



31. mars 2022

## Ræða Ásgeirs Jónssonar seðlabankastjóra á 61. ársfundi Seðlabanka Íslands, 31. mars 2022

Forsætisráðherra, aðrir ráðherrar, formaður bankaráðs og aðrir sem til mín heyra.

Þetta er þriðji ársfundurinn minn sem seðlabankastjóri en sá fyrsti að viðstöddum gestum. Á fyrri fundunum tveimur voru aðeins innan við 10 í áheyrn og aðeins spíritus á borðum. Já – tvisvar hef ég flutt ársfundarræðu án þess margir fleiri hafi hlustað en forsætisráðherra og formaður bankaráðs. Þau tvö eru góðir áheyrendur en það er óneitanlega skemmtilegra að tala fyrir fullum sal. Ég leyfi mér hins vegar að fullyrða að ræðurnar tvær stóðu fyrir sínu. Báðar fjölluðu þær um Covid-19 faraldurinn og afleiðingar hans og síðan um sameiningu Fjármálaeftirlitsins og Seðlabankans. Það er kannski ekki að undra þar sem þessi tvö verkefni hafa verið yfirgnæfandi í starfi bankans síðustu tvö ár. Þá átti Seðlabankinn einnig 60 ára afmæli á síðasta ári sem við gátum eiginlega ekki haldið upp á vegna faraldursins.

Farsóttin fól í sér gríðarlegt efnahagslegt áfall þegar stærsta útflutningsgrein landsins hvarf á einni nóttu og skráð atvinnuleysi steig upp í tæplega 12%. Með sameiginlegu átaki Seðlabankans og stjórnvalda heppnaðist að mæta þessu áfalli með áherslu á heimilin með sérstökum stuðningsaðgerðum og vaxtalækkunum. Þá beitti Seðlabankinn einnig gjaldeyrisforða sínum til þess að tryggja gengisstöðugleika í gegnum faraldurinn og studdi þannig við framkvæmd kjarasamninga. Efnahagsbati er nú kominn vel á veg og atvinnuleysið aftur gengið niður.

En þótt farsóttin sé nokkurn veginn á enda eru afleiðingar hennar enn til staðar – afleiðingar sem voru ekki að öllu leyti fyrir séðar. Eftirspurn neytenda hefur hliðrast á heimsvísu. Heimilið er nú orðið vinnustaður og samastaður í ríkari mæli en áður – og fólk hefur kosið ekki aðeins að græja upp húsakynni sín heldur einnig að stækka við sig. Á sama tíma hafa komið upp ýmsir hnökrar í framleiðslu og tafir í flutningum yfir lengri vegalengdir sem víða hefur leitt til skorts á ýmsum varningi. Þá hefur margt af því fólki sem missti vinnuna á farsóttartímanum ekki snúið til baka þrátt fyrir að ný störf hafi skapast – þótt það eigi raunar ekki við um Ísland. Svo virðist því sem vinnuaflosskortur sé í uppsiglingu í hinum vestræna heimi.

Er þetta þá ekki einfalt? Þegar eftirspurn eykst og framboðið dregst saman – þá hækkar verð. Lengi framan af töldu margir seðlabankar að verðhækkarnir yrðu tímabundnar. Framboðið hlyti að bregðast við. Verðbólgan að líða hjá. Sú skoðun heyrir nú sögunni til. Vandinn er mun stærri.

Á meðan faraldurinn geisaði var sífellt haft á orði að þetta væru fordæmalausir tímar. Það er rétt að því leyti að þótt plágur séu vel þekktar í sögu mannkyns þá hefur aldrei áður verið reynt að stöðva framgang faraldurs með svo víðtækum sóttvarnaraðgerðum sem slöktu bæði á efnahagslífi og félagslífi heilla þjóða. Stríðið er nú geisar í Úkraínu á sér hins vegar mörg söguleg fordæmi – margar aldir aftur í tímann. Já – með þessum átökum hefur Evrópa færst aftur í tímann. Þær þvingunar- aðgerðir sem gripið hefur verið til gagnvart Rússum munu líkt og sóttvarnaraðgerðirnar draga mjög langan hala á eftir sér og hafa víðtækar efnahagslegar afleiðingar fyrir Ísland ekki síður en önnur lönd.

Góðir áheyrendur

Í Auðlegð þjóðanna eftir Adam Smith er galdur frjálsra viðskipta talinn felast í því að fólk geti átt samskipti í gegnum verðmyndun á mörkuðum. Markaðirnir muni þannig tengja strönd við strönd og gera fólk kleift að vinna saman án þess að þekkjast, eða jafnvel líka hverju við annað. Það var hin margrómaða ósýnileg hönd sem beislaði eigingirninna í almannabágu. Eftir tvö stríð í Evrópu varð sú hugsun ríkjandi í vestrænum stjórnámálum að ósýnilega höndin gæti tryggt frið. (Takið eftir þeirri íslensku bjartsýni að tala um fyrra og seinna stríð – líkt og fleiri heimsstríð séu ekki möguleg.) Frjálsum alþjóðaviðskiptum var ætlað að opna löndin og skapa velmegun. Síðar myndi lýðfrelsi og vestrænt gildismat koma inn um gættina. Marshall-aðstoð Bandaríkjanna markaði upphaf þessarar stefnu – líkt og við Íslendingar þekkjum af eigin raun. Þetta fól í sér að öllum þjóðum var boðið til viðskiptasamstarfs jafnvel þótt þær uppfylltu ekki vestræn viðmið um mannréttindi og hefðu jafnvel ýmislegt misgott á samviskunni. Ósýnilega höndin myndi leiða þær í rétta átt.

Endir kalda stríðsins eftir 1990 var talinn nánast fullnaðarsigur þessarar stefnu. Bjartsýni vaknaði um að alþjóðavæðingin myndi tryggja heimsfrið þar sem stríð hefði svo mikinn efnahagslegan kostnað í för með sér. Þessu var best lýst í hinni svo kölluðu „Gullboga-kenningu“ sem dálkahöfundurinn Thomas Friedman setti

fram árið 1996 um að engin tvö lönd færu í stríð ef bæði hefðu McDonalds veitingastaði. Þó liðu ekki nema þrjú ár þar til Gullbogakenningin var afsönnuð er NATO hóf sprengjuárásir á Serbíu – þar sem McDonalds hafði opnað árið 1988.

Ég fór sjálfur í doktorsnám til Bandaríkjanna árið 1995 þegar bjartsýnin var í hámarki – og sú trú var ríkjandi að við hagfræðingar gætum leyst vandamál heimsins með hjálp ósýnilegu handarinnar. Margir eiga líklega erfitt með að sjá hagfræðinga fyrir sér sem hugsjónafólk – þar sem greinin er þekkt sem hin döpru vísindi eða *dismal science* og hefur gjarnan fengið gagnrýni fyrir kaldrana og efnishyggju. Þetta er þó eigi að síður staðreynd. Með mér í námi var fólk alls staðar að úr heiminum sem hafði gríðarlega miklar væntingar um hvað frjáls viðskipti og skynsamleg hagstjórn gætu gert fyrir lönd þeirra og heiminn allan. Og jú – ósýnilega höndin hefur unnið mörg kraftaverk. Velmegun hefur vaxið með undraverðum hætti í heiminum. Á síðustu 30 árum hefur 1,2 milljarður manna risið úr sárafátækt. Nánar tiltekið – árið 1990 höfðu 36% heimsbúa jafnvirði minna en tveggja bandaríkjadala á dag til að sjá sér fyrir daglegum nauðþurftum. Nú eru það aðeins 9% mannkyns sem búa við svo þröngan kost.

Á Vesturlöndum hefur alþjóðavæðing einnig verið lykilþáttur að baki bættra lífskjara og verðstöðugleika á síðustu 30 árum þar sem sífellt voru fundnar upp nýjar leiðir til þess að gera framleiðsluna ódýrari og hagkvæmari með því að færa hana á milli landa. Ótal alþjóðleg tækifæri sköpuðust jafnframt fyrir fólk með góða menntun. En þessi mynd á sér líka skuggahliðar. Þótt alþjóðavæðingin hafi minnkað bilið á milli fátækra og ríkra landa breikkaði hún tekjubilið á milli fólks innan fjölmargra landa. Þó heildin hafi hagnast þá er ábatanum misskipt og sumir hópar samfélagsins tapa. Tekjumismunur hefur því vaxið í flestum Vesturlanda síðustu árin. Það hefur síðan ýtt undir pólitískan óstöðugleika og samfélagslegt ósætti – sérstaklega hjá þeim löndum sem búa við lélegt velferðarkerfi eða takmarkaða hugsun á því að dreifa ábatanum út um samfélagið.

Þá blasir við að alþjóðavæðing tryggir ekki frið í heiminum. Frjáls viðskipti leiða ekki alltaf til pólitískra umbóta – né heldur hafa öll lönd verið tilbúin að tileinka sér vestrænar hugmyndir um frelsi og mannréttindi þótt opnað væri á alþjóðaviðskipti. Þrátt fyrir allt rista saga, menning og landafræði mun dýpra hjá þjóðum heimsins en sú fráma ósk að græða á daginn og grilla á kvöldin.

Ég vil því draga þetta saman með eftirfarandi hætti. Verðbólgan sem braust fram með Covid-faraldrinum er áminning um þýðingu alþjóðavæðingar fyrir lífskjör

okkar – þegar hinar fjölþjóðlegu framleiðslukeðjur urðu fyrir truflunum. Atburðir síðustu vikna - þegar Rússlandi hefur verið kippt út úr heimshagkerfinu með þvingunaraðgerðum – munu hafa sömu áhrif. Sú stefnubreyting hefur einnig orðið hjá Vesturlöndum að líta á alþjóðaviðskipti sem pólitískt vopn og það mun draga dilk á eftir sér. Nú sitja fjölþjóðafyrirtæki heimsins á rökstólum og fara yfir aðfangakeðjur, vörudreifingu og dótturfélög og endurmeta pólitíska áhættu. Nú er einblínt á öryggi – og það kostar. Í framhaldinu mun verða undið ofan af einhverju af alþjóðavæðingu síðustu ára – og störf munu snúa til baka til Vesturlanda. Það mun leiða til verðhækkana til skamms og meðallangs tíma. Og mun fyrirsjáanlega hafa neikvæð áhrif á lífskjör Íslendinga líkt og margra annarra.

Góðir áheyrendur

Árið 1973 lýstu samtök arabískra olúframleiðenda yfir sölubanni á olú til þeirra landa sem höfðu stutt Ísrael í Yom Kippur stríðinu. Markmiðið var að nýta olúna sem pólitískt vopn. Í kjölfarið hækkaði verð á olútunnu úr 3 dölum í 12 – eða um nær 300%. Þessi skellur batt endi á 30 ára samfellt velmegunarskeið á Vesturlöndum og varð upphafið að löngu verðbólgukeiði.

Í sjálfu sér mistókst Arabaþjóðunum að nota olúna sem vopn. Í kjölfar hækkandi verðs hófu mörg önnur lönd að framleiða olú – þar með talið frændur vorir Norðmenn – og önnur að nýta aðrar uppsprettur orku. Aukin framleiðsla lækkaði verðið á nýjan leik. Olían var aðeins upphafið að verðbólgunni en ekki drifkraftur hennar þegar fram í sótti.

Verðbólgan var rekin áfram af tveimur þáttum – sem höfðu mismikla þýðingu í einstökum löndum.

Olúskellurinn kom í kjölfar þess að Bretton-Woods fastgengiskerfið leið undir lok en það hafði verið akkeri stöðugleika. Nú var það undir hverju landi komið – hvernig yrði brugðist við. Margir seðlabankar höfðu misst sjónar á því grunnmarkmiði sínu að viðhalda verðstöðugleika vegna þess að þeir voru of uppteknir við annað líkt og að skapa störf eða fjármagna ríkisútgjöld. Og jafnvel þótt þeir vildu beita sér gegn verðbólgu þá höfðu þeir ekki sjálfstæði til þess.

Í annan stað var olíuverðshækkunum svarað með launahækkunum á vinnumarkaði sem skapaði verðbólguþróun eða hringavitleysu – þar sem laun og verðlag hækkðu á vísxl.

Af þeim sökum var böndum ekki komið á verðbólgu fyrr en seðlabankar höfðu fengið sjálfstæði og skýrt markmið um verðstöðugleika. Í Evrópu varð þýski seðlabankinn leiðandi í baráttunni gegn verðbólgu – og segja má að önnur lönd hafi leitast við að flytja inn þýskan trúverðugleika með því að binda gengi gjaldmiðla sinna við þýska markið. Á Norðurlöndum var verðstöðugleiki ekki tryggður fyrr en sátt hafði skapast á vinnumarkaði með hinu svo kallaða norræna módeli.

Stöndum við aftur í sömu sporum nú?

Áhyggjuefni er hve langt stærstu seðlabankar heimsins hafa gengið í magnbundinni íhlutun á síðasta áratug. Þeir hafa raunverulega tekið að sér að fjármagna ríkisútgjöld með peningaprentun. Það mun kosta umtalsvert átak að snúa til baka af þessari hálu braut. Horfur eru á að fjármögnunarkostnaður margra ríkissjóða muni hækka verulega í kjölfarið. Að sama skapi ber nú á vinnuafllsskort á Vesturlöndum sem kann að skapa launaprýsting og ýta undir verðbólgu.

Góðir áheyrendur

Það er mjög mikilvægt að við Íslendingar drögum réttar ályktanir af okkar eigin peningasögu í kjölfar olíuskellsins árið 1973. Segja má að botninn hafi dottið úr peningastefnunni eftir hrun Bretton-Woods-kerfisins. Um langa hríð áttu Íslendingar Vestur-Evrópumet í verðbólgu. Það stafaði annars vegar af því Seðlabanki Íslands var ekki sjálfstæður og var jafnframt neyddur til þess að fjármagna ríkissjóð þar sem fjármálaráðherra skrifaði innistæðulausar ávísanir eru voru leystar út í bankanum. Þá varð hringavitleysan á vinnumarkaði óvísða verri en hér – þar sem launhækkningar og gengisfellingar skiptust á og ársverðbólga fór hátt í 100% þegar hún varð mest.

Með samningi Seðlabankans við fjármálaráðherra var yfirdrætti ríkissjóðs lokað í bankanum snemma á tíunda áratug síðustu aldar. Seðlabanki Íslands var þó einna síðastur vestrænna seðlabanka til að fá lögfest sjálfstæði en það gerðist með nýjum lögum um bankann árið 2001. Ég vil þó leggja áherslu að peningalegt sjálfstæði er

ekki nægjanlegt skilyrði til þess að halda verðstöðugleika – bankinn verður einnig að hafa stýritæki sem bíta og hafa vald á fjármálastöðugleika. Það fengum við að reyna í aðdraganda hrunsins þar sem Seðlabankinn hafði ekki umboð til athafna.

Óhappaverk var unnið árið 1998 þegar bankaeftirlitið var skilið frá Seðlabankanum rétt í þann mund sem einkavæðing ríkisbankanna tveggja var að hefjast. Þetta var ráðstöfun sem yfirstjórn Seðlabankans mótmælti harðlega á sínum tíma eins og ég vék sérstaklega að í ársfundarræðu minni fyrir ári. Ef það er eitthvert eitt atriði sem erlendir sérfræðingar hafa bent á sem helstu ástæðu hrunsins árið 2008 þá er það sú staðreynd að ábyrgð og eftirliti með fjármálakerfinu var dreift á milli ólíkra ráðuneyta og ólíkra stofnana – þannig að enginn einn aðili hafði heildaryfirsýn – enginn einn aðili bar raunverulega ábyrgð – enginn einn aðili var með nægjanlegt umboð og enginn einn aðili var með nægjanlegt afl til þess að grípa inn í rás atburða.

Nú eru fjármálaeftirlit og önnur seðlabankastarfsemi aftur saman í einni stofnun eftir 22 ára aðskilnað og sameiningin hefur gengið vel. Nú er það ein stofnun sem ber ábyrgð á fjármálastöðugleika og hefur á hendi allar nauðsynlegar upplýsingar um fjármálakerfið og þróun kerfislægrar áhættu innan þess. Framtíð peningastefnunnar liggur í fjölgun stýritækja og samhæfingu þeirra við bæði þjóðhagsvarúð og fjármálaeftirlit innan einar stofnunar. Þar eru tækifærin fyrir hið litla íslenska myntkerfi. Þá mun Seðlabankinn einnig þurfa að beita efnahagsreikningi sínum – svo sem inngrípum á gjaldeyrismarkaði – til þess að tryggja miðlun peningastefnunnar og hindra fjármálalegar aukaverkanir vegna hennar. Þar hefur okkur tekist vel til.

Ég minni einnig á að beiting stjórnækja og valdheimilda bankans er í höndum þriggja nefnda sem eru skipaðar bæði innri og ytri meðlimum. Nefndirnar hafa hver um sig skýrt skilgreind markmið og tæki til að ná þeim. Þær taka sjálfstæðar ákvarðanir sem þær verða að rökstyðja opinberlega. Með þessu móti er hvort tveggja tryggt, valddreifing og gagnsæi.

Á síðasta ári greip Seðlabankinn til þess ráðs að takmarka hámarksveðsetningu við fasteignakaup við 80%. Jafnframt var hámarksgreiðslubyrði fasteignalána takmörkuð við 35% af ráðstöfunartekjum. Við sjáum nú merki þess að þessar aðgerðir séu farnar að hafa áhrif. Seðlabankinn getur með tækjum sínum hægt á eftirspurn eftir fasteignum, komið í veg fyrir spákaupmennsku og hindrað of mikla áhættutöku af hálfu heimilanna. Aðstæður eru þó þannig að skortur er á íbúðum á höfuðborgarsvæðinu jafnframt því sem kaupmáttur ráðstöfunartekna hefur vaxið verulega. Eðli

máls samkvæmt hlýtur fasteignaverð því að hækka. Nóg land er til og með skynsamlegri nýtingu þess verður þess ekki langt að bíða að jafnvægi náist á nýjan leik.

Góðir áheyrendur

Seðlabanki Íslands var fyrstur vestrænna seðlabanka til þess að hækka vexti í maí á síðasta ári eftir miklar lækkanir í upphafi faraldursins. Nú standa stýrivextir bankans í 2,75%, eins og fyrir Covid-farsóttina, og hafa því hækkað um 2 prósentur á síðustu 12 mánuðum. Enginn vafi er á því að þessar hækkanir voru óumflýjanlegar og líklega verður nauðsynlegt að hækka vexti frekar svo hægt verði að hemja verðbólgu. Seðlabankinn ber hag heimilanna fyrir brjósti – bankinn getur ekki leyft verðbólgu að grafa aftur um sig í íslensku samfélagi. Því fyrr og þeim mun ákveðnar sem við göngum til verks – þeim mun minni kostnaður hlýst af því að viðhalda stöðugleika sem kemur öllum til góða.

Þrátt fyrir allt það umboð sem Seðlabankanum hefur verið fengið getur hann ekki tryggt stöðugleika nema aðrir vinni að sama markmiði, ekki síst vinnumarkaðurinn. Annars er hættu á að við siglum inn í gömlu hringavitleysuna með víxlhækkunum launa og verðlags til tjóns fyrir alla. Enn verra væri að hringavitleysan endurspegladist í kröfum um að stýrivaxtahækkunum verði að mæta með launahækkunum.

Staðreyndin er sú að það er á ábyrgð Seðlabankans að tryggja stöðugt verðlag – og tryggt verðgildi þess sem samið er um í kjarasamningum. Já – heildarkjarasamningar eru í raun skrifaðir á baki seðlabankastjóra því það er hlutverk bankans að tryggja að samningarnir gangi upp í þjóðhagslegu samhengi.

Það er deginum ljósara að við Íslendingar getum ekki svarað þeirri verðbólgu sem nú kemur að utan með hækkun launa þar sem sú verðbólga, sem ekki verður umflúin, stafar af farsótt og stríði – sóttvörnum og þvingunaraðgerðum – hækkun hrávöruverðs og rofi á fjölþjóðlegum framleiðslukeðjum. Við þurfum að taka henni sem hverju öðru hundsbíti. Ella hverfum við til árána eftir 1973.

Með þessu er ég ekki segja að íslenskt launafólk þurfi að færa fórnir. Nei – ég vil alls ekki að Íslendingar færi neinar fórnir heldur hafi það ávallt eins gott og mögulegt er. Ég er aðeins benda á bestu leiðina til þess að tryggja líf skjör þjóðarinnar

Þegar við þurfum nú að laga okkur að nýjum veruleika á alþjóðamörkuðum og í alþjóðasamskiptum. Og vitaskuld. Það verða allir að taka þátt í baráttunni gegn verðbólgu – líka þau sem standa utan verkalýðsfélaga. Við getum ekki horft á fyrirtækjageirann rjúfa tengslin við íslenskan veruleika hvað varðar launaþróun. Spurningunni um hve mikið Seðlabankinn kunni að þurfa að hækka vexti til þess að viðhalda stöðugleika verður aðeins svarað í komandi heildarkjarasamningum í haust.

Góðir áheyrendur

Efnahagsstaða Íslands hefur aldrei verið betri – sama til hvaða mælikvarða er litið. Þrátt fyrir allt vex kaupmáttur heimilanna enn þótt verðbólga hafi aukist. Þrátt fyrir allt hafa skuldir heimilanna ekki vaxið að marki sem hlutfall af ráðstöfunartekjum. Þrátt fyrir allt njóta húsnæðis kaupendur með nafnvaxtalán nú neikvæðra raunvaxta í fyrsta sinn í 40 ár. Faraldrinum fylgdu alvarlegar afleiðingar fyrir fjölmörg atvinnufyrirtæki en með kröftugum aðgerðum ríkisvaldsins og Seðlabankans tókst að milda þau og almennt standa fyrirtæki nú vel með þeirri undantekningu þó að mörg fyrirtæki í ferðaþjónustu eiga nokkuð í land með að ná vopnum sínum.

Það skiptir einnig miklu að jafnvægi ríkir í ytri stöðu landsins. Hrein erlend eignastaða er jákvæð – við eigum meira en við skuldum í útlöndum. Það felur í sér að erlendar vaxtahækkanir munu ekki rýra greiðslujöfnuð landsins. Gengi íslensku krónunnar er einnig nálægt jafnvægisgengi og fjármálakerfið er ekki háð erlendri fjármögnun líkt og var hér áður. Síðast en ekki síst hefur Seðlabankinn yfir að ráða 900 milljarða króna gjaldeyrisforða til þess að tryggja öryggi í greiðslujöfnuði landsins og koma í veg fyrir kollsteypur á gjaldeyrismarkaði. Við höfum alla burði til þess að geta varið Ísland fyrir brimsköflum að utan af opnu, alþjóðlegu hafi. Það skiptir einnig máli að Ísland er ekki lengur jaðarsett verðbólguland heldur erum við í góðum takti við helstu viðskiptaþjóðir okkar. Nú er að hefjast alþjóðleg barátta gegn verðbólgu þegar stærstu seðlabankar heimsins herða peningalegt aðhald. Og það mun koma okkur til góða í viðleitni okkar að viðhalda stöðugleika.



Mig langar til þess að enda á frægri tilvitnun í skopteiknarann Walt Kelly frá fyrsta Jarðardeginum svo kallaða 22. apríl 1970. Þar segir: „Ég hef hitt óvininn og hann er við sjálf.“ Þessi orð eru þörf áminning um ábyrgð okkar allra gagnvart lífríki jarðarinnar. Til þess að bregðast við þeirri miklu vá sem stafar af hlýnun jarðar hefur Seðlabankinn stigið mikilvæg skref sem meðal annars er lýst í nýjum kafla um sjálfbærni í ársskýrslunni. En þetta hefur jafnframt víðari skírskotun. Við Íslendingar höfum kappkostað að byggja upp fjármálavarnir gagnvart ytri áföllum. Þær auðvelduðu okkur sannarlega að bregðast með árangursríkum hætti við faraldrinum og munu einnig duga gegn efnahagsáhrifum stríðs í Evrópu. En enginn getur bjargað okkur frá okkur sjálfum – okkar eigin mistökum – nema við sjálf. Verstu vandamál þjóðarinnar á sviði peningastefnu og efnahagslegs og fjármálalegs stöðugleika – eða öllu heldur óstöðugleika – hafa verið sjálfskaparvíti. Því er afar mikilvægt að við lærum af mistökum fortíðar og endurtökum þau ekki. Því ekkert annað en okkar eigin mistök getur komið í veg fyrir áframhaldi velsældarskeið á Íslandi.