evrópu ábyrgur fyrir greiðslumiðlun og uppgjöri í hinnu nýju mynt. Nýju greiðslumiðlunarkerfi hefur verið valið nafnið TARGET, en það er skammstöfun fyrir Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer. TARGET-kerfið verður samtímabókunarkerfi fyrir einstakar færslur,<sup>1</sup> og er það gert til þess að draga úr áhættu við greiðslumiðlun, en slík kerfi eru hin öruggustu sem völ er á þar sem þátttakendur ganga endanlega frá uppgjöri sínu á milli á samtímagrundvelli. Markmið kerfisins er að

greiðslur í evrum, einkum vegna viðskipta á peningamarkaði, geti skilað sér jafnvel og örugglega og um innanlandsfærslur væri að ræða. Kerfið verður grundvöllur fyrir framkvæmd sameiginlegrar peningamálastefnu og peningamálaaðgerða Seðlabanka Evrópu. Jafnframt stuðlar það að því að tryggja hagkvæmni og öryggi greiðslumiðlunar á evrusvæðinu.<sup>2</sup>

### Áformin um TARGET-kerfið

TARGET mun tengja saman greiðslumiðlunarkerfi seðlabanka í aðildarlöndunum svo að þær breytingar frá fyrri háttum, sem gera þarf, verði sem minnstar. Þegar hefur verið ákveðið að öll greiðslumiðlunarkerfi seðlabanka í aðildarlöndum ESB verði samtímabókunarkerfi fyrir einstakar færslur, og er það skilyrði þess að kerfi seðlabanka geti tengst TARGET-kerfinu. Greiðslumiðlunarkerfi seðlabankanna í Danmörku, Þýskalandi, Svíþjóð og Finnlandi voru þegar orðin samtímabókunarkerfi, en í Bretlandi, Belgíu og Portúgal var ráðgert að taka slík kerfi í notkun á árinu 1996. Önnur Evrópusambandsríki



stefna að því að taka samtímabókunarkerfi í notkun á þessu ári.

Í TARGET-kerfinu tengjast uppgjörskerfi aðildarlanda með sérstökum tengibúnaði, „Interlinking“, sem tryggir að greiðslufyrirmæli komist óhindrað milli kerfanna. Hönnunarvinnu vegna TARGET-kerfisins lauk í júlí 1996, og áformað er að hefja prófanir á því á miðju þessu ári.

Þátttaka í TARGET er bundin við seðlabanka og lánastofnanir, en heimilt er að gera sérstakar undantekningar vegna annarra stofnana sem mega annast innlánsviðskipti fyrir almenning.

Allar greiðslur, sem tengjast peningamálaaðgerðum Seðlabanka Evrópu, munu fara um TARGET, en búist er við því að kerfið muni, þegar til kastanna kemur, annast allar meiri háttar greiðslur milli banka eða viðskiptavina þeirra í hinum nýja gjaldmiðli. Hins vegar er gert ráð fyrir því að minni greiðslur, þegar uppgjörstími skiptir síður máli, fari áfram um önnur kerfi, m.a. vegna þess að slík leið verður að líkindum ódýrari.

Þótt stuðst verði við greiðslumiðlunarkerfi aðildarlandanna í meginatriðum og viðmót þeirra haldist gagnvart lánastofnunum í hverju landi verða þó gerðar á þeim nokkrar breytingar til að tryggja framgang peningamálaaðgerða evrópska seðlabankakerfisins og jöfn samkeppnisskilyrði á myntsvæðinu. Þessi atriði eru:

\* samræmdur aðgangur að lausafé innan dagsins;

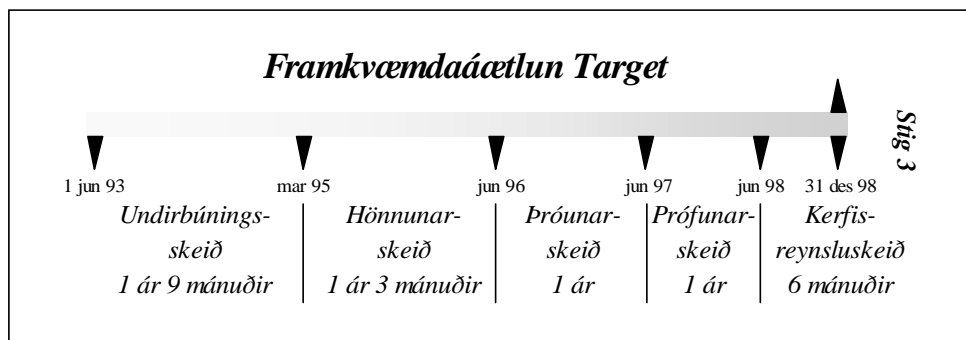
\* samræmdur afgreiðslutími;

\* samræmd verðlagning.

### Samræmdur aðgangur að lausafé

Þar sem TARGET er samtímabókunarkerfi einstakra færslna geta afgreiðslur ekki farið fram nema greiðendur eigi innstæðu á uppgjörstreikningi sínum í hlutaðeigandi seðlabanka eða hafi heimild til yfirdráttar á reikningi sínum.<sup>3</sup> Til að tryggja að færslur séu endanlegar og treysta öryggi í greiðslumiðluninni er þess krafist að yfirdráttur, komi til hans, sé tryggður með handveðsetningu viðurkenndra verðbréfa eða endurhverfri verðbréfasölu lánastofnunar til seðlabanka. Þetta þýðir að lánastofnun sem þarfnast yfirdráttar á reikningi sínum í seðlabanka innan dagsins þarf að setja tryggingu fyrir slíkum yfirdrætti með öðrum hvorum þessara háttá.

Til að tryggja framgang greiðslumiðlunar og jafna samkeppnisstöðu þarf að huga að tveimur þáttum. Í fyrsta lagi þarf að tryggja að verðbréfamiðstöðvar í ESB geti annast veðsetningar af þessu tagi með þeim hraða sem nauðsynlegur er til að greiðslumiðlun í TARGET-kerfinu gangi óhindrað. Í öllum aðildarlöndum ESB eru verðbréf nú skráð í rafrænu formi í verðbréfamiðstöðvum, og tryggja þarf að sá búnaður sé vandanum vaxinn. Í öðru lagi þarf að setja reglur um það





hvaða verðbréf megi nota til veðsetningar vegna yfirdráttar innan dagsins.

### **Kröfur til verðbréfamistöðva á evrusvæðinu**

Vegna fyrra atriðisins, sem lýtur að starfsemi verðbréfamistöðva, hefur verið ákveðið að setja þrjú skilyrði fyrir tengslum við TARGET-kerfið. Í fyrsta lagi verða verðbréfamistöðvarnar að tryggja að evrópska seðlabankakerfið geti átt viðskipti við stóran hóp stofnana, þar á meðal allar lánastofnanir sem aðgang eiga að hafa að greiðslumiðlunarkerfinu. Í öðru lagi verða verðbréfaskipti og veðsetningar að geta gengið hratt og örugglega, og í þriðja lagi verður að vera hægt að veðsetja margvísleg verðbréf til að tryggja yfirdrátt í seðlabanka innan dagsins. Yfirleitt virðast verðbréfamistöðvar í ESB uppfylla þessi skilyrði, en á nokkrum stöðum þarf að lagfæra á kerfi verðbréfamistöðva og greiðslumiðlunarkerfi seðlabanka. Sérstaklega virðist fyrsta skilyrðið vera vel uppfyllt. Í þriðja skilyrðinu felst krafa um að hægt sé að veðsetja verðbréf milli landa á ESB-svæðinu, það er að lánastofnun geti notað verðbréf, sem vistuð eru í öðru landi, til tryggingar á yfirdrátti, en fæstar verðbréfamistöðvar í ESB-löndum ráða við slíkt að svo stöddu.

Aðalatriði er að verðbréfamistöðvar geti tryggt að engar greiðslur vegna peningamálaaðgerða eða yfirdráttar innan dagsins eigi sér stað fyrr en eignir hafi verið færðar til eða veðsettar seðlabanka með endanlegum hætti. Þetta eyðir áhættu seðlabankanna vegna peningamálaaðgerða og uppgjors og tryggir að samræmd skilyrði séu fyrir hendi á myntsvæðinu vegna uppgjorsáhættu. Þessu er hægt að ná með fernum hætti:

- \* með fyrirfram veðsetningu verðbréfa til seðlabanka;
- \* með nettó uppgjörskerfum með uppgjöri oft á degi;
- \* með samtímabókun verðbréfavíðskipta;
- \* með afhendingu verðbréfa innan dagsins án greiðslu.

Seðlabankar í aðildarlöndunum geta valið milli þessara leiða, en þær tryggja allar það sem að er stefnt. Fyrstu þrjár aðgerðirnar

tryggja afhendingu verðbréfa gegn greiðslu (AGG), en hin fjórða felst í því að verðbréfin eru afhent án þess að greiðsla fari fram samhliða. Þá fer greiðslan fram í öðru kerfi þar sem tryggt er að innstæða sé fyrir hendi.

### **Veðsetjanleg verðbréf**

Sú afstaða hefur þegar verið mótuð að bæði opinber verðbréf og verðbréf gefin út af einkaaðilum verði hægt að nota til veðsetningar til að tryggja yfirdrátt innan dagsins í TARGET-kerfinu. Til að koma til móts við breytilegar aðstæður í aðildarlöndum verður komið á fót tveggja laga kerfi; annars vegar mun Seðlabanki Evrópu setja reglur um þau verðbréf, sem hægt verður að veðsetja í þessu skyni á öllu evru-svæðinu, og hins vegar getur seðlabanki aðildarríkis sett skilyrði um önnur verðbréf sem hann telur vera unnt að nota til veðsetningar á evrusvæðinu. Slíkur listi verður þó háður því að hann uppfylli ákveðnar viðmiðunarreglur sem Seðlabanki Evrópu mun setja.

Á þeim lista, sem Seðlabanki Evrópu gefur út, verða einungis verðbréf, sem skráð eru á markaði samkvæmt tilskipuninni um fjárfestingarþjónustu,<sup>4</sup> eða verðbréf sem skráð eru á tilteknum mörkuðum sem evrópski seðlabankinn tilgreinir. Öll þessi verðbréf verða að vera í evrópsku mynteiningunni, evru, og gefin út af lögaðilum á Evrópska efnahagssvæðinu (EES) eða af alþjóðastofnunum eða yfirþjóðlegum stofnunum. Þau verða jafnframt að vera vistuð á EES-svæðinu og í rafrænu formi í seðlabanka eða verðbréfamistöð sem uppfyllir þau skilyrði um verðbréfamistöðvar sem áður eru nefnd. Gefi Seðlabanki Evrópu út verðbréf verða þau þar á meðal. Listi þessi verður opinber, og öll verðbréf á honum verða jafnframt gjaldgeng vegna peningamálaaðgerða seðlabankans.

Á lista þeim, sem einstakir seðlabankar aðildarlanda evrusvæðisins gefa út, verða önnur þau verðbréf sem þeir telja mikilvæg á fjármálamarkaði sínum, og á það við hvort sem þau eru markaðshæf eða ekki. Í flestum tilvikum yrði þó um að ræða verðbréf gefin út í evrum, vistuð á evrusvæðinu og gefin út af lögaðila á því svæði. Seðlabanki Evrópu getur

þó heimilað að verðbréf gefin út af aðilum á EES-svæðinu, vistuð á EES-svæðinu og í EES-gjaldmiðli séu gjaldgeng. Verðbréf á þessum lista yrðu ekki að jafnaði notuð í beinum markaðsaðgerðum Seðlabanka Evrópu.

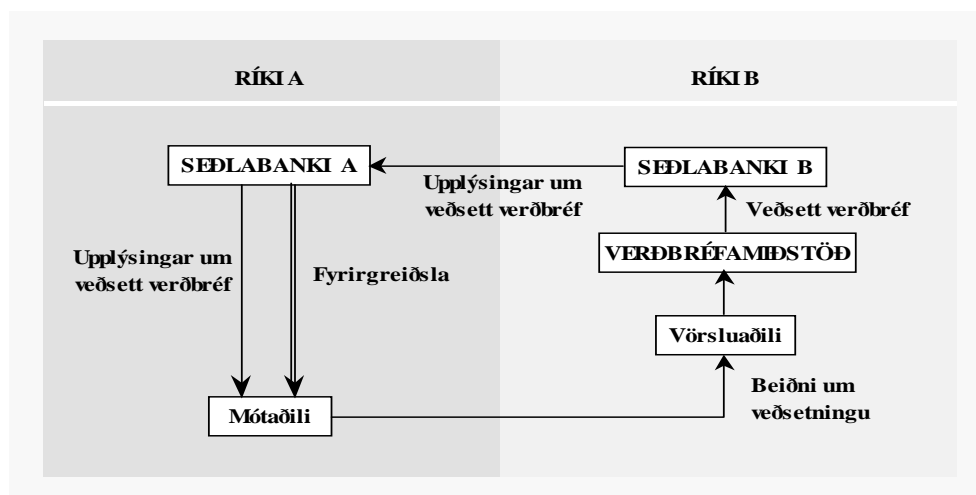
### Veðsetning verðbréfa milli landa

Til að tryggja hagkvæma nýtingu á eignum lánastofnana og annarra, sem aðgang fá að TARGET-kerfinu, þarf að tryggja að lánastofnanir geti veðsett verðbréf sem vistuð eru í öðru ESB- eða EES-landi. Tvær aðferðir hafa verið mótaðar í þessu skyni, annars vegar svokallað „umboðsmannakerfi“ og hins vegar svokallað „ábyrgðarkerfi“. Samkvæmt hinu fyrra sér seðlabanki lands, þar sem verðbréfin eru vistuð, um að taka við þeim verðbréfum sem veðsett eru í umboði þess seðlabanka sem veitir yfirdráttarheimild, en samkvæmt hinu síðara gengur seðlabankinn þar sem bréfin eru vistuð í ábyrgð fyrir skuldinni gagnvart þeim seðlabanka sem veitir yfirdráttinn og á þá jafnframt veð í þeim verðbréfum sem veðsett hafa verið. Báðar þessar leiðir uppfylla þær kröfur sem gerðar eru og val milli þeirra er að nokkru leyti háð löggjöf í hlutaðeigandi löndum. Líklegt er sem stendur að umboðsmannakerfið verði mun meira notað en ábyrgðarkerfið.

### Aðgangur ESB-seðlabanka utan evrusvæðisins að TARGET

Reiknað er með að seðlabankar þeirra ESB-landa, sem standa utan við myntsamstarfið í upphafi, geti tengst TARGET ef greiðslumiðlunarkerfi þeirra og verðbréfamiðstöðvar uppfylla sett skilyrði. Hins vegar er álitamál hvort þeir eigi að hafa heimild til þess að veita yfirdrátt innan dagsins og þá jafnframt hvernig. Það sem mælir gegn slíkri heimild er sú áhætta að yfirdráttur innan dagsins leiði til lána yfir nóttina og hafi þar með áhrif á peningaframboð í evrugjaldmiðlinum. Ákveðið hefur verið að bankaráð Seðlabanka Evrópu taki að lokum ákvörðun um þetta atriði.

Kannaðar hafa verið þrjár ólíkar leiðir til að komast hjá því að yfirdráttur innan dagsins leiði til lána milli daga. Hin fyrsta gerir ráð fyrir því að yfirdráttur innan dagsins verði bundinn við tiltekið hámark. Verði seðlabanki utan evrusvæðisins í skuld við annan seðlabanka innan svæðisins að kvöldi myndi slík skuld bera refsivexti. Önnur leið er að yfirdráttur seðlabanka utan evrusvæðisins væri ótakmarkaður, en við skuld milli daga yrðu þung viðurlög. Þriðja leiðin væri að seðlabankar utan evrusvæðisins væru skyldaðir til að ljúka uppgjöri við TARGET fyrr en seðlabankar á sameiginlega myntsvæðinu, og



þannig gæfist þeim tími til að ljúka hugsanlegri skuld við seðlabanka á evrusvæðinu fyrir lokun TARGET-kerfisins með viðskiptum á peningamarkaði.

### Verðlagning á færslum í TARGET

Ákveðið hefur verið að TARGET-kerfið verði rekið á kostnaðargrundvelli en þó þannig að það hamli ekki samruna peningamarkaða, raski ekki samkeppnisstöðu aðila á evrusvæðinu og stuðli að minnkandi áhættu í greiðslumiðlunarkerfinu. Enn liggur ekkert fyrir um það hvernig TARGET-færslur verða verðlagðar, og seðlabankar ESB-landa eru að móta sameiginlega aðferðafræði við kostnaðarmat. Miklu mun skipta hver niðurstaða þessarar vinnu verður þar sem hún mun meðal annars hafa áhrif á það í hve miklum mæli TARGET verður notað fyrir færslur vegna viðskiptavina og í millibankaviðskiptum á evrusvæðinu. Nú fara færslur af þessu tagi milli landa um umboðsmannakerfi.<sup>5</sup>

### Afstaða Íslands til TARGET-kerfisins

EKKI liggur ljóst fyrir hvort lönd á EES-svæðinu utan ESB muni fá aðgang að TARGET-kerfinu, en ekki er ólíklegt að svo verði. Ekkert liggur fyrir með hvaða hætti slíkur aðgangur yrði, og líklegt er að sömu álitamál muni rísa varðandi heimild til að mynda skuld í evrum í TARGET-kerfinu fyrir seðlabanka í EES-löndum eins og seðlabanka ESB-ríkja sem standa í upphafi utan við myntsamstarfið.

Ein forsenda þess að hægt sé að tengjast TARGET-kerfinu er að uppgjörskerfi seðlabanka í EES-landinu og verðbréfamiðstöðvar í hlutaðeigandi landi geti uppfyllt þau skilyrði sem TARGET-kerfið gerir til slíkra kerfa. Þetta þýðir að greiðslumiðlunarkerfi seðlabankans þarf að vera samtímabókunarkerfi og að verðbréfamiðstöð eða verðbréfamiðstöðvar í landinu þurfa að geta mætt þeim kröfum sem gerðar eru um frágang verðbréfavíðskipta og

veðsetningar verðbréfa innan dagsins. Sem stendur eru þessi skilyrði ekki uppfyllt hér á landi þar sem uppgjörskerfi hér byggir á nettun í lok dags og rafræn skráning verðbréfa er ekki komin á. Hið seinna er í undirbúningi, og varðandi hið seinna hefur Seðlabankinn tekið fyrstu skref að undirbúningi þess að breyta uppgjörskerfinu á þann veg að það byggist á samtímabókun einstakra færslna.

Á þessu stigi er erfitt að meta hversu mikilvægur aðgangur að TARGET-kerfinu verður fyrir íslenskar lánastofnanir. Það ræðst meðal annars af útbreiðslu kerfisins í viðskiptum á evrusvæðinu. Miklu skiptir hér hvaða kostnaður verður við notkun kerfisins í samanburði við aðrar hefðbundnar leiðir til að koma áleiðis færslum milli landa á evrusvæðinu. Hér verður reynslan að skera úr. Hitt er ljóst, að notkun TARGET-kerfisins mun draga úr þeirri áhættu sem fylgir greiðslumiðlun milli landa þar sem um verður að ræða samtímisuppgjör í seðlabankafé.

1. Samtímabókunarkerfi einstakra færslna hafa þann kost umfram greiðslumiðlunarkerfi, sem byggð eru á nettun greiðslna milli aðila, að greiðslur eru færðar jafnóðum, og sé um að ræða uppgjörskerfi á vegum seðlabanka er um að ræða endanlega færslu í seðlabanka. Slíkt eyðir áhættu þeirra sem eiga von á greiðslum, og svonefnd greiðslufallsáhætta hverfur. Sjá nánar greinargerð Seðlabanka Íslands í febrúar 1997 um greiðslumiðlun.

2. Samtímabókunarkerfi eru dýrari í rekstri en nettunarkerfi þar sem hver færsla er færð fyrir sig, en í nettunarkerfum er færslum safnað saman á tilteknum tímabilum. Af því leiðir að velja þarf milli hagkvæmni nettunarkerfa annars vegar og öryggis samtímabókunarkerfanna hins vegar.

3. Önnur leið til að leysa þetta vandamál í samtímabókunarkerfum er að mynda biðröð þegar skuldfærslur berast inn í kerfið áður en innborganir eru færðar. Slíkt útilokar þó ekki að baklás geti myndast, og því er heimild til yfirdráttar innan dagsins heppilegri leið.

4. Tilskipun 93/22/EEC.

5. Orðið „umboðsmannakerfi“ er tilraun til að þýða „correspondance banking“, en í því felst að banki á innstæðu í banka í öðru landi til uppgjors á skuld við aðila í því landi.

## 8. kafli. Seðlabanki Íslands og samskipti hans við systurstofnanir í Evrópu

### Samskipti Seðlabanka Íslands við Peningamálastofnun Evrópu (EMI) og systurstofnanir í Evrópu

Seðlabanki Íslands hefur þegar stofnað til tengsla við Peningamálastofnun Evrópu, EMI. Að nokkru hefur þetta gerst í samstarfi við aðra seðlabanka. Tvisvar á ári eiga t.d. formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands, bankastjóri Noregsbanka og bankastjóri svissneska seðlabankans fundi með framkvæmdastjóra EMI. Á fundunum gerir framkvæmdastjórinn jafnan grein fyrir undirbúningi að stofnun Myntbandalagsins, helstu viðfangsefnum sem honum tengjast og framtíðarhorfum. Þá hafa fulltrúar Seðlabanka Íslands átt fundi með fulltrúum EMI um ýmis málefni, svo sem um undirbúning greiðslumiðlunarkerfis Myntbandalagsins, TARGET, um peningamálastefnu hins væntanlega Seðlabanka Evrópu, um val á stjórnækjum bankans og um gengismál, m.a. hugsanleg tengsl gjaldmiðla utanbandalagsríkja við Myntbandalagið. Þessum samskiptum verður haldið áfram, og leitast verður við að efla þau eftir föngum á öllum sviðum sem máli skipta fyrir stjórn íslenskra peningamála. Hins vegar verður að hafa hugfast að samskipti við seðlabanka landa utan ESB, jafnvel seðlabanka EES-landa, eru ekki ofarlega á verkefnalista EMI. Athygli stofnunarinnar beinist nánast óskipt að undirbúningi Myntbandalagsins, enda viðfangsefni þar ærin. Ólíklegt er að af hálfu Seðlabanka Evrópu verði af nokkurri alvöru sinnt hugsanlegum tengslum við ríki utan ESB fyrr en Myntbandalagið hefur verið stofnað og seðlabankinn starfað um eitthvert skeið.

Seðlabanki Íslands hefur einnig aðstöðu til þess að fylgjast með framvindu mála og undirbúningi Myntbandalagsins með reglulegum samskiptum við seðlabanka ýmissa ESB-ríkja, ekki síst norrænu ríkjanna sem eru í ESB. Á þeim vettvangi gefst færi á að koma á framfæri sjónarmiðum sem varða Ísland sérstaklega. Þessi samskipti eru mjög mikilvæg

fyrir hagsmuni Íslands, og leitast verður við að efla þau eins og frekast er kostur. Athygli mun ekki síst beinast að þáttum sem snerta eða geta snert fyrirkomulag á gengisstefnu Íslands eftir að evra hefur leyst gjaldmiðla einstakra ESB-landa af hólmi, hugsanlegu samstarfi í gengismálum, tengingu Seðlabanka Íslands við greiðslumiðlunarkerfið TARGET og reglulegu samráði um framvindu peningamála.

Samskiptin verða ekki aðeins við Seðlabanka Evrópu, heldur einnig seðlabanka einstakra ESB-landa sem munu gegna áfram þýðingarmiklu hlutverki eftir að Myntbandalagið hefur verið stofnað.

### Staða Seðlabanka Íslands heima fyrir

Aðalmarkmið hins evrópska seðlabanka verður að standa vörð um stöðugleika í verðlagi. Rík áhersla var lögð á það í Maastricht-sáttmálanum að tryggja bankanum sjálfstæði til þess að hann gæti óhindrað sinnt aðalmarkmiði sínu, og fyrir því er séð að stjórnvöld í Evrópusambandslöndum geta ekki haft áhrif á stefnu bankans (gr. 107 í stofnsáttmálanum). Mikilvægt var jafnframt að tryggja seðlabönkum einstakra aðildarlanda sjálfstæði gagnvart stjórnvöldum í hverju landi fyrir sig. Seðlabankastjórar ESB-landanna munu sitja í stjórn Seðlabanka Evrópu, og þeim verður bannað að taka við fyrirmælum frá stjórnvöldum í heimalandi sínu. Aðildarlönd að Myntbandalaginu skuldbundu sig í Maastricht-sáttmálanum til þess að breyta lögum í því skyni að tryggja að þau yrðu í samræmi við stofnkvæði evrópsks seðlabanka. Í mörgum ESB-ríkjunum hefur lögum um seðlabanka verið breytt, og önnur stefna að því að gera það í tæka tíð fyrir stofnun Myntbandalagsins.

Á undanföllum árum hefur verið sett ný lögjöf hér á landi um innlendan fjármagnsmarkað og stofnanir sem á honum starfa. Hún hefur að langmestu leyti verið sniðin eftir tilskipunum Evrópusambandsins. Lögin um Seðlabanka Íslands eru undantekning frá

Þessu. Gildandi lög um Seðlabankann eru frá 1986. Árið 1992 var lagt fram á Alþingi frumvarp til nýrra laga um Seðlabanka Íslands. Það dagaði hins vegar uppi. Í því fólust margvíslegar breytingar frá gildandi lögum, og miðuðu þær að því að færa ákvæði laganna til þess horfs sem samrýmdist breyttum aðstæðum á fjármagnsmarkaði. Enda þótt gildandi lög séu á margan hátt úrelt - að því er tekur til markmiða bankans, eftirlitsstarfa og heimilda til viðskipta á markaði - þá hefur engu að síður farið svo að starfshættir bankans hafa á marga lund breyst í átt til þess sem víðast hvar gerist meðal nágrannaþjóðanna. Mikilvægur liður í þessu var samkomulag fjármálaráðherra og Seðlabanka Íslands 1992 um að ríkissjóður mætti fjárþörf sinni á markaði í stað þess að yfirdraga reikninga sína í Seðlabanka Íslands. Um leið urðu skilyrði til stofnunar öflugs innlends peningamarkaðar sem síðan hefur orðið aðalvettvangur markaðsviðskipta Seðlabankans. Samkomulagið var endurnýjað í apríl 1997.

Með þeim miklu breytingum, sem orðið hafa á innlendum fjármagnsmarkaði á undanförunum árum, hefur Seðlabankinn tekið að framfylgja peningamálastefnu sinni með óbeinum aðgerðum á markaði í stað beinna aðgerða. Þetta þýðir m.ö.o. að hann beitir viðskiptum á peninga- og gjaldeyrismarkaði í stað beinna ákvarðana um vexti. Afleiðing þessa hefur orðið sú að Seðlabankinn hefur í reynd öðlast töluvert sjálfðæmi til þess að fylgja peningamálastefnu sem miðar að því að tryggja langtíamarkmið stjórnvalda um stöðugleika í verðlagi.

Enda þótt mál hafi skipast eins og hér hefur verið lýst er engu að síður nauðsynlegt að endurskoða lögin um Seðlabanka Íslands með hliðsjón af því sem orðið hefur í Evrópu og þeim sjónarmiðum sem ráðið hafa við undirbúning Myntbandalagsins. Með endurskoðun laganna þarf einkum þrennt að nást: Í fyrsta lagi þarf að einfalda markmið Seðlabankans, setja honum fá og skýr markmið, svo sem að stuðla að stöðugleika í verðlagi, tryggja öruggan og heilbrigðan rekstur fjármálakerfisins, varðveita gjaldeyrisforða og tryggja örugga greiðslumiðlun innanlands og á milli Íslands

og annarra landa. Í öðru lagi þarf að tryggja bankanum fjárhagslegt sjálfstæði og sjálfstæði til þess að beita tækjum sínum í því skyni að ná fram settum markmiðum, m.a. að girða með lögum fyrir yfirdrátt ríkissjóðs í Seðlabankanum. Í þriðja lagi þarf að færa inn í seðlabankalögin ákvæði um eftirlitsskyldu bankans sem nú eru á dreif í fjölmörgum lögum um fjármagnsmarkaðinn. Með því að færa þau ákvæði öll inn í lög um Seðlabankann mætti jafnframt gera þau markvissari og styrkja úrræði bankans og svigrúm til afskipta þegar nauðsyn krefur. Fyrirmyndir breytinga er að finna í ákvæðum Maastricht-sáttmálans um sjálfstæði Seðlabanka Evrópu og seðlabanka aðildarríkja Evrópusambandsins. Þeim er lýst í kafla 1.6. Sjálfstæði seðlabanka fæli í fyrsta lagi í sér að markmið hans væru skilgreind í lögum, hann hefði í öðru lagi svokallað tækjasjálfstæði, þ.e. fullt svigrúm til þess að beita stjórnartækjum sínum til þess að ná þeim markmiðum sem honum eru sett í lögum, og í þriðja lagi yrði lögð á hann sú skylda að skýra stefnu sína og framkvæmd hennar rækilega fyrir stjórnvöldum og almenningi.

Um leið og seðlabönkum í Evrópu og annars staðar hefur verið fært aukið sjálfstæði hafa verið gerðar mun meiri kröfur til þeirra en áður um að upplýsa almenning um mótun stefnunnar í peningamálum og framkvæmd hennar. Þetta hefur ekki farið fram hjá Seðlabanka Íslands, og hefur hann markvisst unnið að því að miðla upplýsingum um stefnu sína, ákvarðanir í peningamálum og forsendur þeirra. Þetta hefur bankinn t.d. gert með útgáfu fréttu, greinum í Hagtölum mánaðarins, í ársskýrslu og síðast en ekki síst í haustskýrslu sinni, en í henni hefur verið lögð rík áhersla á að skýra sem best stefnu bankans í peningamálum og framkvæmd hennar. Nauðsynlegt er að halda áfram á þessari braut.

Vikið hefur verið að greiðslumiðlunarkerfinu TARGET, og því er lýst í 6. kafla. Seðlabanki Íslands hefur fylgst með undirbúningi þess og fulltrúar hans átt fundi með fulltrúum EMI um kerfið. Ekki er ljóst hvort seðlabönkum landa utan Evrópu-sambandsins verður veitt einhvers konar aðild að TARGET og ekki heldur hvað slík aðild myndi kosta. Á

hinn bóginn er vitað að á undanförunum árum hafa farið fram miklar umræður á alþjóðavettvangi um fyrirkomulag greiðslumiðlunar og ekki aðeins vegna mótunar TARGET-kerfisins. Afrakstur þessara umræðna er m.a. sá að víðtækur skilningur ríkir nú á ýmsum grundvallarforsendum öruggar og virkrar greiðslumiðlunar. Hér á landi hafa þessi mál lítið verið rædd, og staðreyndin er sú að fyrirkomulag innlendar greiðslumiðlunar uppfyllir ekki hin alþjóðlega viðurkenndu skilyrði sem gerð er grein fyrir í 7. kafla. Nágrannalöndin hafa verið að breyta greiðslumiðlunarkerfum sínum, ekki aðeins þau sem eru í ESB, heldur einnig önnur, svo sem Noregur. Full ástæða er til þess að hefjast handa um breytingar á innlendra greiðslumiðlun svo að hún uppfylli þessi sömu skilyrði og þá um leið skilyrði aðildar að TARGET ef hún býðst síðar. Enda þótt lagalegar forsendur Seðlabanka Íslands til

þess að hafa bein afskipti af fyrirkomulagi innlendar greiðslumiðlunar séu fremur rýrar, a.m.k. sem stendur, virðist óumflýjanlegt að hann eigi frumkvæði að því að ýmsum þáttum hennar verði breytt. Endurskoðun þessara þátta er nú að hefjast fyrir tilstilli Seðlabanka Íslands.

Í stuttu máli er niðurstaðan af framansögðu sú að full ástæða sé að taka mið af framvindu mála í Evrópu og laga löggjöfina um Seðlabanka Íslands að því sem eðlilegt er talið þar. Þróunin í Evrópu mun hafa mikil áhrif hér á landi, og til þess að tryggja að möguleikar Íslendinga til þess að hafa hag af framvindu Evrópumála verði nýttir til hins ýtrasta er nauðsynlegt að Seðlabanka Íslands verði búna líkar starfsaðstæður og evrópskum seðlabönkum og á hann verði lagðar svipaðar skyldur og þá.

## Kafli 9. Áhrif á íslenska löggjöf og eftirlit með fjármálastofnunum

### Almennt um efnið

Ákvörðun ríkja Evrópusambandsins um sameiginlega peningamálastefnu, stofnun myntbandalags, tilkoma Penningamálastofnunar Evrópu sem undanfara Seðlabanka Evrópu og sameiginleg mynt í ársbyrjun 1999 styðst allt við þær breytingar Rómarsáttmálans sem gerðar voru í Maastricht 1992 eins og nánar var lýst í 1. kafla. Eftirfarandi umfjöllun beinist að þeim þáttum sem varða hugsanleg áhrif á íslenska löggjöf, eftirlit með starfsemi fjármálastofnana í ljósi þeirra breytinga á löggjöf sem nú er unnið að og er fyrirsjáanleg með tilkomu Myntbandalagsins, svo og áhrifum peningamálasamstarfsins á samstarf opinberra eftirlitsaðila með fjármálastofnunum innan Evrópusambandsins og tengslum þeirra við eftirlitsaðila EFTA/EES-ríkjanna. Umfjöllunin á í meginatriðum jafnt við um alla þætti fjármagnsmarkaðarins og allar tegundir fjármálastofnana. Hins vegar er til hægðarauka einungis fjallað um þau áhrif sem peningamálasamstarfið kann að hafa á lánastofnanir. Því er ekki sérstaklega vikið að hugsanlegum áhrifum á löggjöf um váttryggingafélög, lífeyrissjóði eða verðbréfafyrirtæki og kauphallir.

### Hugsanleg áhrif peningamálastefnu ESB-ríkja á íslenska löggjöf

Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins hefur þegar sent ráðherraráðinu tvær tillögur um reglugerðir sem varða hina sameiginlegu mynt, evru. Tillögurnar miða að því að eyða lagalegri óvissu um áhrif myntskiptanna. Hin fyrri, Tillaga að reglugerð um nokkur ákvæði vegna upptöku evru nr. 96/C 369/05 byggist á 235. gr. sáttmálans um Evrópusambandið, og er henni ætlað að gilda þegar frá þeim tíma sem hún er birt í stjórnartíðindum sambandsins. Megininntak hennar er 1) að staðfesta að frá og með 1. janúar 1999 skuli allar tilvísanir í eku í lögum, samningum, skuldaskjölum og öðrum löggæringum breytast í tilvísanir í evru þannig

að eitt eku sé jafnt einni evru; 2) að staðfesta að samningar, sem gerðir eru í eku eða mynt einhvers þess ríkis sem verður aðili að Myntbandalaginu og gilda fram yfir 1. janúar 1999, skuli halda gildi sínu; og 3) að ákveða umreikning einstakra mynta aðildarríkjanna yfir í evrur með gildistöku 1. janúar 1999 og að ákveða uppfærslu eða niðurfærslu þeirra í cent við breytinguna. Þessi reglugerð mun hafa áhrif á löggjöf í öllum ríkjum ESB óháð því hvort þau gerast aðilar að Myntbandalaginu eða ekki. Hin síðari er Tillaga að reglugerð um upptöku evru nr. 96/C 369/06 og byggist á 109. (1) (4) gr. sáttmálans um Evrópusambandið, og er henni ætlað að gilda frá og með 1. janúar 1999 þegar evra kemur í stað eku sem hættir þá að vera sjálfstæð reiknieining. Sú tillaga fjallar einkum um peningamálalega hlið á gildistöku evrunnar. Reglugerðin mun hafa bein áhrif á löggjöf í þeim ríkjum sem gerast aðilar að Myntbandalaginu, en óbein áhrif á löggjöf þeirra ríkja sem standa utan við. Reglugerðin fjallar í einstökum atriðum um notkun evru á aðlögunartímabilinu frá 1. jan. 1999 til 31. des. 2001, þ.e. þegar reiknieiningin evra og mynt sérhvers aðildarríkis Myntbandalagsins er notuð jöfnum höndum í öllum verðákvörðunum og fjárhagslegum viðmiðunum, og um skyldu aðildarríkjanna til að setja í umferð evru-seðla og slá mynt í evrum eða í smærri einingum (cent) sem látin verður í umferð í síðasta lagi hinn 1. jan. 2002. Þá eru sérákvæði sem varða þá samninga sem hafa tilvísun í gjaldmiðil aðildarríkjanna í lok aðlögunartímabilsins eftir 31. des. 2001 og um notkun gjaldmiðla einstakra ríkja í tiltekinn tíma eftir lok aðlögunartímabilsins. Báðum tillögnum er hins vegar beint til allra aðildarríkja ESB þar sem ekki liggur endanlega fyrir hvaða ríki verða aðilar að Myntbandalaginu í upphafi. Með hliðsjón af framangreindu er ekki ástæða til að fjalla hér sérstaklega um síðari reglugerðartillöguna þar sem bein áhrif hennar á löggjöf þeirra ríkja, sem standa utan við Myntbanda-

lagið, eru ekki eins augljós. Um fyrri tillöguna er hins vegar rétt að fjalla nánar þar sem hún mun að öllum líkindum hafa bein áhrif á löggjöf EFTA/EES-ríkjanna með tilvísun til samningsins um Evrópska efnahagssvæðið, en samkvæmt þeim samningi eru EFTA-ríkin skuldbundin til þess að taka upp í innlenda löggjöf ákvæði tilskipana Evrópusambandsins skv. nánari reglum. Þess ber að geta að ofangreindar tvær tillögur um reglugerðir eru nú til ítarlegrar athugunar í nefndum Evrópusambandsins.

Þar sem ákveðið hefur verið að frá og með 1. janúar 1999 skuli ein evra vera jöfn einni eku, sem jafnframt hættir að vera til sem reiknieining, kemur til álitu að breyta öllum tilskipunum Evrópusambandsins, sem hafa beina tilvísun til eku, þannig að í þess stað komi tilvísun í evru. Breyting af þessu tagi yrði einungis gerð til þess að gæta nákvæmni í lagasetningu og notkun hugtaka, en hefur ekki áhrif á þegar gerða fjármálasamninga. Breytingin kann hins vegar að hindra hugsanleg málaferli vegna deilna um lagalega túlkun samninga sem eru með tilvísanir í eku. Náðst hefur breið pólitísk samstaða í ráðherraráðinu um báðar tillögurnar, og er ekki úr þessu gert ráð fyrir efnisbreytingum á þeim sem neinu skipta. Þar með er gert ráð fyrir því, sbr. 2. gr. draga að reglugerð nr. 96/C 369/05, að hvarvetna í lögum eða reglugerðum, samningum eða öðrum löggæringum þar sem vísað er til eku skuli frá og með 1. janúar 1999 slíkt jafngilda tilvísun til evru. Vera má að nauðsynlegt sé, þrátt fyrir framangreint ákvæði, að breyta einstökum tilskipunum Evrópusambandsins vegna þessa, og hefur tilskipun nr. 93/6EBE um eiginfjárkröfur fjárfestingarfyrirtækja og lánastofnana (CAD tilskipunin) verið nefnd sem dæmi. Vegna EFTA/EES-ríkjanna þarf að huga að hugsanlegum breytingum á löggjöf, reglugerðum eða reglum þeirra ríkja þar sem bein tilvísun er til eku. Í íslenskri löggjöf er að finna allnokkur dæmi um tilvísanir af þessu tagi.<sup>1</sup> Sem dæmi um texta úr íslenskri löggjöf má nefna 6. gr. laga nr. 113/1996 um viðskiptabanka og sparisjóði.<sup>2</sup> Í ýmsum reglugerðum og reglum er einnig að finna samsvarandi tilvísanir í viðmiðun við eku.<sup>3</sup>

Í 18. gr. laga nr. 36/1986 um Seðlabanka Íslands er m.a. heimild til að ákveða að gengi krónunnar skuli skilgreint gagnvart einum erlendum gjaldmiðli, meðaltali erlendra gjaldmiðla eða samsettum gjaldmiðli, svo sem evrópsku mynteiningunni (eku) og sérstökum dráttarréttindum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (SDR). Með tilkomu evru þarf ekki að gera breytingu á þessu ákvæði í seðlabankalögnum þar sem hér er einungis um heimildar-ákvæði að ræða, enda hættir eku einnig að vera til sem reiknieining og evra verður sjálfstæð mynteining eða „einn erlendur gjaldmiðill“ skv. 18. gr. sem heimilt verður að miða gengi íslensku krónunnar við.

Annað atriði, sem hafa ber í huga við breytingu frá eku í evru, er að tryggja áframhaldandi gildi samninga sem gerðir eru í einhverri af myntum aðildarríkja Myntbandalagsins eða í eku til lengri tíma en 1. jan. 1999. Ef til vill er ástæðulaust að gera ráð fyrir deilum eða málaferlum vegna túlkunar samninga sem gerðir hafa verið hér á landi með beinni tilvísun í eku eða með gengisviðmiðun við eku. Vandamálið er sá eðlismunur sem er á eku og evru. Eka er samsett af gjaldmiðlum 11 ríkja, en evra verður sjálfstæður gjaldmiðill. Í þessu samhengi má benda á að ríkissjóður hefur gefið út fjóra flokka spariskírteina í íslenskum krónum með gengisviðmiðun við eku, og af þeim eru nú tveir flokkar útstandandi. Annars vegar er 1994-1 Ecu D með gjalddaga 05.11. 1999, en í þeim flokki voru gefin út skírteini að nafnverði samtals 1.576,5 millj.kr. Hins vegar er flokkur 1995-1 Ecu D með gjalddaga 10.02. 2000. Sölu spariskírteina úr þeim flokki er ekki lokið, en hinn 1. mars 1997 höfðu verið gefin út spariskírteini að fjárhæð 1.916,3 millj.kr. Ekki liggur fyrir hvort eitthvað af þessum spariskírteinum hefur verið selt til erlendra aðila. Engu að síður kann að vera nauðsynlegt gagnvart þeim, sem slík skírteini eiga, að taka af allan vafa um að frá og með 1. janúar 1999 breytist gengisviðmiðunin úr eku í evru.

Í öðrum samningum, t.d. lánsamningum, kunna að vera ákvæði um uppsögn þeirra eða heimild til að krefjast endurskoðunar á samningi ef óvænt atvik ber að höndum (e. events of default). Tilkoma Myntbandalagsins og útgáfa evru getur tæplega flokkast undir slík skilyrði



fyrir uppsögn eða endurskoðun samnings. Hins vegar kann að vera nauðsynlegt að eyða óvissu um þetta atriði með lögformlegum hætti með því að kveða skýrt á um að notkun evru í stað eku eða einstakra mynta aðildarríkja Myntbandalagsins sé ekki tilefni til uppsagnar slíkra samninga eða endurskoðunar þeirra.<sup>4</sup>

Vera má að ofangreind atriði séu ekki þess eðlis að talið verði nauðsynlegt að grípa til lagasetningar þeirra vegna hér á landi. Hugsanlega verður talið nægja að birta opinbera stjórnvaldsauglýsingu um réttaráhrif þessara breytinga. Nánari athugun kann hins vegar að leiða í ljós að talið verði tryggara að grípa til lagasetningar af þessu tilefni. Á það er einnig að líta að ekki liggur fyrir sameiginlegt álit EFTA/EES-ríkjanna á þessum atriðum þar sem þau eru ennþá til umfjöllunar í starfshópum á þeirra vegum. Bent skal þó á að hér er um að ræða atriði sem EFTA/EES-ríkin verða að hafa fyllstu hliðsjón af til þess að vinna að framgangi samningsins um Evrópska efnahagssvæðið samkvæmt efni hans.

#### **Eftirlit með starfsemi lánastofnana**

Skipulag opinbers eftirlits með fjármálastofnunum er með ýmsum hætti í ríkjum Evrópusambandsins og EFTA/EES-ríkjunum. Í sumum tilskipunum Evrópusambandsins er kveðið á um framkvæmd tiltekinna eftirlitsþátta með lánastofnunum, og sameiginlegur fjármálamarkaður gerir ráð fyrir víðtæku samstarfi opinberra eftirlitsaðila á Evrópska efnahagssvæðinu. Ýmsar nefndir Evrópusambandsins fjalla um stefnumótandi atriði eftirlits í þrengri merkingu eða málefni fjármálastofnana og fjármálamarkaðarins í víðara skilningi. Dæmi um hið síðarnefnda er Ráðgjafarnefnd um málefni lánastofnana (e. Banking Advisory Committee, BAC) sem er æðsta nefnd Evrópusambandsins á sínu sviði. Í nefndinni eiga sæti fulltrúar opinberra eftirlitsaðila til þess að færa fram eftirlitssjónarmið, fulltrúar seðlabanka vegna peningamálastjórnar og þjóðhagslegra sjónarmiða og fulltrúar ráðuneyta vegna stjórnarfarislegrar ábyrgðar á lagasetningu um fjármálamarkað. Sambærileg nefnd er starfandi á sviði váttryggingamála (e. Insurance Committee, IC), en hún er þó eingöngu skipuð

fulltrúum eftirlitsaðila og ráðuneyta. Í undirbúningi er að stofna nefnd til að fjalla um verðbréfamarkað (e. Securities Committee, SC). Um nokkurt skeið hefur verið starfandi óformleg nefnd sem undanfari hennar (e. Informal Groupe of Chairmen for Securities Commissions). Meðal nefnda, sem eingöngu fjalla um eftirlit í þrengri merkingu, er svokölluð Tengslanefnd (e. Groupe de Contact, GdC), en hún sinnir eingöngu málefnum lánastofnana. Sambærileg nefnd skipuð fulltrúum opinberra eftirlitsaðila með verðbréfamarkaði (e. High Level Securities Supervisors Committee, HLSSC) starfar innan EES.

EFTA/EES-ríkin eiga ekki fulla aðild að Ráðgjafarnefndinni (BAC) samkvæmt samningnum um Evrópska efnahagssvæðið. Fulltrúar EFTA/EES-ríkjanna eiga skv. sérstöku samkomulagi rétt á fundi, svonefndum forfundi, með fulltrúum framkvæmdastjórnarinnar fyrir hina eiginlegu fundi nefndarinnar og eiga rétt á að fá annan fund þar á eftir til þess að kynna sér niðurstöður Ráðgjafarnefndarinnar. Unnið hefur verið að því að fulltrúar EFTA/EES-ríkjanna fái aðgang að fundum nefndarinnar sem áheyrnarfulltrúar. Andstaða er við þá skipan meðal nokkurra aðildarríkja EES og óvíst hvort af því getur orðið. Niðurstöðu er í fyrsta lagi að vænta á fundi Ráðgjafarnefndarinnar sem haldinn verður í Antwerpen 3. og 4. júlí 1997.

EFTA/EES-ríkin eiga áheyrnarfulltrúa í Tengslanefndinni (GdC). Þeim ber þó að víkja af fundi ef ræða þarf mál sem varða samskipti ríkja Evrópusambandsins og framkvæmdastjórnarinnar eingöngu og kunna að vera viðkvæm gagnvart EFTA/EES-ríkjunum.

Eins og áður er getið er skipulag opinbers eftirlits með ýmsum hætti innan Evrópusambandsins og EFTA/EES-ríkjanna. Engin áform eru um að samræma það. Hins vegar eru meginviðfangsefnin hin sömu óháð ytri uppbyggingu. Í sumum ríkjanna er eftirlit með fjármálastofnunum á hendi seðlabanka, en í öðrum, reyndar flestum þeirra, er eftirlitið í höndum sérstakra stofnana. Formleg tengsl eftirlitsaðila við seðlabanka einstakra ríkja er með ýmsu móti og samvinna á milli þessara stofnana einnig. Á vettvangi Evrópusambands-

ins hefur þess verið gætt að sjónarmið eftirlitsaðila, seðlabanka og hlutaðeigandi ráðuneyta, séu höfð að leiðarljósi við mótun löggjafar um starfsemi lánastofnana og önnur atriði sem varða innri markað Evrópusambandsins, svo sem frjálsa fjármagnsflutninga.

Með tilkomu Myntbandalagsins er ekki gert ráð fyrir því að opinbert eftirlitshlutverk með fjármálastofnunum flytjist frá aðildarríkjunum til Seðlabanka Evrópu. Þvert á móti er gert ráð fyrir að slíkt eftirlit sé málefni hvers aðildarríkis fyrir sig. Hins vegar segir í gr. 105 (5) í samningnum um Evrópusambandið: „Samband evrópskra seðlabanka skal leggja sitt af mörkum til þess að lögbær yfirvöld geti framfylgt stefnu sinni um eftirlit með lánastofnunum og stöðugleika fjármálakerfisins.“<sup>45</sup> Í samþykktum fyrir Samband evrópskra seðlabanka og Seðlabanka Evrópu er þetta orðrétt endurtekið í gr. 3.3. Í grein 105 (6) í samningnum um Evrópusambandið segir enn fremur: "Ráðinu er heimilt með samhljóða samþykki, að fenginni tillögu framkvæmdastjórnarinnar, að höfðu samráði við Seðlabanka Evrópu og að fengnu samþykki Evrópuþingsins, að fá Seðlabanka Evrópu sérstök stefnumál er varða eftirlit með lánastofnunum og öðrum fjármálastofnunum öðrum en tryggingafélögum.“<sup>46</sup> Í V. kafla samþykktanna (e. Prudential supervision), gr. 25.2, er þetta ákvæði efnislega tekið upp. Í sama kafla samþykktanna, gr. 25.1., segir enn fremur: „Seðlabanka Evrópu er heimilt að gefa Ráðherraráðinu, framkvæmdastjórninni og lögbærum yfirvöldum ríkja Evrópusambandsins ráð um gildissvið og lögfestingu tilskipana er varða eftirlit með lánastofnunum og stöðugleika fjármálakerfisins.“<sup>47</sup>

Á grundvelli ofangreindra samþykktanna og með tilvísun til þeirra greina samþykktanna, sem að framan greinir, hefur Peningamálastofnun Evrópu stofnað undirnefnd um bankaeftirlit, Banking Supervisory Sub-Committee (BSSC). Nefndinni er ætlað að starfa áfram eftir stofnun Seðlabanka Evrópu og sem hluti af honum til þess að sinna þeim eftirlitsverkefnum sem bankanum eru falin. Athuga ber sérstaklega að afskipti bankans af tryggingafélögum eru undanskilin.

### **Samstarf um eftirlit með lánastofnunum innan ESB og aðild EFTA/EES-ríkjanna að því samstarfi**

Öll lönd innan Evrópusambandsins eiga aðild að Seðlabanka Evrópu óháð því hvort þau gerast aðilar að Myntbandalaginu eða ekki. Af því leiðir að öll ríki Evrópusambandsins eiga fulltrúa í BSSC. Innan Evrópusambandsins eru því starfandi þrjár nefndir sem með einum eða öðrum hætti fjalla um eftirlit með lánastofnunum, þ.e. BAC, GdC og BSSC. Tengslanefndin (GdC) sinnir að mestu leyti eftirlitsþáttum í þrengri merkingu (e. micro-economic surveillance), en hinar tvær nefndirnar fjalla meira um eftirlitsþætti í víðari merkingu, þ.e. ýmsa þjóðhagfræðilega þætti (e. macro economic surveillance). Allar nefndirnar láta sig mjög varða löggjöf og reglugerðir um rekstraröryggi lánastofnana. Af þessum ástæðum hefur þótt nauðsynlegt að samræma starfsemi þessara aðila til þess að komast hjá því að nefndirnar séu að fjalla um sömu mál á sömu forsendum og skila niðurstöðum til sömu aðila að mestu leyti. Samstarfið virðist þó ekki vera fullmótað ennþá. Til þessa hefur þetta verið gert með þeim hætti að formenn nefndanna hafa hist reglulega til þess að skiptast á upplýsingum. Fulltrúi frá BSSC hefur setið fundi BAC sem áheyrnarfulltrúi. Fram hefur komið ósk frá BSSC um að fulltrúi þeirra fái einnig að sitja fundi GdC. Formaður GdC situr fundi BAC, en sem slíkur situr hann ekki fundi BSSC. Um þessar mundir virðist sem umræðan snúist um það að BAC sinni í ríkari mæli þeim verkefnum sem snúa að löggjafarmálum fyrir framkvæmdastjórnina, en eftirláti BSSC að fjalla um eftirlit með fjármálastofnunum frá þjóðhagslegu sjónarmiði, en því hefur BAC sinnt til þessa ásamt GdC í ríkum mæli. GdC mun eftir sem áður sinna þrengri eftirlitsmálum og taka eftir atvikum við einstökum verkefnum á því sviði ýmist frá BAC eða BSSC eða taka einstök verkefni til meðferðar að eigin frumkvæði.

BSSC hefur starfað um hríð og fjallað um mörg áhugaverð eftirlitsmál, einkum mál sem tengjast stofnun Myntbandalagsins og gildistöku evru og áhrif þess á fjármálastofnanir innan sem utan bandalagsins (Implication of the

Introduction of the Euro and the Establishment of the ESBC on European Secondary Legislation on Banking Supervision. Sup/96/18). Þá má nefna skýrslu sem unnin var af undirnefnd á vegum BSSC og fjallar um viðkvæmni-/óstöðugleika fjármálamarkaða (e. financial fragility). Fyrirnefnda skýrslan fjallar um ýmis atriði er varða tækni og stofnanir og gengis-, vaxta- og lánaáhættu vegna afleiðusamninga. Síðarnefndu skýrslunni hefur ekki verið dreift utan ríkja Evrópusambandsins. Skýrslur nefndarinnar eru almennt ekki aðgengilegar fyrir EFTA/EES-ríkin eftir eðlilegum leiðum. Verði sú leið farin að skipta hlutverkum milli BAC og BSSC með þeim hætti, sem áður er lýst, er sú niðurstaða óásættanleg fyrir EFTA-/EES-ríkin. Þar sem samningurinn um Evrópska efnahagssvæðið leggur skyldur á EFTA-/EES-ríkin um að vinna með ákveðnum hætti að þróun innri markaðarins hlýtur það að veita þeim samsvarandi rétt, a.m.k. til upplýsinga og aðgangs að gögnum þeirra nefnda Evrópusambandsins sem vinna að framgangi þeirra markmiða, m.a. fræðilegum og hagnýtum athugunum á áhrifum Myntbandalagsins á lánastofnanir og peningamarkað innan þess út frá sjónarmiði bankaeftirlits.

Eins og áður greinir eiga EFTA/EES-ríkin aðild að fundum GdC sem áheyrnarfulltrúar. Um aðild að BAC er ekki að ræða nema á sva-nefndum forfundum og heimild til þess að halda sérstaka fundi eftir hina eiginlegu fundi nefndarinnar. Á fundi í BAC í júlí nk. mun reyna á hvort EFTA/EES-ríkin fái aðild að nefndinni sem áheyrnarfulltrúar. EFTA/EES-ríkin eiga enga aðild að BSSC. Samningurinn um Evrópska efnahagssvæðið tekur ekki til Maastricht-sáttmálans og því ekki heldur til stofnana Evrópusambandsins eins og Peningamálastofnunar Evrópu, Sambands evrópskra seðlabanka og Seðlabanka Evrópu. Vinna ber að því að tryggja íslenskum aðilum aðild að nefndum þeirra stofnana sem fjalla um málefni lánastofnana (fjármálastofnana), peninga- og efnahagsmál að því marki sem það er nauðsynlegt og eðlilegt til þess að stuðla að framgangi samningsins um Evrópska efnahagssvæðið.

1. Sjá 1. gr. 1. nr. 142/1994 um ábyrgð á norrænum fjárfestingarlánum til verkefna utan Norðurlanda; 10. og 12. gr. 1. nr. 52/1987 um opinber innkaup; 12. gr. 1. nr. 80/1993 um aðgerðir gegn peningabætti; 8. gr. 1. nr. 25/1991 um skaðsemisábyrgð; 22. og 23. gr. 1. nr. 63/1970 um skipan opinberra framkvæmda; 89. gr. 1. nr. 144/1994 um ársreikninga; 18. gr. 1. nr. 36/1986 um Seðlabanka Íslands; 33. gr. 1. nr. 60/1994 um váttryggingastarfsemi; 6. og 80. gr. 1. nr. 113/1996 um viðskiptabanka og sparisjóði; 3. gr. 1. nr. 13/1996 um verðbréfavíðskipti; 1. gr. 1. nr. 138/1994 um einkahlutafélög og 1. gr. 1. nr. 2/1995 um hlutafélög.

2. 1. mgr. 6. gr. 1. nr. 113/1996 um viðskiptabanka og sparisjóði hljóðar svo: „Viðskiptabanki eða sparisjóður verður ekki stofnaður með lægra hlutafé eða stofnfé en 400 milljónum króna og skal hlutafé eða stofnfé aldrei nema lægri upphæð. Fjárhæð þessi skal bundin við gengi evrópsku mynteiningarinnar ECU miðað við kaupgengi hennar á útgáfudegi laga þessara.“

3. Sjá t.d. 4. mgr. 6. gr. og 2. mgr. 18. gr. Reglna um mat á áhættugrunni til útreiknings á eiginfjárlutfalli lánastofnana og fyrirtækja í verðbréfabjónustu nr. 348 frá 14. júní 1996. Einnig 2. gr. Reglna um gengisbundnar eignir og skuldir innlánsstofnana frá 31. mars 1989. Sjá einnig reglugerð nr. 151/1995 um almenna heimild til að binda inn- og útlán við gengisvísitölur SRD og ECU, sbr. 2. t. b-liðar 1. gr. laga nr. 13/1995 um breytingu á vaxta-lögum nr. 25/1987.

4. Sem dæmi má hugsa sér aðila sem á kröfu um greiðslu fjárhæðar með gengisviðmiðun við eku á gjald-daga eftir 1. janúar 1999. Frá þeim tíma hættir eka að vera til sem sjálfstæð eining, og í stað hennar skal gengisviðmiðunin vera evra. Þar sem ekki er gert ráð fyrir að öll ESB-ríkin verði þegar í upphafi aðilar að EMU mun gjaldmiðill þeirra ríkja halda áfram sjálfstæðri tilveru án tengsla við evru. Kröfuhafinn kynni að krefjast greiðslu kröfunnar með gengisviðmiðun við evru og þá gjaldmiðla sem mynduðu eku og standa utan við EMU.

5. „The ESCB shall contribute to the smooth conduct of policies pursued by the competent authorities relating to the prudential supervision of credit institutions and the stability of the financial system.“

6. „The Council may, acting unanimously on a proposal from the Commission and after consulting the ECB and after receiving the assent of the European Parliament, confer upon the ECB specific tasks concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions and other financial institutions with exception of insurance undertakings.“

7. „The ECB may offer advice to and be consulted by the Council, the Commission and the competent authorities of the Member states on the scope and implementation of the Community legislation relating to the prudential supervision of credit institutions and to the stability of the financial system.“

## Heimildaskrá

- Artis, Michael og Paul Ormerud, (1991). Is There an EMS effect in European Labour Markets? *CEPR Discussion Paper* nr. 598, desember.
- Artis, Michael og W. Zhang, (1997). International Business Cycles and the ERM: Is there a European Business Cycle?, *International Journal of Finance & Economics*, janúar.
- Artis, Michael, (1996). Alternative Transitions to EMU, *The Economic Journal* 106, júlí.
- Bayoumi, Tamin, og Barry Eichengreen, (1994). One money or many? Analysing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World, *Princeton Studies in International Finance* nr. 76, september.
- Blanchard, Olivier og Lawrence Katz, (1992). Regional Evolutions, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1992.
- Bordo, Michael D. og Lars Jonung, (1996). *Internationella växelkursystem och valutaunioner: några lärdomar rörande Sverige och EMU*, Statens offentliga utredningar 1996: 158, Bilaga 1 till EMU-utredningen. Stockholm.
- Bovenberg, A.L. og A.H.M. de Jong, (1997). The Road to Economic and Monetary Union, *Kyklos*, 50. bindi, 1.
- Buiter, W. G. Corsetti og N. Roubini, (1992). Excessive Deficits, Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht, *CEPR Discussion Paper* nr. 750, desember.
- Calvo, Guillermo A. og Carlos A. Végh, (1992). Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction, *IMF Working Paper* 92/40, maí.
- CEPS, (1996). The Passage to the Euro, *Report of a CEPS Working Party, Working Party* N. 16.
- De Grauwe, Paul, (1996). How to fix Conversion Rates at the Start of EMU, *CEPR Discussion Paper Series* nr. 1530.
- Decressin, Jörg og Antonio Fatás, (1995). Regional Labor Market Dynamics in Europe, *European Economic Review*, 39.
- Detken, Carsten og Antonio Manzini, (1997). Further convergence of bond yields in the EMU?, *Economic and Financial Prospects*, nr. 2.
- Eichengreen, Barry, (1992). Is Europe an Optimum Currency Area?, í Silvio Borner og Herbert Grubel (ritstj.), *The European Community after 1992: The View from Outside*, Macmillan 1992 (einnig *CEPR Discussion Paper* nr. 478, nóvember 1990)
- Eichengreen, Barry, (1993). Labor Markets and the European Monetary Integration, í Paul Masson og Mark Taylor (ritstj.), *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*, Cambridge University Press.
- EMI, (1996). *Monetary and Exchange Rate Policy Co-operation Between the Euro Area and Other EU Countries*, Report to the European Council session in Dublin on 13th-14th December.
- EMI, (1997). *The single monetary policy in stage three: Specification of the operational framework*, EMI, Frankfurt, janúar.
- EMI, (1997). *The Single Monetary Policy in Stage Three. Elements of the monetary policy strategy of the ESCB*. Febrúar.

- EMU-utredningen, (1996). *Sverige och EMU*, Statens offentliga utredningar 1996: 158, Betänkande av EMU-utredningen. Stockholm.
- European Commission, (1990). *One Market, One Money*, European Economy 44.
- European Monetary Institute, (1996), *Progress Towards Convergence*, nóvember.
- European Monetary Institute, (1996). *Foreign Exchange Policy Sub-Committee, Nr 27: Monetary and Exchange Rate Policy Co-operation Between the Euro Area and Other EU Countries*, júní.
- European Monetary Institute, (1995). *The Changeover to the single currency*, nóvember.
- Fatás, Antonio, (1997). *EMU: Countries or Regions? Lessons from the EMS Experience*, CEPR, Discussion Paper No. 1558, janúar.
- Financial Times*, ýmis tölublöð.
- Frankel, Jeffrey A. og Andrew K. Rose, (1996). *Economic Structure and the Decision to Adopt a Common Currency, Background Report for the Swedish Government Commission on EMU*, maí 1996.
- Friberg, Richard og Anders Vredin, (1996), *Växelkursosäkerhet och de mikroekonomiska vinternna av EMU*, Statens offentliga utredningar 1996: 158, Bilaga 2 till EMU-utredningen. Stockholm.
- Goldman Sachs, (1996). *The Dublin Summit - Stability Pact, Euro and ERM2, EMU Briefing*, Issue Number: 10, 18. desember 1996.
- Goodhart, Charles, (1996). *European monetary integration*, *European Economic Review* 40, 1996.
- Gros, (1996b). *Towards Economic and Monetary Union, Problems and Prospects*, CEPS Paper nr. 65,.
- Gros, Daniel, (1996a). *Regional Diversity in Economic and Monetary Union*, í J. Frieden, D. Gros and E. Jones, (ritstj.) (1996), *Towards Economic and Monetary Union: Problems and Prospects*, Oxford University Press.
- Kennan, Peter, (1969). *The Theory of Optimal Currency Areas: An Eclectic View*, í R. Mundell og A. Swoboda (ritstj.), *Monetary Problems in the International Economy*, University of Chicago Press.
- Krugman, Paul, (1991). *Geography and Trade, Gaston Eyskens Lecture Series*, Leuven University Press og MIT Press.
- Krugman, Paul, (1994). *Peddling Prosperity, Economic Sense and Nonsense in the Age of Diminished Expectations*, W.W.Norton & Company.
- Kyei, Alexander og Takashi Yoshimura, (1996). *Internal Currency Convertibility: Survey of Issues and Practices*, IMF Working Paper 96/10, febrúar, 1996.
- MacDougal Report, (1977). *Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration*, Commission of the European Communities, 1977.
- Már Guðmundsson, (1992), *Stefnan í gengismálum*, Fjármálatíðindi 1992:1.
- Masson, Paul R., (1996). *Fiscal Dimensions of EMU*, *The Economic Journal* 106, júlí.
- McCauly R.N og W.R. White, (1997). *The Euro and European financial markets*, Bank for International Settlements, Basel, Working paper no. 41, maí.

- McKinnon, Ronald, (1963). Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, september.
- Mehnert-Meland, Ralph, (1995). Central Bank to the European Union: European Monetary Institute, *European System of Central Banks, European Central Bank, Structures, Tasks and Functions*, Kluwer Law International.
- Méltiz, Jaques, (1996). The Evidence About the Cost and Benefits of EMU, *Background Report for the Swedish Government Commission on EMU*, maí 1996.
- Mundell, Robert, (1961). A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, nóvember.
- OECD, (1991): *Economic Surveys: Iceland 1990/1991*, París.
- Prati A., og G.J. Schinasi (1997). European Monetary Union and international capital markets: Structural implications and risks, International Monetary Fund, Washington, *Working paper* 97/62.
- Sala-i-Martin, Xavier og Jeffrey Sachs, (1991). Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas, í M. Canzoneri, V. Grilli og P. Masson (ritstj.), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, CEPR, Cambridge University Press.
- Savastano, Miguel A, (1996). Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues, *IMF Working Papers*, WP/96/4.
- Tavlas, George, (1992). *The „new“ Theory of Optimal Currency Areas*, International Monetary Fund.

## Orðalisti og skammstafanir

Alþjóðagreiðslubankinn: *Bank for International Settlements (BIS)*

Efnahagsbandalag Evrópu (EBE): *European Economic Community (EEC)*, undanfari *Evrópusambandsins (ESB)*

Efnahags- og fjárhagsráð ESB: *Council of Economy and Finance Ministers, ECOFIN*<sup>1</sup>

Efnahags- og myntbandalagið:<sup>2</sup> *Economic and Monetary Union (EMU)*<sup>3</sup>

Einingarsáttmáli Evrópu: *Single European Act (SEA)*

evra: *euro*

Evrópska efnahagssvæðið (EES): *European Economic Area (EEA)*

evrópska mynteiningin: *European Currency Unit (ECU)*

Evrópska ráðið: *European Council (oft vísað til þess sem the Council. Annað en Evrópuráðið (Council of Europe) í Strassborg)*

Evrópska seðlabankakerfið: *European System of Central Banks (ESCB)*

Evrópski fjárfestingarbankinn: *European Investment Bank (EIB)*

Evrópubandalagið (EB): *European Community (EC)*, undanfari *Evrópusambandsins (ESB)*

Evrópusambandið (ESB): *European Union (EU)*

Evrópusambandsáttmálinn, sjá Maastricht-sáttmálinn

Evrópuþingið: *The European Parliament (EP)*

framkvæmdastjórnin: *The Commission*.

gengistilhögun peningakerfis Evrópu: *Exchange Rate Mechanism (ERM)*

greiðslumiðlunarkerfi Evrópskra seðlabankakerfisins: *Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer (TARGET)*

Kola- og stálbandalag Evrópu: *European Coal and Steel Community (ECSC)*, undanfari *Efnahagsbandalags Evrópu (EBE)* og *Evrópusambandsins (ESB)*

Maastricht-sáttmálinn, öðru nafni Sambandsáttmáli Evrópu: *Maastricht Treaty; Treaty on European Union*

Myntbandalagið, sjá Efnahags- og myntbandalagið

Peningakerfi Evrópu: *European Monetary System (EMS)*

Peningamálanefndin: *Monetary Committee*

Peningasamvinnusjóður Evrópu: *European Monetary Co-operation Fund (EMCF)*

Peningastofnun Evrópu: *European Monetary Institute (EMI)*

Peningastofnunarráðið: *The EMI Council*

ráðherraráðið: *Council of Ministers*

Sambandsáttmáli Evrópu / Evrópusambandsáttmálinn, sjá Maastricht-sáttmálinn

sameiginleg landbúnaðarstefna: *Common Agricultural Policy (CAP)*

1. Einnig skammstafað Eco-Fin.

2. Orðalisti utanríkisráðuneytis: Efnahags- og peningabandalagið

3. Áður var talað um European Monetary Union, einnig skammstafað EMU.

Seðlabanki Evrópu: *European Central Bank (ECB)*  
Skammtímalánafyrirgreiðsla: *Very Short Term Facility (VSTF)*  
Skammtímapeningahjálparkerfið: *Short-Term Monetary Support Mechanism (STMS)*.  
Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálinn, áður Stöðugleikasáttmálinn: *The Stability and Growth Pact*.

### **Erlendar skammstafanir**

BIS, *Bank for International Settlements*: Alþjóðagreiðslubankinn  
CAP, *Common Agricultural Policy*: sameiginleg landbúnaðarstefna  
EC, *European Community*: Evrópubandalagið, EB  
ECB, *European Central Bank*: Seðlabanki Evrópu  
ECOFIN, *Council of Economy and Finance Ministers*: Efnahags- og fjárhagsráð ESB  
ECSC, *European Coal and Steel Community*: Kola- og stálbandalag Evrópu  
ECU, *European Currency Unit*: evrópska mynteiningin - eka  
EEA, *European Economic Area*: Evrópska efnahagssvæðið, EES  
EEC, *European Economic Community*: Efnahagsbandalag Evrópu, EBE  
EIB, *European Investment Bank*: Evrópski fjárfestingarbankinn  
EMCF, *European Monetary Co-operation Fund*: Peningasamvinnusjóður Evrópu  
EMI, *European Monetary Institute*: Peningastofnun Evrópu  
EMS, *European Monetary System*: peningakerfi Evrópu  
EMU, *Economic and Monetary Union, áður European Monetary Union*: Efnahags- og myntbandalag Evrópu  
EP, *European Parliament*: Evrópuþingið  
ERM, *Exchange Rate Mechanism*: Gengistilhögun peningakerfis Evrópu  
ESCB, *European System of Central Banks*: Evrópska seðlabankakerfið  
EU, *European Union*: Evrópusambandið, ESB  
SEA, *Single European Act*: Einingarsáttmáli Evrópu  
STMS, *Short-Term Monetary Support Mechanism*: Skammtímapeningahjálparkerfið  
TARGET, *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*: greiðslumiðlunarkerfi Sambands evrópskra seðlabanka [skv. 6. kafla]  
VSTF, *Very Short Term Facility*: skammtímalánafyrirgreiðsla



#### *Viðauki I*

### **Nokkrar lykilgreinar Maastricht-sáttmálans er varða skilyrði fyrir aðild að Efnahags- og myntbandalagi Evrópu<sup>1</sup>**

#### **Kafli 1: Efnahagsstefna**

##### *Grein 104c*

1. Aðildarríki skulu forðast óhóflegan halla í rekstri hins opinbera.

2. Framkvæmdastjórnin skal hafa eftirlit með þróun fjármála og skuldastöðu hins opinbera í aðildarríkjunum í því skyni að benda á alvarlega bresti (gross errors). Einkum og sér í lagi skal hún athuga hvort ríkin sýna fullnægjandi aðhaldssemi í fjármálum með tilliti til hvors tveggja,

(a) að hlutfall áætlaðs eða raunverulegs halla hins opinbera af vergri landsframleiðslu sé yfir viðmiðunarmörkum, nema

\* hlutfallið hafi annaðhvort lækkað umtalsvert og samfellt og hafi náð stigi sem er nálægt viðmiðunarmörkum;

\*\* eða, að öðrum kosti, frávik frá viðmiðunarmörkum sé aðeins tímabundin undantekning og hallinn haldist nálægt viðmiðunarmörkum;

(b) að hlutfall skulda hins opinbera af vergri landsframleiðslu sé yfir viðmiðunarmörkum, nema hlutfallið lækki nægilega ört og nálgist viðmiðunarmörk með viðunandi hraða.

Viðmiðunarmörkin eru tilgreind í bókun um viðbrögð við óhóflegum halla sem fylgir þessum samningi.

3. Hafi aðildarríki ekki fullnægt kröfum annars hvors eða beggja þessara skilyrða skal framkvæmdastjórnin gera um það skýrslu. Í skýrslu framkvæmdastjórnarinnar skal einnig tekið tillit til þess hvort halli hins opinbera sé meiri en nemur fjárfestingu þess og til allra annarra þátta sem máli skipta, þ.á m. stöðu efnahags- og fjármála hins opinbera í aðildarríkinu til meðallangs tíma. Þótt skilyrðum sé fullnægt getur framkvæmdastjórnin engu að síður undirbúið skýrslu ef hún er þeirrar skoðunar að hætta sé á óhóflegum halla í aðildarríkinu.

6. Að fengnum tilmælum framkvæmdastjórnarinnar og að teknu tilliti til athugasemda, sem hlutaðeigandi aðildarríki kann að óska eftir að

koma á framfæri, skal ráðið skera úr um það að loknu heildarmati og með auknum meirihluta hvort um óhóflegan halla sé að ræða.

#### **Kafli 4: Tímabundin ákvæði (Transitional Provisions)**

##### *Grein 109j*

Framkvæmdastjórnin og EMI skulu gera Evrópska ráðinu grein fyrir því hvernig aðildarríkjum gengur að efna skuldbindingar um stofnun efnahags- og myntbandalags. Í þessum skýrslum skal athuga hvort samræmi sé á milli innlendrar löggjafar aðildarríkjanna, m.a. með tilliti til stofnskrár seðlabanka þeirra, og greina 107 og 108 í þessum samningi og stofnskrár ESCB. Í skýrslunum skal einnig taka til athugunar hvort mikil og varanleg samleitni hafi átt sér stað með tilvísun til uppfyllingar aðildarríkjanna á eftirtöldum skilyrðum:

\* að þau hafi náð góðum (high degree of) verðstöðugleika, sem ráða má af verðbólgu sem liggur nálægt verðbólgu í mesta lagi þeirra þriggja ríkja, sem eru næst verðstöðugleika (best performing Member States in terms of price stability).

\* að fjárhagsstaða hins opinbera sé sjálfbær, en í því felst að náðst hafi fjárhagsstaða án halla sem er óhóflegur í skilningi greinar 104c (6).

\* að gildandi (normal) sveiflumörk gengistilhögunar Peningakerfis Evrópu hafi verið virt í a.m.k. tvö ár án gengisfellingar gagnvart gjaldmiðli annars aðildarríkis.

\* varanleika þeirrar samleitni sem aðildarríkið hefur náð og þátttöku þess í gengissamstarfi Peningakerfis Evrópu sem birtist í stigi langtímavaxta.

Skilyrðin fjögur, sem eru nefnd í þessari málsgrein, og tímabilið, sem þau ber að virða, eru skýrð nánar í bókun sem fylgir þessum sáttmála. Skýrslur framkvæmdastjórnarinnar og Peningastofnunar Evrópu skulu einnig taka tillit til þróunar eku, árangurs af samruna markaða, stöðu og þróunar greiðslu- og viðskiptajafnaða og athugunar á þróun launa- kostnaðar á einingu og annarra verðvísitalna.

## Bókanir

### Úr bókun um viðbrögð við óhóflegum halla *Grein 1*

Viðmiðunargildin, sem vísað er til í gr. 104c(2) í þessum samningi, eru:

\* 3% fyrir hlutfall áætlaðs eða raunverulegs opinbers halla af vergri landsframleiðslu á markaðsvirði.

\* 60% fyrir hlutfall opinberra skulda af vergri landsframleiðslu á markaðsvirði.

### Úr bókun um samleitniskilyrði, sbr. gr. 109j *Grein 1*

Skilyrðið um verðstöðugleika, sbr. gr. 109j(f) í þessum samningi, skal merkja að árangur aðildarríkis í verðlagsmálum sé varanlegur og að meðalverðbólga á næstliðnu heilu ári fyrir athugun sé ekki meira en 1½% umfram verðbólgu í mesta lagi þeirra þriggja aðildarríkja sem eru næst verðstöðugleika (best performing Member States in terms of price stability). Verðbólgu skal mæla á grundvelli neysluverðsvísitölu, að teknu tilliti til mismunar á skilgreiningum einstakra landa.

#### *Grein 2*

Skilyrðið um stöðu fjármála hins opinbera, sbr. annað innskot í gr. 109j(1) í þessum samningi, merkir að á athugunartíma sæti aðildarríki ekki ákvörðun Evrópska ráðsins á grundvelli gr. 104c(6) þessa samnings, um að halli hins opinbera í hlutaðeigandi aðildarríki sé óhóflegur.

#### *Grein 3*

Skilyrðið um þátttöku í gengistilhögun Peningakerfis Evrópu, sem nefnt er í þriðja innskoti í gr. 109j(1) í þessum samningi, skal merkja að aðildarríki hafi virt gildandi sveiflumörk í gengissamstarfi Peningakerfis Evrópu án alvarlegrar spennu í a.m.k. tvö ár fyrir athugun. Einkum og sér í lagi skal aðildarríki ekki hafa fellt gengi gjaldmiðils síns gagnvart gjaldmiðli nokkurs annars aðildarríkis að eigin frumkvæði á sama tímabili.

#### *Grein 4*

Skilyrðið um minnkandi vaxtamun (conver-

gence of interest rates), sem nefnt er í fjórða innskoti í gr. 109j(1) í þessum samningi, skal merkja að á einu ári fyrir athugun skulu meðal-langtímanafnvextir aðildarríkis ekki vera meira en 2 prósentustigum umfram langtímanafnvexti í þeim þremur aðildarríkjum, að mesta lagi, sem best standa hvað varðar verðstöðugleika. Vexti skal meta á grundvelli langtíma ríkisskuldabréfa, að teknu tilliti til mismunandi skilgreininga landa.

#### *Viðauki II*

### Einhliða notkun á gjaldmiðli annars ríkis

Í þessum viðauka er tekinn til athugunar sá möguleiki að íslensk stjórnvöld taki einhliða ákvörðun um að gera evru að lögeyri á Íslandi. Fyrsta spurning, sem vaknar af því tilefni, er hvort alþjóðlegar skuldbindingar eða ákvæði alþjóðalaga mæli gegn slíku fyrirkomulagi. Seðlabankinn spurðist fyrir um þetta hjá lagadeild Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Meginatriðin í svari hennar eru þessi:

\* Í stofnskrá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er ekki að finna nein ákvæði sem gera þá kröfu til aðildarríkis að það fái fyrirfram samþykki útgefanda gjaldmiðils við notkun hans sem lögeyris í hlutaðeigandi ríki.

\* Ekki hafa fundist nein merki um samninga eða almenn alþjóðleg lög sem gera kröfu um fyrirfram samþykki útgefanda gjaldmiðils. Frumreglan er að það sé á valdsviði hvers lands að ákveða hvaða seðlar og mynt hafa stöðu lögeyris innan landamæra þess. Í sumum tilfellum hefur lögeyris erlendis ríkis verið notaður, og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn kannast ekki við að nein dæmi séu um að útgáfuland hafi dregið í efa rétt hlutaðeigandi ríkis til þess að nota gjaldmiðil þess sem lögeyri innan eigin landamæra.

\* Í samskiptum sínum við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn getur aðildarríki notað gjaldmiðil annars lands sem sinn eigin, jafnvel án samþykkis þess.

Þótt alþjóðalög og skuldbindingar virðist ekki mæla gegn notkun gjaldmiðils annars ríkis sem lögeyris er ekki þar með sagt að slík einhliða ákvörðun yrði án eftirmála. Vitað er að sá kostur að nota þýskt mark hefur komið til

tals í Grikklandi, en þýski seðlabankinn hefur ákaft lagst gegn slíkum áformum og þýsk stjórnvöld almennt verið andsnúin notkun þýsks marks sem lögeyrir utan eigin landamæra, líklega sökum þess að slík notkun marksins gæti torvelað framkvæmd á peningastefnu bankans. Af hálfu bandarískra stjórnvalda virðist hins vegar ríkja jákvæðara viðhorf gagnvart notkun Bandaríkjadal sem lögeyrir í öðrum löndum. Líklega mun eina dæmi þess, að sjálfstætt ríki noti um þessar mundir gjaldmiðil annars lands sem lögeyrir um lengri tíma, vera notkun Bandaríkjadal í Panama.<sup>2</sup> Hefur hann verið notaður þar í hartnær heila öld eða frá 1904. Ekki er hins vegar hægt að segja að Panama hafi einhliða gert Bandaríkjadal að lögeyrir því að um það var gert sérstakt samkomulag (US-Panama Monetary Agreement).<sup>3</sup> Í Panama hefur notkun Bandaríkjadal lengst af reynst vel, og hefur verðbólga í Panama yfirleitt verið lægri en í Bandaríkjunum.<sup>4</sup> Líbería notaði einnig Bandaríkjadal með svipuðum hætti allt fram á miðjan síðasta áratug þegar stjórnvöld hófu útgáfu sérstakra fimmdalaseðla og myntar í kjölfar pólitískra átaka og innanríkisófriðar, og varð það fljótlega aðalviðskiptamiðill landsins. Talið er að erlendir gjaldmiðlar séu í umferð ásamt innlendum gjaldmiðli (e. cocirculation) í umtalsverðu magni í u.þ.b. þremur tugum landa, ýmist löglega eða ólöglega. Auk Panama og Líberíu hefur erlendir gjaldmiðill stöðu lögeyrir ásamt innlendum gjaldmiðli í Brunei (Singapúr dalur), Lesótó og Svasílandi (suður-afrískt rand) og Lúxemborg (belgískur franki).<sup>5</sup>

Þótt hugsanlegt sé að mikil notkun gjaldmiðils utan landamæra útgáfulands torveldi stýringu peningamagns getur útgáfulandið haft umtalsverðan hagnað af notkun erlendra aðila á gjaldmiðli þess. Bandaríski seðlabankinn áætlar að u.þ.b. helmingur til 2/3 hlutar myntsláttuhagnaðar bankans komi erlendis frá. Tekjur ríkissjóðs Bandaríkjanna af alþjóðlegri notkun Bandaríkjadal nema árlega 8-16 milljörðum Bandaríkjadala eða sem nemur allt að tvöfaldri landsframléiðslu hér á landi.<sup>6</sup> Myntsláttuhagnaður útgáfulands er um leið tap þess lands sem notar myntina. Með því að gera

með sér formlegt myntbandalag geta hlutaðeigandi lönd hins vegar skipt með sér myntsláttuhagnaðinum eins og gert verður innan EMU.

Þótt fátítt sé að gjaldmiðill erlends ríkis sé notaður sem lögeyrir er ekki óalgengt að erlendir gjaldmiðill, einkum Bandaríkjadalur, sé notaður samhliða innlendum gjaldmiðli, oft án afskipta stjórnvalda, stundum með vitund þeirra og vilja, en í öðrum tilfellum gegn vilja þeirra. Er þá stundum talað um „dollariseringu“ (e. dollarization) eða staðkvæmd gjaldmiðils (e. currency substitution).<sup>7</sup> Algengast er að „dollarisering“ verði í óðaverðbólgu eða sökum alvarlegra ytri áfalla, t.d. víða í Rómönsku Ameríku á síðasta áratug. Umdeilt er hvort slík staðkvæmd gjaldmiðla sé til góðs eða illis og hvort æskilegt sé að stjórnvöld vinni gegn henni eða jafnvel hvetji til hennar. Algengast er að erlendir gjaldmiðill sé notaður sem reiknieining (e. unit of account) og til gildisvarðveislu (e. store of value), en í einstökum tilfellum einnig sem viðskiptamiðill (e. medium of exchange). Yfirleitt er ekki um síðastnefnda hlutverkið að ræða nema í allra svæsnustu óðaverðbólgu, svo sem í Þýskalandi á millistríðsárunum. Þar sem myntráð er og gengi gjaldmiðils er fest einn á móti einum, t.d. í Argentínu, er notkun hins erlenda gjaldmiðils þó auðveld og líkleg ef traust á innlendum gjaldmiðli þverr.<sup>8</sup> Stjórnvöld, sem treysta verulega á verðbólguhagnað til þess að fjármagna rekstur hins opinbera, reyna jafnan að takmarka staðkvæmd gjaldmiðla, enda dregur slíkt úr tekjum þeirra. Í mörgum löndum nema tekjur stjórnvalda af myntsláttu meira en tíunda hluta af heildartekjum. Annar og e.t.v. alvarlegri annmarki á einhliða notkun gjaldmiðils erlends ríkis sem lögeyrir er að hún útilokar lánveitingu til þrautavara (e. lender of last resort) til innlends fjármálakerfis. Fyrir vikið verður kerfið berskjaldaðra en ella fyrir hugsanlegri fjármálakreppu þótt því megi einnig halda fram að hindrun á lánveitingum til þrautavara hvetji fjármálastofnanir til ábyrgar útlánastefnu.<sup>9</sup>

1. Ópinber þýðing.

2. Ýmis dæmi eru um að slíkt fyrirkomulag hafi staðið

skamma hríð, t.d. í fyrirverandi Sovétríkjum fyrst eftir að ríkjasambandið leystist upp.

3. Reyndar má segja að á fyrstu árum formlegs sjálfstæðis (frá Kólumbíu 1902) hafa raunverulegt sjálfstæði Panama verið afar takmarkað. Auk seðla og myntar í Bandaríkjadöllum er panamísk mynt í umferð, en hlutdeild hennar er hverfandi. Sjá Calvo og Végh (1992) og Savastano (1996).

4. Mjög reyndi þó á þetta fyrirkomulag árið 1988 þegar Bandaríkjastjórn reyndi að koma Noriega, fyrirverandi þjóðarleiðtoga og hershöfðingja frá völdum, m.a. með því að hefja framboð á Bandaríkjadöllum til Panama.

5. Sjá Kyei og Yoshimura (1996).

6. Sjá Central Banking, 7. bindi, nr. 3 (veturinn 1996/1997).

7. Mjög er misjafnt hvaða merking er lögð í þessi hugtök. Calvo og Végh (1992) vilja gera greinarmun á þessu tvennu þannig að staðkvæmd gjaldmiðla eigi einungis við um síðasta stig „dollariseringar“ þegar erlendur gjaldmiðill verður ekki einungis tæki til gildisvarðveislu og reikni-eining, heldur einnig viðskiptamiðill.

8. Á meðan gjaldeyriskreppan í Mexíkó stóð yfir árið 1995 átti sér stað umtalsverð tímabundin „dollarisering“ í Argentínu. Stjórnvöld höfðust ekkert að til að sporna við henni, enda notkun erlends gjaldmiðils í viðskiptum heimil samkvæmt lögum.

9. Þess eru þó mörg dæmi að jafnskjótt og fjármálakreppa steðji að komi stjórnvöld fjármálakerfinu til aðstoðar, hvort sem seðlabanki gegnir formlega hlutverki lánveitanda í neyð eður ei.

**Viðauki III:**

**Sveiflur, samanburður hagstærða og sveigjanleiki launa**

**Tölflur**

1. Samhverfar sveiflur gagnvart þrengra EMU svæði 1961-1995 (%)
2. Samhverfar sveiflur gagnvart víðara EMU svæði 1961-1995 (%)
3. Samhverfar sveiflur gagnvart þrengra EMU svæði á mismunandi tímum (%)
4. Samhverfar sveiflur gagnvart víðara EMU svæði á mismunandi tímum (%)
5. Fylgni við EMU svæði 1970-1995 (%)
6. Fjöldi marktækra stika fyrir einstök lönd
7. Verðbólga og skammtíavextir í % 1990 - 1996
8. Langtíavextir í % 1996
9. Vægi landa í vöru- og þjónustuviðskiptum í % 1995
10. Vægi alþjóðaviðskipta og útflutnings til víðs EMU svæðis í % 1994
11. Vöxtur raunlauna og hagvöxtur 1981 til 1996 (%)
12. Sveigjanleiki raunlauna
13. Raun- og nafnlaunastífni

*Þröngt EMU svæði* er skilgreint sem landahópurinn:

Þýskaland, Frakkland, Holland, Lúxemborg, Belgía, Finnland, Írland og Austurríki

*Vitt EMU svæði* er skilgreint sem þröngt EMU að viðbættum löndunum:

Bretland, Danmörk, Grikkland, Ítalía, Portúgal, Spánn og Svíþjóð

Löndin eru vegin saman í samræmi við vægi einstakra landa í viðskiptum við Ísland 1995 en þau vægi eru notuð við útreikning nógildandi gengisvísitölu.

**Tafla 1. Samhverfar sveifur gagnvart þrengra EMU svæði 1961-1995 (%)**

Lönd	Hagvöxtur		Viðskiptakjör		Vöxtur úrflutnings á föstu verði		Vöxtur kaupmáttar úrflutnings	
	Heildarsveifur	Hlutfall samhverfra sveifna	Heildarsveifur	Hlutfall samhverfra sveifna	Heildarsveifur	Hlutfall samhverfra sveifna	Heildarsveifur	Hlutfall samhverfra sveifna
Austurríki	1,9	61,4	3,7	55,0	4,2	59,8	3,8	54,2
Bandaríkin	2,1	19,2	10,4	37,3	5,5	25,3	5,3	31,3
Belgía	2,2	72,6	3,2	84,1	4,6	58,9	5,0	57,1
Bretland	2,1	17,3	5,1	0,0	3,6	32,6	3,3	15,9
Danmörk	2,3	41,5	8,0	53,5	2,8	37,3	3,4	35,3
Finnland	3,2	22,8	4,5	42,2	6,3	17,7	6,2	24,2
Frakkland	2,0	71,1	10,5	57,2	4,5	67,2	5,4	75,3
Grikkland	3,6	40,0	6,2	28,9	8,1	3,5	8,8	10,7
Holland	2,4	77,4	2,7	44,9	4,0	66,3	4,3	71,4
Írland	2,2	8,4	7,2	35,3	4,5	1,2	6,0	14,2
Ísland	4,0	5,1	8,6	7,1	7,7	0,4	9,7	17,4
Ítalía	2,5	41,8	9,2	39,0	4,9	19,8	5,8	21,0
Japan	3,4	49,7	22,5	56,3	7,2	37,6	8,6	32,9
Lúxemborg	3,0	29,9	4,3	39,6	6,3	51,1	8,4	44,6
Noregur	1,7	3,1	11,8	1,3	3,3	17,4	6,0	5,2
Portúgal	3,3	41,8	8,6	51,0	9,9	8,2	11,1	26,1
Spánn	3,0	49,8	12,1	38,6	12,3	6,4	14,2	18,4
Svíss	2,6	47,0	8,5	0,1	3,8	48,2	3,9	34,8
Svíþjóð	2,1	35,8	8,1	41,6	4,8	21,1	4,8	35,4
Þýskaland	2,2	89,0	6,2	66,7	4,1	80,0	4,1	81,3

*A/Þ.* Þrengra EMU svæði er skilgreint sem Þýskaland, Frakkland, Holland, Lúxemborg, Belgía, Finnland, Írland og Austurríki. Heildarsveifur í einstaka hagsterð eru metnar með staðalfrávikni viðkomandi stærðar. Samhverfur hluti heildarsveifna er sá hluti staðalfráviks viðkomandi hagsterðar sem skýrður er með sveiflum á EMU svæðinu, mettó með  $R^2$  úr aðfallsgreiningu viðkomandi hagsterðar á samsvarandi stærð fyrir EMU svæði.

**Tafla 2. Samhverfar sveiflur gagnvart vöðara EMU svæði 1961-1995 (%)**

Lönd	Hagvöxtur		Viðskiptakjör		Vöxtur útflutnings á föstu verði		Vöxtur kaupmáttar útflutnings	
	Heildarsveiflur	Hlutfall samhverfra sveiflna	Heildarsveiflur	Hlutfall samhverfra sveiflna	Heildarsveiflur	Hlutfall samhverfra sveiflna	Heildarsveiflur	Hlutfall samhverfra sveiflna
Austurríki	1,9	49,5	3,7	71,9	4,2	50,2	3,8	51,3
Bandaríkin	2,1	33,9	10,4	65,5	5,5	23,1	5,3	29,8
Belgía	2,2	63,2	3,2	76,3	4,6	63,5	5,0	45,8
Bretland	2,1	48,9	5,1	12,3	3,6	61,5	3,3	42,3
Danmörk	2,3	63,1	8,0	71,6	2,8	36,1	3,4	53,3
Finnland	3,2	34,3	4,5	35,9	6,3	27,6	6,2	32,9
Frakkland	2,0	71,2	10,5	83,1	4,5	57,9	5,4	78,3
Grikkland	3,6	44,9	6,2	51,3	8,1	3,6	8,8	13,9
Holland	2,4	62,6	2,7	60,0	4,0	66,9	4,3	67,1
Írland	2,2	6,9	7,2	52,0	4,5	4,3	6,0	29,2
Ísland	4,0	5,0	8,6	0,3	7,7	2,9	9,7	23,5
Ítalía	2,5	45,8	9,2	70,0	4,9	26,7	5,8	36,4
Japan	3,4	53,2	22,5	77,2	7,2	26,6	8,6	32,0
Lúxemborg	3,0	32,4	4,3	27,7	6,3	61,0	8,4	27,4
Noregur	1,7	7,2	11,8	0,0	3,3	13,8	6,0	4,1
Portúgal	3,3	45,6	8,6	36,5	9,9	11,8	11,1	38,9
Spánn	3,0	54,1	12,1	18,8	12,3	14,3	14,2	32,5
Swiss	2,6	45,6	8,5	3,9	3,8	46,7	3,9	40,6
Svíþjóð	2,1	48,5	8,1	63,0	4,8	44,5	4,8	50,2
Þýskaland	2,2	66,9	6,2	30,9	4,1	56,5	4,1	53,4

*Ath.* : Vöðara EMU svæði er skilgreint sem þrengra EMU svæði, auk Bretlands, Danmerkur, Grikklands, Ítalíu, Portúgals, Spánnar og Svíþjóðar (EMU15). Heildarsveiflur í einstaka hagstærð eru metnar með staðalfrávikvi viðkomandi stærðar. Samhverfur hluti heildarsveiflna er sá hluti staðalfráviks viðkomandi hagstærðar sem skýrður er með sveiflum á EMU svæðinu, metið með  $R^2$  úr aðfallsgreiningu viðkomandi hagstærðar á samsvarandi stærð fyrir EMU svæði.

**Tafla 3. Samhverfar sveiflur gagnvart þrengra EMU svæði á mismunandi tímum (%)**

Stærð	1961 - 1995			1961 - 1979			1976 - 1995		
	Heildar-sveiflur á EMU svæði	Heildar-sveiflur á Íslandi	Hlutfall samhverfra sveiflna	Heildar-sveiflur á EMU svæði	Heildar-sveiflur á Íslandi	Hlutfall samhverfra sveiflna	Heildar-sveiflur á EMU svæði	Heildar-sveiflur á Íslandi	Hlutfall samhverfra sveiflna
Hagvöxtur	1,9	4,0	5,1	1,9	4,3	0,8	1,4	3,3	2,0
Viðskiptakjör	4,7	8,6	7,1	3,5	11,2	<b>34,1</b>	4,2	4,9	15,7
Vöxtur útflutnings á föstu verði	3,5	7,7	0,0	3,8	8,8	0,0	2,7	6,3	0,0
Vöxtur kaupmáttar útflutnings	3,9	9,7	<b>17,0</b>	4,4	11,3	<b>21,0</b>	2,7	8,1	4,0

Ath. : Feitletrun gefur til kynna að hlutfall samhverfra sveiflna af heildarsveiflum sé marktækt frá núlli miðað við 95% öryggismörk.

**Tafla 4. Samhverfar sveiflur gagnvart viðara EMU svæði á mismunandi tímum (%)**

Stærð	1961 - 1995			1961 - 1979			1976 - 1995		
	Heildar-sveiflur á EMU svæði	Heildar-sveiflur á Íslandi	Hlutfall samhverfra sveiflna	Heildar-sveiflur á EMU svæði	Heildar-sveiflur á Íslandi	Hlutfall samhverfra sveiflna	Heildar-sveiflur á EMU svæði	Heildar-sveiflur á Íslandi	Hlutfall samhverfra sveiflna
Hagvöxtur	1,7	4,0	5,0	1,7	4,3	0,2	1,3	3,3	5,6
Viðskiptakjör	4,5	8,6	0,3	3,7	11,2	0,0	3,1	4,9	6,4
Vöxtur útflutnings á föstu verði	2,9	7,7	3,0	3,2	8,8	1,0	2,1	6,3	3,0
Vöxtur kaupmáttar útflutnings	3,2	9,7	<b>24,0</b>	3,6	11,3	<b>27,0</b>	2,4	8,1	10,0

Ath. : Feitletrun gefur til kynna að hlutfall samhverfra sveiflna af heildarsveiflum sé marktækt frá núlli miðað við 95% öryggismörk.



**Tafla 5. Fylgni við EMU svæði 1970-1995 (%)**

Lönd	Fylgni við þröngt EMU-svæði					Fylgni við vítt EMU-svæði					
	Hagvöxtur	Viðskipta- kjör	Vöxtur útl. á föstu verði	Vöxtur kaupm. útlutn.	Vöxtur iðnaðar- framl. á föstu verði	Hagvöxtur	Viðskipta- kjör	Vöxtur útl. á föstu verði	Vöxtur kaupm. útlutn.	Vöxtur iðnaðar- framl. á föstu verði	Atvinnu- leysi
Austurríki	82	96	81	75	86	67	89	70	68	59	97
Bandaríkin	39	82	56	60	65	57	85	55	60	28	29
Belgía	84	94	75	72	91	71	87	79	61	67	97
Bretland	43	-1	51	33	60	78	25	75	61	42	95
Danmörk	47	86	67	61	71	71	84	63	76	82	94
Finnland	34	69	37	44	36	53	59	50	52	34	65
Frakkland	84	98	80	85	90	80	97	73	90	54	97
Grikkland	55	65	26	47	49	57	68	27	50	15	92
Holland	88	76	78	82	95	75	76	79	78	66	88
Írland	34	71	16	43	46	30	67	34	67	61	91
Ísland	33	49	14	60	27	33	36	21	61	5	62
Ítalía	75	73	39	38	86	73	83	50	57	59	88
Japan	67	96	58	51	85	64	93	42	47	29	91
Lúxemborg	46	65	69	63	79	55	57	78	46	58	94
Noregur	13	-16	42	16	37	21	-12	39	16	47	70
Portúgal	80	87	40	54	51	75	83	51	64	23	60
Spánn	67	81	34	64	57	68	80	46	79	50	98
Svíss	64	-3	67	53	74	57	-1	62	57	43	66
Svíþjóð	45	86	42	55	42	56	84	68	68	49	59
Þýskaland	94	98	89	90	94	77	92	74	71	37	98
Meðaltal	59	68	53	57	66	61	67	57	62	45	82

**Tafla 6. Fjöldi marktækra stika fyrir einstök lönd**

	Samhverfar sveiflur m.v. þrengra EMU svæði (Tafla 1)	Samhverfar sveiflur m.v. víðara EMU svæði (Tafla 2)	Fylgni við þröngt EMU svæði (Tafla 5)	Fylgni við vítt EMU svæði (Tafla 5)
Austurríki	4	4	6	6
Bandaríkin	4	4	5	4
Belgía	4	4	6	6
Bretland	3	4	4	5
Danmörk	4	4	6	6
Finnland	4	4	6	6
Frakkland	4	4	6	6
Grikkland	2	3	5	4
Holland	4	4	6	6
Írland	2	2	5	5
Ísland	1	1	3	3
Ítalía	4	4	6	6
Japan	4	4	6	5
Lúxemborg	4	4	6	6
Noregur	1	1	3	3
Portúgal	3	4	6	5
Spánn	3	4	6	6
Sviss	3	3	5	5
Svíþjóð	4	4	6	6
Þýskaland	4	4	6	6

*Ath.* : Taflan sýnir hversu oft núlltilgátunni er hafnað miðað við 95% öryggismörk, þar sem núlltilgátan í dálkum 1 og 2 er að hlutfall samhverfrar dreifni af heildardreifni sé ómarktæk frá núlli. Í dálk 3 er núlltilgátan að fylgni einstaka hagstærðar við samsvarandi stærð á EMU svæði sé ómarktæk frá núlli. Í dálkum 1 og 2 er miðað við  $F$ -próf með  $(1, T - 1)$  frígráðum, þar sem  $T$  er fjöldi athugana. Í dálk 3 er miðað við að  $r\sqrt{T - 2} / \sqrt{1 - r^2}$  sé stærra að tölugildi en  $t$ -próf með  $(T - 2)$  frígráður, þar sem  $r$  er fylgnistíðinn.

**Tafla 7. Verðbólga og skammtímavextir í % 1990 - 1996**

Lönd	Verðbólga						Skammtímavextir						
	Meðaltal		Verðbólgununur		Verðbólgununur		Meðaltal		Vaxtamunur		Vaxtamunur		
	'90-'96	'94-'96	Pröngt EMU svæði	'90-'96	'94-'96	Vítt EMU svæði	'90-'96	'94-'96	Pröngt EMU svæði	'90-'96	'94-'96	Vítt EMU svæði	'90-'96
Austurríki	3,0	2,3	0,3	0,3	0,3	-0,4	-0,2	6,9	4,4	-0,8	-0,8	-1,5	-1,4
Bandaríkin	3,5	2,9	0,8	0,9	0,9	0,0	0,4	5,3	5,8	-2,4	0,1	-3,1	-0,5
Belgía	2,4	1,7	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-0,8	7,2	4,6	-0,5	-0,6	-1,1	-1,2
Bretland	4,1	2,7	1,4	0,8	0,8	0,6	0,2	8,6	6,0	0,9	0,9	0,2	0,3
Danmörk	2,2	2,2	-0,6	0,3	0,3	-1,3	-0,3	8,4	5,4	0,7	0,2	0,0	-0,4
Finnland	2,6	1,1	-0,1	-0,9	-0,9	-0,9	-1,4	9,0	5,0	1,4	-0,2	0,7	-0,8
Frakkland	2,4	1,8	-0,4	-0,1	-0,1	-1,1	-0,7	7,9	5,5	0,3	0,3	-0,4	-0,3
Grikkland	14,1	9,6	11,4	7,6	7,6	10,6	7,1	16,7	14,5	9,0	9,3	8,3	8,7
Holland	2,6	1,9	-0,2	0	0	-0,9	-0,5	6,7	4,2	-1,0	-1,0	-1,7	-1,6
Írland	2,5	2,2	-0,2	0,2	0,2	-1,0	-0,3	9,0	5,8	1,3	0,6	0,6	0,0
Ísland	5,0	1,8	2,3	-0,2	-0,2	1,5	-0,7	9,7	6,3	2,0	1,1	1,3	0,5
Ítalía	5,0	4,2	2,3	2,3	2,3	1,5	1,7	11,0	9,4	3,3	4,2	2,6	3,6
Japan	1,5	0,5	-1,2	-1,5	-1,5	-1,9	-2,0	3,8	1,4	-3,8	-3,8	-4,5	-4,4
Lúxemborg	2,7	1,8	0,0	-0,2	-0,2	-0,8	-0,7	5,3	4,5	-2,4	-0,7	-3,1	-1,3
Noregur	2,5	1,7	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-0,8	8,2	5,4	0,6	0,3	-0,1	-0,3
Portúgal	7,7	4,6	5,0	2,7	2,7	4,2	2,1	13,2	9,5	5,6	4,3	4,9	3,7
Spánn	5,2	4,5	2,5	2,5	2,5	1,8	2,0	11,2	8,4	3,6	3,2	2,9	2,6
Svíss	3,1	1,1	0,4	-0,9	-0,9	-0,3	-1,4	5,5	3,0	-2,1	-2,2	-2,8	-2,8
Svíþjóð	4,6	1,9	1,9	0,0	0,0	1,2	-0,6	9,8	7,5	2,2	2,3	1,5	1,7
Þýskaland	2,9	2,1	0,2	0,1	0,1	-0,5	-0,4	6,8	4,4	-0,8	-0,8	-1,5	-1,4

Aft. : Skammtímavextirnir sem miðað er við eru 3 mánaða peningamarkaðsvextir.

**Tafla 8. Langtímavextir í % 1996**

Lönd	5 ára ríkisskuldabréf			10 ára ríkisskuldabréf		
	Vextir	Vaxtamunur		Vextir	Vaxtamunur	
		Þröngt EMU svæði	Vítt EMU svæði		Þröngt EMU svæði	Vítt EMU svæði
Austurríki	5,3	0,1	-0,7	5,8	-0,5	-1,1
Bandaríkin	6,2	1,0	0,3	6,5	0,1	-0,4
Belgía	5,3	0,1	-0,7	6,4	0,1	-0,5
Bretland	7,3	2,1	1,3	7,8	1,4	0,9
Danmörk	6,0	0,8	0,1	7,2	0,8	0,3
Finnland	6,2	1,0	0,2	7,0	0,7	0,1
Frakkland	5,4	0,2	-0,6	6,3	0,0	-0,6
Holland	5,2	-0,1	-0,8	6,5	0,1	-0,4
Írland	6,5	1,3	0,5	7,5	1,1	0,6
Ísland	9,3	4,0	3,3	7,5	1,1	0,6
Ítalía	8,7	3,5	2,8	9,4	3,0	2,5
Japan	2,0	-3,2	-4,0	3,1	-3,3	-3,8
Noregur	6,0	0,8	0,0	6,8	0,5	0,0
Portúgal	7,9	2,7	2,0	8,6	2,2	1,7
Spánn	7,9	2,7	2,0	8,7	2,3	1,8
Sviss	3,4	-1,8	-2,5	4,1	-2,2	-2,8
Svíþjóð	7,1	1,9	1,1	8,1	1,7	1,2
Þýskaland	5,0	-0,2	-1,0	6,2	-0,1	-0,7
Meðaltal	6,2	0,9	0,2	6,9	0,5	0,0

*Ath.* : Taflan sýnir meðaltöl ársins. 10 ára vextir á Íslandi eru verðtryggðir vextir að viðbættri verðbólgu ársins. Notast er við 15 ára vexti í stað 10 ára á Írlandi. 5 ára vextir á Írlandi eru bráðabirgðatala. Í stað 5 ára bréfa í Austurríki er notast við meðaltal ríkisverðbréfa eftir hlutfalli útistandandi bréfa.

**Tafla 9. Vægi landa í vöru- og þjónustuviðskiptum í % 1995**

Lönd	Vöruviðskipti	Þjónustuviðskipti	Alls
Austurríki	0,4	0,5	0,4
Bandaríkin	11,4	40,7	19,3
Belgía og Lúxemborg	2,1	1,0	1,8
Bretland	15,8	10,7	14,4
Danmörk	10,7	10,7	10,7
Finnland	1,3	0,8	1,2
Frakkland	6,1	2,8	5,2
Grikkland	0,5	0,0	0,3
Holland	5,6	2,9	4,8
Írland	0,7	0,8	0,7
Ítalía	3,0	1,1	2,5
Japan	8,5	1,0	6,5
Kanada	1,4	0,9	1,3
Noregur	7,7	4,5	6,8
Portúgal	1,5	0,6	1,2
Spánn	2,9	2,5	2,8
Sviss	1,9	1,5	1,8
Svíþjóð	4,8	4,6	4,7
Þýskaland	13,9	12,5	13,5
Alls	100,0	100,0	100,0
Þröngt EMU svæði	30,0	21,2	27,6
Vítt EMU svæði	69,1	51,4	64,3
Milli EMU	37,3	25,5	34,1

**Tafla 10. Vægi alþjóðaviðskipta og útflutnings  
til víðs EMU svæðis í % 1994**

Lönd	Vægi alþjóðaviðskipta	Útflutningur til víðs EMU svæðis
Austurríki	74,4	14,7
Bandaríkin	22,9	1,7
Belgía	136,6	33,3
Bretland	53,7	10,6
Danmörk	65,7	17,2
Finnland	68,0	17,8
Frakkland	43,8	11,1
Grikkland	44,7	5,0
Holland	115,6	30,7
Írland	148,0	42,4
Ísland	69,3	16,1
Ítalía	47,4	10,7
Japan	16,7	1,3
Lúxemborg	137,7	-
Noregur	72,6	21,6
Portúgal	65,7	16,8
Spánn	45,1	10,9
Sviss	65,2	17,2
Svíþjóð	72,1	18,3
Þýskaland	44,9	11,9
Meðaltal þröngs EMU svæðis	67,2	17,5
Meðaltal víðs EMU svæðis	62,4	15,3
Einfalt meðaltal	70,5	16,3

*Ath.* : Vægi alþjóðaviðskipta er skilgreint sem útflutningur og innflutningur vöru og þjónustu í hlutfalli af VLF. Vægi útflutnings til víðs EMU svæðis er skilgreint sem vöruútflutningur til víðs EMU svæðis í hlutfalli af VLF.

### Sveigjanleiki nafn- og raunlauna

Til að meta sveigjanleika launa á Íslandi í samanburði við önnur lönd eru 3 mælikvarðar notaðir.

Fyrsti mælikvarðinn er einfaldlega að skoða staðalfrávik raunlauna í hlutfalli við hagsveiflur og bera það saman milli landa. Þetta er gert í töflu 11.

Eins og sjá má er staðalfrávik raunlauna

langmest hér á landi, eða um 7,7%. Hlutfall staðalfrávíks raunlauna og landsframleiðslu er einnig með því hæsta hér á landi. Samkvæmt þessum mælikvarða virðist sveigjanleiki raunlauna vera mestur hér á landi og í Portúgal. Skammt á eftir koma svo Ítalía, Sviss, Frakkland og Svíþjóð. Einnig sést að raunlaun á Íslandi hafa mjög sterka, jákvæða fylgni við hagsveiflur.

**Tafla 11. Vöxtur raunlauna og hagvöxtur 1981 til 1996 í %**

	Staðalfrávik í vexti raunlauna	Staðalfrávik í hagvexti	Hlutfall	Fylgni breytinga raunlauna og hagvaxtar sama árs	Fylgni breytinga raunlauna og hagvaxtar síðasta árs	Margfylgni breytinga raunlauna og hagvaxtar tveggja sl. ára
Bandaríkin	0,9	1,9	47	-1,2	-14,5	2,2
Belgía	1,7	2,1	81	-5,7	<b>57,1</b>	32,8
Bretland	1,3	2,1	62	49,3	-9,3	<b>44,9</b>
Danmörk	1,7	1,6	106	-10,2	12,9	29,5
Finnland	1,7	3,5	49	45,0	<b>59,9</b>	37,4
Frakkland	1,8	1,4	129	0,4	-17,0	3,0
Holland	1,6	1,6	100	8,8	16,6	25,6
Ísland	7,7	3,0	257	<b>67,3</b>	47,0	<b>58,1</b>
Ítalía	1,8	1,3	140	-10,0	-7,0	3,1
Japan	1,3	1,8	72	44,7	7,5	35,0
Noregur	2,1	2,0	105	34,9	41,7	17,4
Portúgal	5,6	2,2	255	37,9	35,4	16,9
Spánn	1,4	1,9	74	-29,1	-8,9	1,4
Sviss	1,9	1,4	136	0,8	-37,9	21,0
Svíþjóð	2,4	1,9	126	<b>61,9</b>	19,9	<b>41,1</b>
Þýskaland	1,9	2,0	95	47,1	11,8	18,7
Meðaltal	2,3	2,0	115	21,4	13,5	24,3

*Ath.* : Feitlitaðir stíkar gefa til kynna marktækni miðað við 95% öryggismörk. Sjá töflu 6 fyrir skýringar.

Annar mælikvarðinn mælir viðbrögð raunlauna við breytingum í atvinnuleysi. Út frá hefðbundnum líkönum af launamyndun er hægt að leiða út samband raunlauna og atvinnuleysis, svokallaða launakúrfu:

$$(1) \quad \ln(w - p) = \alpha - \beta \ln u + \text{aðrir þættir}$$

Þar sem  $\ln(w - p)$  er lógariþmi raunlauna og  $\ln u$  er lógariþmi atvinnuleysisshlutfallsins. Aðrir þættir lýsa nánar eiginleikum og stofnanaumhverfi viðkomandi vinnumarkaðar. Erlendar

rannsóknir gefa til kynna að samskonar launakúrfu sé að finna í nánast öllum ríkjum. Hins vegar er matið á  $\beta$  nokkuð mismunandi milli landa<sup>1</sup>.  $\beta$  er teygni raunlauna m.t.t. atvinnuleysis og mælir því hversu mikið raunlaun dragast saman við aukið atvinnuleysi. Ef t.d.  $\beta = 0,1$  mun tvöföldun atvinnuleysis valda 10% samdrætti í raunlaunum.

1. Líkan sem þetta má t.d. leiða út úr samningslíkaninu (e. wage bargaining model), þar sem neikvætt samband raunlauna og atvinnuleysisshlutfallsins lýsir því hvernig samningsstyrkur launþega minnkar þegar atvinnuleysi er mikið, sem aftur leiðir til lægri raunlauna. Sjá t.d. Layard, Nickell og Jackman (1991), Blanchflower og Oswald (1994) og Pétursson og Sløk (1997).

$\beta$  er því mælikvarði á viðbrögð launa við ástandi á vinnumarkaði. Þannig er hægt að bera saman matið á  $\beta$  milli landa til að fá hugmynd um sveigjanleika raunlauna við ástandi vinnumarkaðar í viðkomandi landi. Layard, Nickell og Jackman (1991), hér eftir LNJ, hafa tekið saman niðurstöður á slíku mati fyrir 16 lönd. Niðurstöður þeirra eru sýndar í

töflu 12, ásamt sambærilegu mati fyrir Ísland<sup>2</sup>.

Eins og sjá má er matið á  $\beta$  í hærra lagi fyrir Ísland sem skipar sér í hóp með Belgíu og Ítalíu þar sem sveigjanleiki raunlauna virðist hvað mestur samkvæmt þessum mælikvarða. Þetta er nokkuð í samræmi við niðurstöður úr töflu 11.

**Tafla 12. Sveigjanleiki raunlauna**

Lönd	Skammtímasveigjanleiki	Langtímasveigjanleiki
Austurríki	-0,028 *	-0,061 *
Bandaríkin	-0,019 *	-0,055 *
Belgía	-0,045	-0,750
Bretland	-0,064 *	-0,064 *
Danmörk	-0,029 *	-0,075 *
Finnland	-0,020	-0,063
Frakkland	-0,082 *	-0,162 *
Holland	-0,039	-0,134
Írland	-0,071	-0,161
Ísland	-0,084	-0,903
Ítalía	-0,102 *	-0,637 *
Japan	-0,113 *	-0,258 *
Noregur	-0,013 *	-0,064 *
Spánn	-0,010 *	-0,071 *
Sviss	-0,014	-0,078
Svíþjóð	-0,039 *	-0,207 *
Þýskaland	-0,019	-0,035

Ath. : Stikamatið fyrir önnur lönd en Ísland kemur frá Layard, Nickell og Jackman (1991), LNJ. Tímabilið er 1956-1985. Háða stærðin er raunlaun.  $\ln u$  er lógariðmi atvinnuleysisshlutfallsins. Aðfallsgreiningin fyrir Ísland er fyrir tímabilið 1970-1996 þar sem tafir raunlaun og samtímaverðbólga eru skýristærðir auk  $\ln u$ . Jafnan er metin með aðferð aðstoðarbreyta (aðstoðarbreytur eru tafir gildi raunlauna, atvinnuleysis og verðbólgu). Metna jafnan er ( $t$ -gildi í svigum):

$$(w - p)_t = 0,37 - 0,08 \ln u_t + 0,91 (w - p)_{t-1} - 0,54 \Delta p_t$$

(1,7) (4,1) (10,1) (4,0)

IV,  $R^2 = 0,74$ ,  $s = 5,3\%$ ,  $DF = -4,8$

\* : Aðfallsgreining notast við  $u$  í stað  $\ln u$  og því er margfaldað í stikamatið með meðalatvinnuleysi viðkomandi lands til að fá samanburðarhæfa teygistika.

Að lokum hafa LNJ hannað mælikvarða á nafn- og raunlaunastífni (e. wage rigidity), út frá einföldu líkani og launa- og verðmyndun. Líkanið samanstendur af þrem hegðunarsamböndum. Fyrsta jafnan er launajafna sem lýsir launamyndun í hagkerfinu:

$$(2) (w - p)_t = \gamma_0 + \gamma'(w - p)_{t-1} - \gamma_1 u_t - \gamma_{11} \Delta u_t - \gamma_2 \Delta^2 p_t + z_t + \varepsilon_t$$

þar sem  $z$  er breyta sem lýsir ástandi vinnu-

markaðar.  $\Delta u$  lýsir áhrifum heldni (e. hysteresis) á launamyndun,  $\Delta^2 p$  lýsir því hvernig ófyrirséð verðbólga getur haft áhrif á raunlaun. Önnur jafna líkansins er verðmyndunarjafna. Sú jafna er hins vegar ekki metin beint heldur er hún endurskrifuð sem jaðarávöxtunarskilyrði fyrirtækjahámörkunar sem rita má sem:

2. Jafnan var einnig metin með ársfjórðungsgögnum og fengust mjög sambærilegar niðurstöður.



$$(3) \quad (n-k)_t = \lambda_0 + \lambda_1(n-k)_{t-1} - \lambda_2(w-p)_t + \lambda_2'(w-p)_{t-1} + \lambda_3(y_d - \bar{y})_t + \lambda_4 \Delta^2 w_t + \varepsilon_{2t}$$

þar sem  $n$  er lógariþmi vinnuafis,  $k$  er lógariþmi fjármagnsstofns,  $(y_d - \bar{y})$  er mælikvarði á umframeftirspurn í hagkerfinu (metið sem frávik VLF frá HP-leitni) og  $\Delta^2 w$  lýsir áhrifum ófyrirséðra launabreytinga á verðmyndun.

Lokajafnan er Okuns-jafna sem lýsir sambengi frávíka heildareftirspurnar frá fullri framleiðslugetu,  $(y_d - \bar{y})$ , og atvinnuleysis:

$$(4) \quad (y_d - \bar{y})_t = -\alpha u_t + \varepsilon_{3t}$$

Þetta líkan er hægt að leysa saman og fæst þá langtímalausn fyrir atvinnuleysi:

$$(5) \quad u = \text{fasti} - \text{NWR} \Delta^2 p + \text{RWR} z$$

þar sem stífni í raunlaunum er metin sem:

$$(6) \quad \text{RWR} = \left\{ \frac{1 - \lambda_1 - \alpha \lambda_3}{\lambda_2 - \lambda_2'} + \frac{\gamma_1}{1 - \gamma'} \right\}^{-1}$$

Hins vegar er nafnlaunastífni metin sem:

$$(7) \quad \text{NWR} = \left\{ \frac{\frac{\lambda_4}{\lambda_2 - \lambda_2'} + \frac{\gamma_2}{1 - \gamma'}}{1 - \lambda_1 - \alpha \lambda_3 + \frac{\gamma_2}{1 - \gamma'}} \right\}$$

Nafnlaunastífni lýsir langtímasambandi (ófyrirséðrar) verðbólgu og atvinnuleysis og er því mælikvarði á uppsafnaðan atvinnuleysis-kostnað sem hlýst af því að draga úr verðbólgu um 1 prósentustig. Raunlaunastífni lýsir því hins vegar hvernig aukinn launaþrýstingur kemur fram í auknu atvinnuleysi við óbreytta verðbólgu. Raunlaunastífni er því mælikvarði á áhrif umsvifa í hagkerfinu á launamyndun.

Jöfnukerfið má einnig nota til að meta áhrif heldni á launa- og verðmyndun:

$$(8) \quad \text{Heldni í launamyndun: } \gamma_{11}$$

$$(9) \quad \text{Heldni í verðmyndun: } \lambda_1 / \lambda_2$$

Heldni í launamyndun getur orsakast af langtímaatvinnuleysi eða af áhrifum þeirra sem eru innan verkalýðsfélaga á kostnað þeirra sem eru utan (e. insider effect). Bæði þessi áhrif lýsa því hvernig hæð atvinnuleysis á fyrri tímum

getur haft áhrif á launamyndun í dag. Heldni í verðmyndun lýsir á sama hátt áhrifum atvinnuleysis á fyrri tímum á verðmyndun í dag. Búast má við því að heldni í launa- og verðmyndun sé meiri í hagkerfum þar sem aðlögunarkostnaður í framleiðsluþáttum er hár og þar sem áhrif þeirra sem eru innan verkalýðsfélaga eru mjög sterk á kostnað þeirra sem eru utan.

Að lokum er hægt að nota jöfnukerfið til að meta tregðu (e. nominal inertia) í launa- og verðmyndun:

$$(10) \quad \text{Tregða í launamyndun: } \frac{\gamma_2}{1 - \gamma'}$$

$$(11) \quad \text{Tregða í verðmyndun: } \frac{\lambda_4}{\lambda_2 - \lambda_2'}$$

Tregða í launa- og verðmyndun lýsir því hvernig launa- og verðmyndun í dag ræðst ekki aðeins af samtímaáhrifaþáttum heldur einnig af sögulegri þróun. Orsakar þessa getur verið að leita í stofnanaumhverfi hagkerfisins, þar sem langtímasamningar eru ríkjandi, og vegna kostnaðar við að breyta verðum og launum. Því má búast við því að tregða í verðmyndun sé mikil í hagkerfum þar sem, þar sem verðbólga er lítil, nafnsveiflur litlar og þar sem samþjöppun í iðngreinum er mikil. Á sama hátt má búast við því að tregða í launamyndun sé meiri í hagkerfum þar sem launasamningar eru til mjög langs tíma, þar sem launabreytingar eru miklar og þar sem verðtrygging launa er sjaldgæf.

Þegar þessar jöfnur eru metnar fyrir Ísland fást eftirfarandi niðurstöður:

$$(12) \quad (w-p)_t = 3,03 - 0,21 \ln u_t + 0,19 \Delta \ln u_t$$

(35,6) (6,2) (6,3)

IV, 1971-1996,  $R^2 = 0,83$ ,  $s = 3,8\%$ ,  
DF = -6,3

Aðstoðarbreytur:

$$(w-p)_{t-1}, \ln u_{t-1}, \Delta \ln u_{t-1}, \Delta p_{t-1}, t, t^2$$

$$(13) \quad (n-k)_t = 2,25 + 0,53 (n-k)_{t-1} + 0,23 (n-k)_{t-2} - 0,17 (w-p)_t + 0,81 (y_d - \bar{y})_t$$

(1,8) (2,6) (1,5) (1,7) (1,7)

IV, 1971-1996,  $R^2 = 0,99$ ,  $s = 1,5\%$ ,  
DF = -4,5

Aðstoðarbreytur:

$(w-p)_{t-1}$ ,  $(y_d - \bar{y})_{t-1}$ ,  $(n-k)_{t-1}$ ,  $(n-k)_{t-2}$ ,  $d88$ ,  $t$ ,  $t^2$

$$(14) \quad u_t = 2,75 - 13,6 (y_d - \bar{y})_t + 0,39 u_{t-1}$$

(2,1)    (2,8)                    (2,4)

IV, 1971-1996,  $R^2 = 0,95$ ,  $s = 0,37$ ,  
DF = -3,4

Allar jöfnurnar eru metnar með aðferð aðstoðarbreyta og er línulegri og kvaðratískri leitni bætt við til að nálgá tækni- og framleiðnibreytingar.

Tafla 13 sýnir niðurstöður LNJ þar sem íslensku tölunum hefur verið bætt við.

**Tafla 13. Raun- og nafnlaunastífni**

Lönd	Raunlaunastífni	Nafnlaunastífni	Heldni í launamyndun	Heldni í verðmyndun	Tregða í launamyndun	Tregða í verðmyndun
Austurríki	0,11	0,46	0,00	2,30	1,37	2,72
Bandaríkin	0,25	0,80	0,09	-0,15	1,08	2,10
Belgía	0,25	0,04	0,00	2,13	0,00	0,14
Bretland	0,77	0,70	0,75	0,31	0,00	0,91
Danmörk	0,58	0,08	0,00	0,98	0,13	0,00
Finland	0,29	1,01	0,33	12,60	0,39	3,10
Frakkland	0,23	0,20	0,73	10,10	0,27	0,60
Holland	0,25	0,24	0,36	3,34	0,00	0,94
Írland	0,27	0,31	0,00	4,04	0,00	1,15
Ísland	0,38	0,00	0,19	3,12	0,00	0,00
Ítalía	0,06	0,14	2,51	4,45	0,00	2,23
Japan	0,06	0,05	-3,69	1,44	0,02	0,79
Noregur	0,08	0,37	2,74	11,15	3,78	1,00
Spánn	0,52	0,56	0,00	0,93	1,07	0,00
Sviss	0,13	0,41	0,00	2,53	1,72	1,47
Svíþjóð	0,08	0,39	0,00	14,43	3,57	1,61
Þýskaland	0,63	0,49	0,00	3,58	0,24	0,54

*Ath.* : Útreikningar byggja á niðurstöðum LNJ, nema fyrir Ísland. Sjá töflu 7 í LNJ. Hæri tölur tákna meiri stífni. Út frá stikamatínu í jöfnum (12) til (14) fæst að  $\alpha = 0,04$ ,  $\gamma_1 = 0,214$ ,  $\bar{u} = 0,15$ ,  $\gamma' = 0$ ,  $\gamma_2 = 0$ ,  $\lambda_1 = 0,54$ ,  $\lambda_2 = 0,17$ ,  $\lambda_2' = 0$ ,  $\lambda_3 = 0,81$  og  $\lambda_4 = 0$ .

Eins og sjá má virðist raunlaunastífni lítil meðal fyrrverandi og núverandi EFTA ríkja og Japans, fyrir utan Ísland. Raunlaunastífni virðist mest á Bretlandi, í Þýskalandi, Danmörku og á Spáni. Ísland virðist hins vegar skipa sér í flokki þar á milli.

Nafnlaunastífni virðist hins vegar engin á Íslandi sem aftur gefur til kynna að ekkert langtímasamband sé á milli verðbólgu og atvinnuleysis (þ.e. Phillipskúrfa). Samkvæmt

þessum mælikvarða virðast nafnlaun langsvæigjanlegust á Íslandi, Belgíu, Japan og Danmörku.

Heldni í launamyndun á Íslandi virðist tiltölulega lítil og heldni í verðmyndun í meðallagi. Að lokum sést að tregða í launa- og verðmyndun er engin hér á landi, sem skýrist líklega af hárra verðbólgu og sveigjanlegum launasamningum.

## **Heimildir**

Layard, R., S. Nickell og R. Jackman (1991), *Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market*, Oxford University Press.

Blanchflower, D. G. og A. J. Oswald (1994), *The Wage Curve*, The MIT Press.

Þórarinn G. Pétursson og T. Sløk (1997), *Wage Formation in a Cointegrated VAR Model: A Demand and Supply Approach*, EPRU Working Paper Series, 1997-03.

## Töfluviðauki

**Tafla 1. Árleg prósentuhækkun neysluverðlags í ESB-löndum 1991-1997<sup>1,2</sup>**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Austurríki	3,3	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	3,0	2,2	1,9	1,9
Belgía	3,2	2,4	2,8	2,4	1,5	2,0	2,4
Danmörk	2,4	2,1	1,2	2,0	2,1	2,1	2,5
Finnland	4,2	2,9	2,2	1,1	1,0	0,6	1,3
Frakkland	3,2	2,4	2,1	1,7	1,8	2,0	1,5
Þýskaland <sup>3</sup>	3,5	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>	2,7	1,8	1,5	1,9
Grikkland	<b>19,5</b>	<b>15,8</b>	<b>14,5</b>	<b>10,9</b>	<b>9,3</b>	<b>8,5</b>	<b>6,9</b>
Írland	3,2	3,1	1,4	2,3	2,5	1,6	2,2
Ítalía	<b>6,3</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>5,4</b>	<b>3,9</b>	2,7
Lúxemborg	3,1	3,2	3,6	2,2	1,9	1,8	2,0
Holland	3,1	3,2	2,6	2,7	2,0	2,3	2,6
Portúgal	<b>11,4</b>	<b>8,9</b>	<b>6,5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	2,7
Spánn	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>3,5</b>	2,8
Svíþjóð	<b>9,3</b>	2,3	<b>4,6</b>	2,2	2,5	0,5	2,3
Bretland	<b>6,8</b>	<b>4,7</b>	3,0	2,4	2,8	<b>2,9</b>	2,5
ESB-15	5,1	4,5	3,8	2,9	3,0	2,5	2,3
Viðmiðunargildi <sup>4</sup>	4,4	3,8	3,1	3,1	2,9	2,4	3,1
Til minnis:							
Ísland	<b>6,8</b>	3,7	<b>4,1</b>	1,5	1,7	2,3	2,1
Noregur	3,4	2,3	2,3	1,4	2,5	1,3	2,5

1. Feitletraðar tölur tákna að verðbólga hafi verið yfir viðmiðunarmörkum, sbr. fjórðu neðanmálsgrein. 2. Tölurnar sýna verðbólgu eins og hún mælist með neysluverðsvísitölu hvers lands. Við mat á uppfyllingu Maastrichtskilyrðanna verður hins vegar notuð samhæfð vísitala neysluverðs. EUROSTAT birti slíka vísitölu í fyrsta sinn í mars 1997. 3. Vestur-Þýskaland til ársloka 1993, sameinað Þýskaland þar eftir. 4. Verðbólga í þeim þremur ríkjum sem búa við hagstæðasta verðbólgu að viðbættu 1½ prósentustigi.

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, OECD og Seðlabanki Íslands.

**Tafla 2. Jöfnuður hins opinbera í ESB-ríkjum sem hlutfall af landsframleiðslu<sup>1</sup>**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Austurríki	-2,6	-1,9	<b>-4,1</b>	<b>-4,5</b>	<b>-5,9</b>	<b>-4,0</b>	-3,0
Belgía	<b>-6,6</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,4</b>	<b>-5,1</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,4</b>	-2,9
Danmörk	-2,1	-2,9	<b>-3,9</b>	<b>-3,4</b>	-1,9	-1,6	-0,1
Finnland	-1,5	<b>-5,9</b>	<b>-8,0</b>	<b>-6,2</b>	<b>-5,2</b>	-2,9	-1,9
Frakkland	-2,0	<b>-4,0</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,0</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,4</b>
Þýskaland	<b>-3,3</b>	-2,8	<b>-3,5</b>	-2,5	<b>-3,5</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,3</b>
Grikkland	<b>-11,5</b>	<b>-12,3</b>	<b>-14,2</b>	<b>-12,1</b>	<b>-9,2</b>	<b>-7,6</b>	<b>-5,1</b>
Írland	-2,2	-2,4	-2,2	-2,0	-2,4	-1,0	-1,6
Ítalía	<b>-10,2</b>	<b>-9,5</b>	<b>-9,6</b>	<b>-9,0</b>	<b>-7,1</b>	<b>-7,4</b>	<b>-4,0</b>
Lúxemborg	-0,4	-0,8	0,5	0,9	0,4	-0,1	-0,1
Holland	-2,9	<b>-3,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,4</b>	<b>-4,0</b>	-2,1	-2,0
Portúgal	<b>-6,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>-6,8</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,0</b>	-2,9
Spánn	<b>-5,0</b>	<b>-4,1</b>	<b>-7,5</b>	<b>-6,2</b>	<b>-6,6</b>	<b>-4,4</b>	<b>-3,2</b>
Svíþjóð	-1,1	<b>-7,8</b>	<b>-12,3</b>	<b>-10,8</b>	<b>-7,9</b>	-3,0	-1,7
Bretland	-2,5	<b>-6,3</b>	<b>-7,8</b>	<b>-6,8</b>	<b>-5,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,1</b>
ESB-15	-4,4	-5,3	-6,5	-5,8	-5,3	-4,5	-3,2
Til minnis:							
Ísland	-2,9	-2,8	<b>-4,5</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,3</b>	-1,5	-0,8
Noregur	0,2	-1,7	-1,5	0,3	3,0	5,4	5,0

1. Feitletraðar tölur tákna halla umfram 3% viðmiðunarmörk Maastrichtsáttmálans.  
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, OECD og Þjóðhagsstofnun.

**Tafla 3. Skuldir hins opinbera sem hlutfall af landsframleiðslu<sup>1</sup>**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Austurríki	58,7	58,3	<b>62,8</b>	<b>65,0</b>	<b>69,4</b>	<b>70,0</b>	<b>71,1</b>
Belgía	<b>130,2</b>	<b>131,5</b>	<b>137,0</b>	<b>135,1</b>	<b>133,7</b>	<b>130,2</b>	<b>127,1</b>
Danmörk <sup>2</sup>	<b>64,6</b>	<b>68,7</b>	<b>80,2</b>	<b>76,2</b>	<b>72,2</b>	<b>70,0</b>	<b>67,3</b>
Finnland	23,0	41,5	57,3	59,6	58,5	58,0	58,7
Frakkland	35,8	39,7	45,7	48,6	52,9	56,4	57,9
Þýskaland	41,1	44,1	48,2	50,2	58,1	<b>60,3</b>	<b>61,5</b>
Grikkland	<b>83,2</b>	<b>89,5</b>	<b>111,8</b>	<b>110,4</b>	<b>111,8</b>	<b>110,7</b>	<b>107,7</b>
Írland	<b>96,5</b>	<b>93,9</b>	<b>97,1</b>	<b>91,0</b>	<b>84,8</b>	<b>76,4</b>	<b>72,3</b>
Ítalía	<b>101,4</b>	<b>108,5</b>	<b>119,3</b>	<b>125,5</b>	<b>125,0</b>	<b>125,1</b>	<b>123,0</b>
Lúxemborg	4,0	4,7	5,6	5,0	5,4	5,9	5,7
Holland	78,8	79,6	80,8	78,9	79,7	78,5	75,7
Portúgal	66,6	61,9	67,1	70,4	71,7	71,1	69,6
Spánn	45,8	48,3	<b>60,1</b>	<b>62,6</b>	<b>65,3</b>	<b>69,3</b>	<b>68,6</b>
Svíþjóð	47,6	59,8	<b>76,0</b>	<b>79,0</b>	<b>78,2</b>	<b>78,6</b>	<b>76,0</b>
Bretland	33,6	34,8	40,4	46,0	47,3	49,2	49,4
ESB-15	55,6	59,2	66,2	69,1	72,1	73,5	73,3
Til minnis: <sup>3</sup>							
Ísland	36,4	43,5	50,0	52,4	55,5	54,9	53,7
Noregur	29,4	35,0	43,3	40,4	39,9	38,1	35,9

1. Feitlettraðar tölur tákna skuldir umfram 60% viðmiðunarmörk Maastrichtsáttmálans. 2. Í tölum um skuldir hins opinbera er ekki tekið tillit til eigna í vörslu líffeyrissjóðs hins opinbera (Danish Social Pension Fund) gagnvart aðilum utan opinbera geirans og innstæðna hins opinbera hjá danska seðlabankanum vegna vörslu bankans á gjaldeyrisforða landsins. Samkomulag er um að í tilfalli Danmerkur verði þessum liðum haldið aðgreindum. Að auki er ekki tekið tillit til útstandandi skulda vegna fjármögnunar opinberra verkefna sem reglum samkvæmt skal gera grein fyrir sérstaklega. Að teknu tilliti til ofangreinds væri skuldahlutfallið undir 60%. 3. Tölurnar eru frá OECD sem ekki eru að fullu sambærilegar við skilgreiningu Maastrichtsáttmálans á skuldum hins opinbera.

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og OECD.

**Tafla 4. Langtímavextir í löndum Evrópusambandsins árin 1991-1997<sup>1</sup>**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 <sup>2</sup>
Austurríki	8,6	8,3	6,6	7,1	7,1	6,5	5,8
Belgía	9,4	8,8	7,3	7,6	7,4	6,4	6,0
Danmörk	9,3	8,9	7,2	7,9	8,3	7,0	6,7
Finnland	<b>11,9</b>	<b>12,1</b>	8,2	8,4	7,9	7,1	6,2
Frakkland	9,1	8,6	6,9	7,4	7,6	6,3	5,8
Þýskaland	8,5	7,8	6,4	7,1	6,9	6,3	5,9
Grikkland <sup>3</sup>	<b>23,3</b>	<b>21,5</b>	<b>21,3</b>	<b>19,0</b>	<b>15,5</b>	<b>12,8</b>	<b>10,5</b>
Írland	9,2	9,3	7,6	8,1	8,2	7,5	7,0
Ítalía	<b>13,1</b>	<b>13,1</b>	<b>11,3</b>	<b>10,3</b>	<b>11,9</b>	9,2	7,8
Lúxemborg	8,2	7,9	6,9	7,7	7,6	6,5	...
Holland	8,7	8,1	6,5	7,2	7,2	6,1	5,8
Portúgal	<b>17,2</b>	<b>13,8</b>	<b>11,1</b>	<b>10,4</b>	<b>11,5</b>	<b>8,6</b>	7,1
Spánn	<b>11,4</b>	<b>11,7</b>	<b>10,2</b>	9,9	<b>11,1</b>	8,6	7,2
Svíþjóð	10,7	10,0	8,5	9,4	<b>10,3</b>	8,1	7,4
Bretland	10,1	9,1	7,5	8,2	8,2	7,5	7,6
ESB-15	10,3	9,8	8,1	8,3	8,6	7,2	6,6
Viðmiðunarmörk <sup>4</sup>	10,7	11,2	9,2	9,9	9,6	9,2	8,5
Til minnis:							
Ísland <sup>5</sup>	<b>17,0</b>	<b>11,7</b>	<b>11,5</b>	8,2	<b>10,3</b>	9,1	<b>9,5</b>
Noregur <sup>6</sup>	10,0	9,6	6,9	7,4	7,4	6,6	6,1

1. Feitletraðar tölur tákna vexti yfir viðmiðunarmörkum sbr. athugasemd 4. 2. Í mars 1997. 3. Tölur um langtímavexti eru ekki til staðar. Þær tölur sem sýndar eru eiga við vexti á 12 mánaða ríkisskuldabréfum. 4. Skilgreiningar samsvara ekki endilega nákvæmlega þeim sem notaðar verða til þess að meta hvort land uppfyllir Maastrichtskilyrðin. Viðmiðunarmörk miðast við vexti þeirra þriggja landa sem hafa hagstæðasta verðbólgu að viðbættum 2%. Miðað við vexti í þeim þremur löndum sem þjuggu við hagstæðasta verðlagsþróun 1996. 5. Vextir fyrir Ísland eru verðtryggðir vextir að viðbætti verðbólgu og 1,0% álagi. 6. Ávöxtun á ríkisskuldabréfum með 6 til 10 ára líftíma að meðaltali.

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Reuters, OECD og Seðlabanki Íslands.