

Forsætisráðuneytið
Stjórnarráðshúsinu við Lækjartorg
101 Reykjavík

Kalmanstungu, 19. mars 2019

Umsögn um frumvarp til laga um Seðlabanka Íslands frá forsætisráðherra, merkt í vinnslu dagsett 5. mars 2019 fyrir 149. löggjafarþing 2018-2019 ónúmerað þingskjal án málnúmers.

Vegna hins stutta fyrirvara á Samráðsgátt stjórnvalda er umsögn þessi ekki tæmandi og takmarkast aðeins við eitt mikilvægt atriði. Umsögnin byggir á sérþekkingu undirritaðs á fjármálamörkuðum, doktorsritgerð um peninga og banka auk rannsókna undanfarin ár á starfsemi seðlabanka.

Umsögn þessi miðar aðallega að því að bæta við einu nýju markmiði í 2. gr. frumvarps laganna. Fagna ber því að fjármálastöðugleiki og traust og örugg fjármálastarfsemi eru tilgreind sem markmið jafngild verðstöðugleika. Þessi markmið auk sameiningar stofnananna tryggja að vissu marki að ekki verði sömu vandræði og síðast í næstu krísu. En gæta þarf að því að líklegt er að næsta krísa verði öðruvísi en sú síðasta og því ber að huga að hættum framtíðar í nýrri lagasetningu.

Athugasemd þessi er að mestu byggð á rannsóknum og skrifum sagnfræðiprófessorsins Adam Tooze en nýjasta bók hans, frá árinu 2018, kallast: *Crashed - How a Decade of Financial Crises Changed the World* en of langt mál yrði að fara yfir öll þau atriði sem þar koma fram varðandi gjörbreytta starfsemi seðlabanka heimsins á síðastliðnum áratug. Því er eftirfarandi umsögn um mikilvægi þess að bæta við atvinnustigsmarkmiði í 2. gr. laganna, byggð á nýlegri grein hans á vefritinu *Social Europe*, dagsett 18. mars 2019 sem ber heitið *Til hvers eru seðlabankar?* (e. *What are central banks for?* sjá nánar: <https://www.socialeurope.eu/what-are-central-banks-for>).

Til hægðarauka fylgir hér samantekt undirritaðs á mikilvægustu atriðum greinar Adam Tooze í lauslegri skáletraðri þýðingu undirritaðs. Valin eru þau atriði greinarinnar sem varða nýja löggjöf um Seðlabanka Íslands hvað mest og styðja nauðsynlegt viðbótarmarkmið í 2. gr. lagafrumvarpsins.

Árið 2013 í janúar gaf bandaríski seðlabankinn út ótrúlega yfirlýsingu, þar sem hann tilkynnti um aukna peningalega örvun sína með markaðsíhlutun og því að vöxtum yrði haldið láguma allt þar til atvinnuleysi Bandaríkjanna yrði orðið lægra en 6,5%. Þessi mikilvægasti seðlabanki heimsins lýsti því þar með yfir að peningastefna hans, sem hefur áhrif á tugþúsunda milljarða dala fjármagns-markaði í heiminum öllum, myndi verða skilyrt af vinnumarkaðsaðstæðum Bandaríkjanna.

Seðlabankinn bandaríski stóð við stóru orðin, og þáverandi seðlabankastjóri Janet Yellen hækkaði ekki vexti fyrr en í desember 2015 en þá hafði atvinnuleysið lækkað í 5%, en í dag er það 4%.

Samanburðurinn við Evrusvæði Evrópusambandsins er mjög harðneskjulegur. Í einni frægustu ræðu seðlabankastjóra heimssögunnar í júlí 2012 sagði Mario Draghi að hann myndi gera allt það sem þyrfti (e. 'would do whatever it takes') til þess að bjarga Evrunni. En þetta þýddi það að stöðugleiki markaða fyrir ríkiskuldir Evrusvæðins náðist en það var gert með því að bjarga ekki hinum atvinnulausu. Á mánuðunum þar á eftir lét evrópski seðlabankinn efnahagsreikning sinn minnka í stað þess að örva hagkerfið. Seðlabankinn gerði ekkert til mótvægis við afdrifaríkt aðhald ríkisfjármála evrusvæðins þar sem fjárlög voru bundin fast í þetta spennitreyju. Í árslok 2013 hafði atvinnuleysi evrusvæðins náð nýju hámarki við 12% sem var tvöfalt meira en markmið bandaríska seðlabankans. Samt var ekki gripið til aðgerða.

Það var ekki fyrr en Evrópa stóð frammi fyrir alvarlegri og skyndilegri ógn verðhjöðmunar að evrópski seðlabankinn fór að lokum að beita slökun peningastefnunnar og magnbundinni ihlutun. Síðan 2013 hefur atvinnuleysið minnkað, en sumarið 2018 stóð það þó enn í 8%. Evrópski seðlabankinn lýsti þá yfir að kaupum á skuldabréfum yrði hætt og lýsti jafnframt yfir að byrjað yrði að hækka stýrivexti. Réttlætingin var sú að verðbólga væri að taka við sér. Þetta reyndist alrangt og snemma árs 2019 stóð Evrusvæðið aftur frammi fyrir hættu á efnahagslegum samdrætti.

Hinn einstrengingslega áhersla á verðstöðugleika skýrir það hvers vegna evrópski seðlabankinn lætur sig engu varða um atvinnuleysið, þar sem það er ekki hluti af markmiði hans. Hins vegar gat Ben Bernanke, sem sat á stóli seðlabankastjóra Bandaríkjanna á undan Janet Yellen, beitt Humphrey Hawkins lögnum um fulla atvinnu frá 1978. Þau gefa bandaríska seðlabankanum tvöfalt umboð til þess að ná hámarks atvinnu auk verðstöðugleika. En eins og alþekkt er þá er hið eina markmið evrópska seðlabankans arfleifð frá þýska seðlabanknum, sem náð hefur mikilli útbreiðslu víða um heim, en það var Seðlabanki Nýja-Sjálands sem setti það fyrstur árið 1990.

Það var mikill og sterkur samhljómur um mikilvægi einhliða markmiðs á verðstöðugleika, þar sem gengið var út frá því í kenningum og líkönum að atvinnuleysi ákvarðaðist til lengri tíma lítið af framboðshliðarþáttum eins og vinnumarkaðslöggjöf, færni og þjálfun vinnuafis og því myndi beiting peningastefnu til að hafa áhrif á atvinnumarkmið skapa óreiðu. Þá myndi það einnig gera seðlabönkum erfiðar um vik að ná fram trúverðugleika peningastefnunnar með markmiði verðstöðugleikans. Þetta fæli í sér að markaðirnir myndu krefjast hærri vaxta sem væri verra fyrir hagvöxt og atvinnustig. Því var álitnið að til langs tíma væri besta atvinnustefnan fólgin í því að einblína stöðugt á verðstöðugleika einvörðungu.

Þó þetta líti út fyrir að vera sannfærandi rök, þá eru ekki til staðar neinar góðar vísibendingar eða sannanir fyrir raunverulegri virkni í þá veru undanfarna áratugi. Þrátt fyrir hið tvöfalda markmið sitt þá er árangur bandaríska seðlabankans varðandi verðbólgu óumdeilanlega betri en annarra. Auk þess sem reynslan sýnir að seðlabankar með einhliða verðbólgu markmið eru sjaldnast eins einhliða og af er látið. Seðlabankar fylgjast vandlega með vinnumörkuðum, ekki hvað síst vegna þess að launahækkunar hafa árhif á verðstöðugleika. Eins og áður nefnt dæmi af evrópska seðlabankanum sýnir þá gerir einhliða verðbólgu markmið það erfiðara að halda úti stefnu sem bregst við og leiðir til jafnvægis.

Þetta er ekki einungis slæmt fyrir skýrleika og heiðarleika upplýsingagjafar seðlabankans. Í hinum nýja heimi eftir fjármálahrunið þar sem kraftar verðbólgunnar eru ekki lengur eins sterkir og þeir voru fyrir nokkrum áratugum þá getur slíkt jafnvel aukið á áhættu. Í ljósi mikillar verðbólgu á áttunda áratugnum þá fól tvöfalt markmið í sér freistnivanda varðandi verðstöðugleika. Í dag er áhættan öfug. Án nægjanlegrar áherslu á slaknandi vinnumarkað þá er hættu á að seðlabanki bregðist ekki tímanlega við með auknum hvötum fyrir hagkerfið sem getur aukið hættuna á verðhjöðnun og samdrætti. Í þessu ljósi er skiljanlegt að á síðasta ári ákvað Nýja-Sjáland að bæta inn markmiði um atvinnustig við hlutverk Seðlabankans¹.

Í ljósi ofangreindra röksemda og sögulegrar yfirferðar Adam Tooze er mikilvægt að huga vandlega að því að bæta við markmiði um atvinnustig í 2. gr. frumvarps til laga um Seðlabanka Íslands.

Það ber að fagna því að þar eru nú þegar inni markmið um fjármálastöðugleika og trausta og örugga fjármálastarfsemi, auk verðstöðugleika, sem skiljanlega er mikilvægt í ljósi biturrar reynslu okkar.

Hins vegar er margt sem bendir nú til að næsta efnahagsáfall sem landið geti lent í og Seðlabankinn gæti þurft að takast á við verði mun afdrifaríkara varðandi atvinnustigið. Þá er mikilvægt að ný lög auki ekki á vandann heldur leggi frekar auknar skyldur á Seðlabankann, ekki aðeins í ljósi nýlegrar reynslu okkar heldur verði þar einnig horft til reynslu nágretta okkar beggja vegna Atlantshafsins og í Eyjaálfu Kyrrahafsins.

Virðingarfyllt,

dr. Ásgeir Brynjar Torfason,
lektor í fjármálum og reikningsskilum
viðskiptafræðideild Háskóla Íslands
póstur: abt@hi.is sími: 5255855

¹ <http://www.rbnz.govt.nz/-/media/ReserveBank/Files/Publications/Speeches/2018/Speech-Inflation-Targeting-in-New-Zealand.pdf>