



7. apríl 2021

Ræða Ásgeirs Jónssonar seðlabankastjóra á 60. ársfundi Seðlabanka Íslands 7. apríl 2021.

Forsætisráðherra, formaður bankaráðs og aðrir sem til mín heyra.

Árið 2021 er mikið afmælisár fyrir Seðlabanka Íslands. Þetta eru afmæli – mæld af þremur ártölum – 1961, 1981 og 2001 – sem hvert markar tímamót í sögu bankans.

Þar ber fyrst að telja að Seðlabankinn varð að sjálfstæðri stofnun á þessum degi – 7. apríl – árið 1961. Við fögnum því 60 ára afmæli í dag. Fram að því hafði seðlabankastarfsemin verið í höndum tveggja viðskiptabanka; fyrst Íslandsbanka og síðan Landsbanka Íslands. Stofnun Seðlabankans var hluti af víðtækum efnahagsumbótum við upphaf Viðreisnarstjórnarinnar – umbótum er losuðu landið úr viðjum hafta, vöruskömmunar og margfaldrar gengisskráningar.

En 60 ár er ekki hár aldur – ef við hugsum til þess að fullveldi landsins verður 103 ára á þessu ári. Fullveldið 1918 fól í sér að íslenskan krónan varð sjálfstæð mynt. Íslendingar höfðu því verið fullvalda í 43 ár án þess hafa sérstakan seðlabanka til þess að standa að baki sjálfstæðri peningastjórn. Engan þarf því að undra að fremur illa hafi til tekist við stjórn efnahagsmála á þessum tíma. Stofnun Seðlabankans var stórt framfaraskref fyrir þjóðina fyrir 60 árum – þá loks var unnt að takast skipulega á við innlenda hagstjórn.

Í annan stað er nú 40 ára afmæli gjaldmiðilsbreytingar í landinu – þegar tvö núll voru tekin aftan af krónunni og ný gangmynt gefin út í ársbyrjun 1981. Sá sem hér talar var 10 ára þegar breytingin átti sér stað – og man enn ákaflega vel hve gaman var að fá nýja peninga í hendurnar – aura og hvaðeina. Frá gjaldmiðilsskiptum hafa allir útgefnir seðlar verið hannaðar af Kristínu Þorkelsdóttur – sem við fáum að heyra meira um hér á eftir. Seðlarnir hennar Kristínar hefðu einir og sér getað verið nægjanleg ástæða fyrir gjaldmiðilsbreytingunni. En hin raunverulega ástæða var samt mikil og þrálát verðbólga – sérstaklega á áttunda áratugnum. Verðbólgan átti sér ýmsar orsakir – en örlagaríkast var þó að Seðlabanki Íslands hafði ekki sjálfstætt umboð til þess að beita sér gegn henni með stýritækjum sínum. Og það færir okkur að þriðja afmælinu.

Á þessum ársfundi getum við nú fagnað 20 ára afmæli verðból gumarkmiðs sem er jafnframt 20 ára afmæli sjálfstæðis Seðlabankans sem var fest í lög vorið 2001. Sá sem hér talar var þrítugur á þessum tíma – og man einnig vel eftir ársfundi bankans 27. mars 2001 og þeirri spennu sem lá í loftinu þegar þetta var tilkynnt. Þá voru ögrandi tímar – Seðlabankinn hafði þá í nokkurn tíma verið fastgengi krónunnar

innan skilgreindra vikmarka en við vaxandi viðskiptahalla sem náði 10% af landsframleiðslu. En gjaldeyrisforðinn var ónógur til þess að stefnan yrði varin öllu lengur. Það er því kannski ekki að undra að krónan lækkaði í kjölfarið og að verðból gumarkmiðið hafi byrjað með verðból guskoti.

Byrjunin var því erfið og bar nokkuð merki þess að vera flótti frá fastgengisstefnu fremur en upphafið á nýrri peningastefnu. En á 20 árum hafa hlutirnir sannarlega þróast í rétta átt. Gríðarlegar framfarir hafa átt sér stað í starfi bankans, í greiningu, spágerð og gagnsæi. Síðan var það mikilvægur áfangi þegar vaxtaákvörðanir voru færðar til sérstakrar nefndar – peningastefnunefndar – árið 2009. Peningastefnan hefur með árunum öðlast trúverðugleika sem hefur m.a. skilað því að Seðlabankinn hefur getað stutt myndarlega við efnahagslífið í gegnum farsóttartímann með miklum vaxtalækkunum – og annarri slökun í peningamálum án þess að verðból guvæntingar röskuðust svo neinu næmi.

Góðir áheyrendur

Hvað þýðingu hafa afmæli? Margur er bara ánægður með að hafa náð að lifa svo lengi sem afmælið gefur til kynna – en fyrir aðra er afmæli aðeins áminning um hve fáu þeir hafa komið í verk og hve stutt þeir eiga eftir ólifað. Það var alla vega eilítið þannig sem mér leið – þegar ég varð fimmtugur í fyrra. Láí mér það hver sem vill.

Stofnanir líkt og seðlabankar eru hins vegar ekki dauðlegar persónur með takmarkaðan líftíma. Fyrir þær eru afmæli vörður á leið sem hefur engan augljósan endi. Leið sem verður að liggja áfram til framfara – fortíðin hefur aðeins þýðingu að svo miklu leyti sem hún getur gefið leiðarvísi inn í framtíðina.

Verðból gumarkmið sem við búum nú við snýst um svo miklu meira en að halda verðból gu í skefjum. Kjarni þessarar stefnu snýst um að setja réttar leikreglur á milli lýðræðislega kjörinna fulltrúa annars vegar og sérfræðinga eða embættismanna hins vegar. Og hún miðar við þá einföldu verkaskiptingu að almannavaldið sem falið er kjörnum fulltrúum setji markmið peningastefnunnar en að seðlabankinn hafi síðan sjálfstæði til þess að framkvæma hana í samræmi við sett markmið. Í þessu samhengi er hægt að líta á Seðlabankann sem verktaka – fyrir fólkið í landinu.

Leikreglur verðból gumarkmiðs hafa gefist vel hjá löndum sem búa við lýðræði – enda gerir þessi stefna skýra kröfu um gagnsæi og opinbera ábyrgð í samræmi við leikreglur opins samfélags. Já – seðlabankar á verðból gumarkmiði starfa fyrir opnum tjöldum og verða að geta tekið þátt í opinberri umræðu með einörðum hætti. Að dagsverki loknu er hver og einn dæmdur af verkum sínum.

Góðir áheyrendur

Enginn vafi er á því að verðból gumarkmið er framtíðarfyrirkomulag peningamála á Íslandi líkt og í öðrum löndum sem njóta sjálfstæðis í peningamálum – þó markmið kunni að breytast eitthvað sem og tækin sem beitt er til þess að ná þeim. Sú var tíðin að álitnið var að seðlabankar gætu náð markmiði sínu með einu stýritæki –

sjö daga vöxtum. Jafnframt að seðlabankar ættu aðeins að hugsa um miðlun peningastefnunnar um raunhagkerfið en láta fjármálakerfið sjálfrátt að öðru leyti. Viðfangsefnið var verðbólga í þröngum skilningi en ekki eignabólur. Þessi stefna beið skipbrot – hér sem annars staðar. Í kjölfarið hefur peningastefnan verið endurbætt og styrkt og er nú stundum kölluð verðbólguþröngmið plús.

Í maí 2015 birti Helene Rey, prófessor við London Business School, áhrifamikla grein er bar titillinn *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*. Þar færði hún rök fyrir því að sjálfstæð peningastefna væri í raun ekki lengur í boði fyrir smærri myntsvæði vegna alþjóðavæðingar fjármagnsviðskipta – nema hægt væri að stýra fjármagnsjöfnuði, með beinum eða óbeinum hætti, sama hvaða gengisfyrirkomulag væri við lýði.

Við þekkjum atburðarásina: Um leið og lítill seðlabanki beitir stjórnstækjum sínum til þess að kæla hagkerfið – svo sem með því að hækka vexti – myndi það laða að flóðbylgju fjármagns að utan sem kæmi efnahagslífinu í uppnám. Og já – í þessu samhengi teljast nánast allir seðlabankar heimsins litlir fyrir utan þann bandaríska og evrópska.

Mikilvægt er að hafa í huga að vandamálið skapast ekki aðeins vegna óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði – heldur getur mikið innflæði fjármagns yfirfyllt fjármálakerfið og skapað útlána- og eignabólu líkt og gerðist hérlendis á árunum 1998-2000 og aftur á árunum 2004-2008. Og á einhverjum tímapunkti vill fjármagnið aftur til síns heima, stundum fyrirvaralaust – og kollsteypa á sér stað. Gjaldreyriskreppur og bankakreppur fara yfirleitt saman í litlum opnum hagkerfum með eigin mynt og eru kallaðar tvíburakreppur.

Helene Rey lagði til fjórar mögulegar aðgerðir til þess að skapa rými fyrir peningastjórnun:

1. Hnitmiðuð fjármagnshöft – til þess að skapa rými fyrir sjálfstæða peningastjórn án erlendra trufunar.
2. Alþjóðlega samhæfingu peningamálastefnu – einkum þó bandaríska seðlabankans og annarra stórra seðlabanka.
3. Styrkingu á miðlun peningastefnunnar með beitingu þjóðhagsvarúðartækja – til þess að hafa hemil á útlánavexti og skuldsetningu.
4. Setningu varnarmarkna fyrir fjármálakerfið með ströngu fjármálaeftirliti og varúðarmörkum – til þess að hindra að erlent fjármagn yrði nýtt til fjármálaflimleika.

Sá sem hér talar telur að fyrstu tveir kostirnir séu annað hvort óheppilegir eða ómögulegir fyrir Ísland. Fjármagnshöft fela í sér mikinn velferðarkostnað – og þá sérstaklega hjá smærri löndum sem eru háð utanríkisviðskiptum – hvort sem er með vörur, þjónustu eða fjármagn. Höft skapa einnig fákeppni á fjármagnsmarkaði, leiða til hnökrótttrar verðmyndunar og valda hærra vaxtastigi til lengri tíma. Beiting hafta

hlýtur að teljast síðasta úrræðið – vera hagstjórn til þrautavara þegar fjármála-
stöðugleika er ógnað. Og eftir að hafa fylgst með viðbrögðum einstakra ríkja við
Covid-19 faraldrinum hef ég litla trú á alþjóðlegri samhæfingu í peningamálum.

Beiting þjóðhagsvarúðar og framfylgd fjármálaeftirlits í kerfislægu samhengi snýst
því í grunninn um að minnka hvatana fyrir skammtíma fjármagn að flæða inn hag-
kerfið og síðan varna því að það fjármagn sem streymir komi fjármagnskerfinu í
uppnám. Þannig getum við skapað betri grundvöll fyrir sjálfstæða peningastefnu í
litlum opnum hagkerfum. Við þurfum varnargarða en ekki höft.

Sá sem hér talar álitur að vísu að stór gjaldeyrisforði og markviss beiting á efna-
hagsreikningi seðlabanka geti gefið litlum hagkerfum ákveðið svigrúm til að setja
sína eigin peningastefnu með því að veða á móti hreyfingum í fjármagnsjöfnuði –
líkt og raunin hefur verið hérlandis. Á síðasta ári seldi Seðlabankinn gjaldeyri fyrir
144,4 milljarða króna til þess að varna því að vaxtalækkunir leiddu til of mikillar
og tilefnislausrar lækkunar á gengi krónunnar. Jafnframt er hægt að sjá fyrir sér í
fram tíðinni að Seðlabankinn taki til sín ofgnótt af fjármagni sem gæti komið inn í
landið – gerist þess þörf. Til framtíðar mun Seðlabankinn þurfa að beita efnahags-
reikningi sínum til þess að tryggja viðunandi miðlun peningastefnunnar og hindra
fjármálalegar aukaverkanir vegna hennar.

Samt sem áður – til lengri tíma liggur framtíð peningastefnunnar í fjölgun stýritækja
– samhæfingu við bæði þjóðhagsvarúð og fjármálaeftirlit. Þar eru tækifærin fyrir
hið litla íslenska myntkerfi.

Góðir áheyrendur

Eitt afmæli enn er þeim er hér talar mjög hugleikið – það er eins árs afmæli sam-
einingar Seðlabankans og Fjármálaeftirlitsins. Sameinuð á ný – gætum við sagt.
Fjármálaeftirlitið var hluti Seðlabankans og kallaðist þá bankaeftirlitið. En árið
1998 var bankaeftirlitið skilið frá rétt í þann mund sem einkavæðing ríkisbankanna
tveggja var að hefjast. Þetta var ráðstöfun sem yfirstjórn Seðlabankans mótmælti
harðlega og langar mig til þess að vitna í bréf sem bankastjórn Seðlabankans sendi
þáverandi viðskiptaráðherra af þessu tilefni snemma árs 1998.

„Bankastjórn Seðlabanka Íslands telur yfirgnæfandi rök mæla með því að Seðla-
bankinn hafi áfram með höndum eftirlit með starfsemi innlánsstofnana, annarra
lánastofnana og stofnana á verðbréfamarkaði. Sérstaka áherslu leggur bankastjórn
á að eftirlitsstarfið er eðlilegur hluti af starfsemi Seðlabankans. Eftirlitshlutverkið
hefur jafn mikinn hag af sambylí við Seðlabankann og ýmis önnur starfsemi Seðla-
bankans af sambylí við eftirlitið.“

Ef það er eitthvert eitt atriði sem erlendir sérfræðingar hafa bent á sem helstu ástæðu
fjármálakreppunnar 2008 þá er það sú staðreynd að ábyrgð og eftirliti með fjár-
málakerfinu var dreift á milli ólíkra ráðuneyta og ólíkra stofnana – þannig að enginn
einn aðili var með heildaryfirsýn – enginn einn aðili bar raunverulega ábyrgð –
enginn einn aðili var með nægjanlegt umboð og enginn einn aðili var með nægjan-
legt afl til þess að grípa inn í rás atburða. Raunar gerðist það einnig í öðrum löndum

að þar sem eftirlit hafði áður verið skilið frá seðlabönkum var það fært til baka eftir fjármálakreppuna 2008. Af sömu orsökum var viðskiptaráðneytið sameinað fjármálaráðuneytinu – til þess að auka slagþunga stjórnsýslunnar í fjármála- og efnahagsmálum.

Nú eru fjármálaeftirlit og önnur seðlabankastarfsemi aftur saman í einni stofnun eftir 22 ára aðskilnað. Það er raunar mjög vel við hæfi nú þegar einkavæðing banka stendur aftur fyrir dyrum. Nú er það ein stofnun sem ber ábyrgð á fjármálastöðugleika og hefur í hendi sér upplýsingar um fjármálakerfið og þróun kerfislægrar áhættu innan þess. Hinn endursameinaði Seðlabanki hefur miklu skýrari valdheimildir til þess að grípa inn í rás atburða. Bankinn hefur nú þann slagkraft að geta haft áhrif á hegðun fjármálastofnana og markaðsaðila til hins betra. Því miður eigum við ekki enn nægjanlega góða þýðingu á enska orðinu „prudence“ sem sam-einar allt það sem við viljum ná fram í hegðun eftirlitsskyldra aðila á fjármála-markaði. Kannski má kalla það fyrirhyggju og ráðdeild - kannski þurfum við nafnasamkeppni til þess að ná þessum mikilvægu skilaboðum fram í einu orði?

Ég vil ítreka það sem forverar mínir sögðu í tilvitnuðu bréfi til viðskiptaráðherra: Eftirlitsstarfið er eðlilegur hluti af starfsemi Seðlabankans. Eftirlitshlutverkið hefur jafn mikinn hag af sambylí við Seðlabankann og ýmis önnur starfsemi Seðlabankans af sambylí við eftirlitið.

Þetta höfum við séð í verki. Hið rúma ár sem liðið hefur frá sameiningu hefur verið annasamt – en samt fært okkur sanninn um ábata sameiningarinnar – hafi einhver efast í upphafi. Sem dæmi kom ábatinn af samþættingu gagna bersýnilega í ljós í farsóttinni með aukinni yfirsýn, bættri greiningu og samræmdum viðbrögðum.

Það hefur verið einbeitt markmið þess sem hér talar að ná fljótt fram fullri samþættingu fjármálaeftirlits og annarra verkefna Seðlabankans – til þess að styrkja eftirlitið – styrkja peningastefnuna og styrkja fjármálastöðugleika í landinu.

Okkur hefur miðað mjög vel hingað til og við hlökkum til að halda áfram á sameiginlegri vegferð.

Góðir áheyrendur

Eins og áður sagði – hafa Íslendingar notið fullveldis og sjálfstæðis í efnahagsmálum í rúmlega eina öld – þótt Seðlabankinn sé aðeins 60 ára. Á þessum tíma höfum við prófað nær allar tegundir af peningastefnu – myntbandalag, fastgengi, skriðgengi, fljótandi gengi og síðan verðbólgu-markmið. Hvert þessara stefnuviðmiða í peningamálum hefur sína kosti og galla. Það sem skiptir þó mestu er að hvert þeirra gerir kröfu um ákveðna stofnanauppbyggingu og svo síðan um að stjórnvöld og aðrir fylgi ákveðnum og viðeigandi leikreglum. Hafi gengið illa hjá okkur að reka sjálfstæða peningastefnu er ástæðan miklu frekar sú að við höfum ekki fylgt leikreglum eða haft réttan stofnanastrúktúr en að stefnan hafi verið röng.

Já – ef okkur finnst saga peningamála á Íslandi vera þyrnum stráð er meginástæðan sú að Íslendingar voru fyrst með Seðlabanka sem var eiginlega ekki til fyrr en árið

1961 og síðan með Seðlabanka sem hafði ekki sjálfstæði til þess að beita hagstjórnartækjum sínum fyrr en árið 2001. Og loks með Seðlabanka er hafði verið sviptur umboði og íhlutunarrétti í gang fjármálakerfisins í ríflega tvo áratugi þar til árið 2020.

Seðlabankinn er þó ekki einn í heiminum. Góð hagstjórn hefur þrjá arma – þeir eru auk bankans ríkissjóður og aðilar vinnumarkaðarins sem þurfa að vinna saman til þess að halda hagkerfinu í jafnvægi. Þessir þrír armar verða að vera samluktir til þess að tryggja verðstöðugleika, stöðugan kaupmátt og lága vexti til langframa. Það getum við gert líkt og aðrar þjóðir. Og munum gera. Seðlabankinn mun leggja sitt af mörkum.

Sextíu ára starfsemi Seðlabanka Íslands ætti að hafa gefið okkur öllum góðan leiðarvísi inn í framtíðina. Við sem nú störfum fyrir hinn endursameinaða banka erum full óþreyju og tilhlökkunar að takast á við þau verkefni sem bíða. Við munum að lokum fá að sjá myndband um hönnun íslensku seðlaraðarinnar í tilefni 40 ára afmælis gjaldmiðilsbreytingar í landinu.