

# Af peningum og myntum – magni þeirra og gagni



Ásgeir Brynjar  
Torfason  
doktor í fjármálum

Margir vilja ræða nú um stundir áhyggjur af auknu magni peninga. Við því áhyggjuefni er reyndar til ágætis úrlausn sem heitir skattahækkanir, en það eru færri sem hafa áhuga á þeirri umræðu. Þó eru skattahækkanir ekki bara góð leið til að draga úr peningamagni í umferð heldur er ekki síður mikilvægt að muna að þær eru mikilvægt tæki til að jafna út mikinn hallarekstur á ríkissjóðum. Um það verður að fjalla síðar í annarri grein.

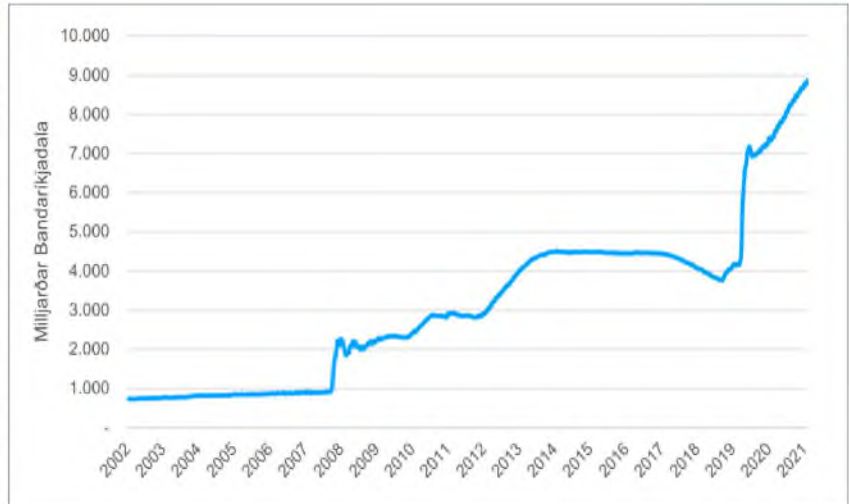
Hin mikla aukning peninga um heim allan birtist skýrt á vexti efnahagsreikninga seðlabankanna.<sup>1</sup> Það hvort og þá hvernig draga á úr því magni er önnur og lengri saga. Alls ekki er víst að draga þurfi úr stærð efnahagsreikninganna. Sú aukning sem hefur verið á síðustu tveimur árum, vegna beinnar peningaprentunar til að fjármagna ríkissjóði, hefur ekki haft í för með sér auknar verðbólguvæntingar samkvæmt nýlegri skýrslu frá IMF, nema þegar að fyrir aðgerðirnar er þegar há verðbólga, halli á opinberum rekstri og veikt sjálfstæði stofnana peningamála og fjármála.<sup>2</sup>

## Vöxtur eigna og skulda

Mikil aukning peninga undanfarin fimm títán ár birtist meðal annars í því að efnahagsreikningur bandaríska seðlabankans er núna næstum nífaldur á við það sem hann var 2007 en hann tvöfaldaðist við fjármálahrunið 2008. Nú hafa sjö aðrar jafn miklar hækkanir orðið á skulda- og eignahlíð efnahagsreikningsins. Þessi vöxtur hefur ekki birst í verðbólgu með mælingu neysluverðs-vísitölunnar fyrir en undir lok síðasta árs. Áhugaverðar rannsóknir hafa samhliða verið að birtast á ótryggu sambengi peningamagns og verðbólgu.<sup>3</sup>

En eignaverðbólgan hefur verið margfalt meiri allt frá lokum fjármálahrunsins 2009. Meðal annars hefur verðið á rafmyntum eins og Bitcoin et al margfaldast, jafnvel mörgum sinnum á ári. Á síðustu dögum hefur það hins vegar hrunið. Það verðfall varð þrátt fyrir miklar auglýsingar í Ríkisútvarpinu samhliða jólakveðjunum í síðasta mánuði um

Mynd 1 Heildareignir bandaríska seðlabankans



Heimild: FRED.

hvernig kaupa mætti þessa svokölluðu mynt. Rétt er að ítreka að rafmynt er alls enginn gjaldmiðill heldur ættru þær miklu frekar að kallast áhættusöm fjárfesting í óefnislegum fjármálagjörningi sem engin eign stendur á bak við.

## Dulkóðun á bálkakeðjum og gagnsemi raforku

Það hefur verið kynnt sem trygging gegn verðbólgu að magn rafmyntarinnar sé takmarkað við ákveðinn fjölda mynta. Þessi takmörkun kallar á sífellt meiri sýndargróft í gagnaverum með miklum raforkukostnaði. Óvíst er hvort þessi hugmynd byggist á því að líkja eftir gulli og námagreftri.

Nýlega hefur kínverska alþýðulýðveldið bannað Bitcoin á meðan að eina landið sem hefur leyft þá rafmynt sem löglegan gjaldmiðil er El Salvador, sem nýlega fékk stuðning IMF vegna ósjálfbærra skulda.<sup>4</sup> Þá bárust þær fréttir í vikunni að rússnesk yfirvöld hefðu bannað sýndargróft eftir rafmyntinni<sup>5</sup>, enda hægt að nota rafmagnið sem fer í þá gagnslausu gagnaversvinnslu í miklu gagnlegri raunverulega framleiðslu, eða framleiðslu hergagna. Þá tiltók rússneski seðlabankinn að starfsemi sem rafmyntagrófturinn byggði á væri oft tengdur óæskilegri starfsemi þar í landi.

Leiða má vissar líkur að því að eftirspurn

eftir frekari sýndargreftri rafmynta aukist samfara þessum hertu aðgerðum í Kína og Rússlandi. Sem gæti þá í versta fallið kallað á frekari skerðingu raforkusölu til loðnubræðslu og álbræðslu hérlendis þar sem gagnaverin gætu látið sína viðskiptavini greiða herra álag en fiskvinnslan. Óvissara er hve mikið málmvinnsla getur greitt fyrir hina ótryggari raforku en þar spila hernaðarumsvif töluvert hlutverk í heimsmarkaðsverði vegna eftirspurnar eftir áli og öðrum málmum fyrir þau gagnslitlu en raunverulegu umsvif. En frekara verðfall á sýndarmyntinni sem fæst með hinum gagnslausa greftri í gagnaverunum gæti dregið úr þeirri skerðingu og aukin úrkoma gæti jafnvel aukið framboðið á raforku til bræðslunnar.

## Afkóðun banka, peninga og greiðslumiðlunar

Þrátt fyrir hinn raunverulega vanda sem hinar svokölluðu rafmyntir valda með verðsveiflum sínum og raforkunorkun, þá er tæknin að baki þeim alls ekki gagnslaus. Margt bendir til að sú tækni geti orðið mesta tækniframþróun í bankastarfsemi síðan að hraðbankinn kom fram á sjónarsviðið sem nokkurskonar vélmenni til afhendingar hefðbundinna seðla. Því hafa sprottandi upp á síðkastið það sem kallað hefur

1 Vísending, 9. tbl. 39. árg. 5. mars 2021.

2 <https://www.imf.org/leni/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2022/01/11/Monetary-Finance-Do-Not-Touch-or-Handle-with-Care-464862>

3 <https://www.elibrai.y.imf.org/view/journals/001/2021/006/001.2021.issue-006-en.xml?Tabs=contentSummary-102775>

4 <https://www.imf.org/leni/News/Articles/2022/01/25/pr2213-el-salvador-in-f-executive-board-concludes-2021-article-iv-consultation>

5 Financial Times 21. janúar 2022: <https://on.ft.com/33VbFuP>

verid stöðugleikamyntir (e. stablecoins) þó að þær geti reyndar falid í sér töluverða óróapúlva á sviði fjármálastöðugleika. Það sem greinir þessar rafrænu sýndarmyntir er að á bak við þær skal liggja raunverulegur gjaldmiðill á öðrum rafrænum reikningi.

Þegar stór samfélagsmiðlafyrirtæki tilkynntu um áform sín um þess háttar myntir fyrir nokkrum árum, þá tók seðlabankasamfélagið í heiminum stóran kipp fram á við varðandi skilning á þessari nýju tækni. Fram að því hafði einungis elsti seðlabanki heims, Ríkisbanki í Svíþjóð, hafði tilraunaverkefni sitt um sænska rafrónu (e-krona)<sup>6</sup>.

Síðan þá hafa margir seðlabankar bæst í hópinn við þess háttar undirbúning, Englandsbanki ræddi um seðlabankarafeyri á opnum fundi með þingnefnd síðasta haust og Evrópski seðlabankinn hefur tekið hröð skref í átt að stafrænni evru meðal annars með samtali við þingið.<sup>7</sup> Sá kínverski hefur nú þegar gefið út e-yuan. En eigandi kínversks risafyrirtækis sem á bæði verslunarkerðjur, samfélagsmiðla og undirbjó rafræna greiðslumiðlunarþjónustu hvarf skyndilega.

Skýrsla bandaríska seðlabankans, sem beðið hafði verið lengi, um hugmyndir að seðlabankarafeyri birtist í síðustu viku.<sup>8</sup> Reyndar var sama dag haldin áhugaverð ráðstefna á vegum Samtaka fjármálafyrirtækja á Íslandi<sup>9</sup> þar sem gerð var grein fyrir hugmyndum Seðlabanka Íslands um sinn mögulega rafeyri<sup>10</sup>. Aðalerindi ráðstefnunnar byggði á merkilegri grein<sup>11</sup> eftir Dan Awrey lögfræðiprófessor sem vert er að mæla með lestri á.

## Með lögum skal land byggja

Tvær aðrar greinar eftir tvo aðra lögfræðiprófessora er einnig vert er að lesa samhliða ofanefndri grein Dan Awrey, þeirra Saule Omorowa<sup>12</sup> og Robert Hockett<sup>13</sup> en það biður betri tíma að fjalla um hinar lýðræðilegu áherslur þeirra við lagalega uppbyggingu peningakerfisins.

Gott og styttra yfirlit um seðlabankarafeyri má fá í skrifum hagfræðiprófessorsins Dan Neilson þar sem meðal annars er að finna góða greiningu á nýjustu skýrslu bandaríska seðlabankans<sup>14</sup> auk tilraunanna í Svíþjóð og Kína.

Það að hafa leyft bankakerfi að verða tölfalt stærra en landsframleiðsla með því að heimila einkavæddum bönkunum að búa til peninga með útlánum sínum kostaði ríkissjóð og almenning mikil vandræði og þjáningar fyrir fáum árum. Nú er því til staðar verðmæt reynsla innan seðlabanka sem mikilvægt er að byggja á þegar að ekki aðeins nýir eigendur einkavæddra banka heldur möguleg rafeyrisfyrirtæki gætu viljað sækjast eftir því að búa til peninga úr engu.

Að heimila fyrirtækjum með takmarkaða ábyrgð að gefa út svokallaðar stöðugleikamyntir (e. stablecoins) og taka að sér greiðslumiðlun felur í sér mikið framsal á almannagæðum. Hvort sem fyrirtækin eru lítil nýsköpunarfyrirtæki hérlendis eða alþjóðlegir samfélagsmiðlarisar. Líkleg þróun felur í sér að ef þeim sprotum verði leyft að vaxa með rafmyntir baktryggðar í raunverulegum gjaldmiðli þá verða þeir að lúta svipuðum takmörkunum og eftirliti og hefðbundnir bankar.

## Peningar og pólitík

Fyrirtækið Diem (áður Libra) sem gefa átti út fyrirhugaða stöðugleikamynt Meta (móðurfyrirtækis Facebook) er nú til sölu þrátt fyrir að það hafi ekki náð að slá neina mynt.<sup>15</sup> Ástæðan er líklega til komin vegna þess að bandarískar fjármálaeftirlitsstofnanir vildu ekki leyfa aðgang að þrautavörnum hinnar raunverulegu útgefðu forðamyntar heimsins, Bandaríkjadals. Því er nýjasta skýrslan um seðlabankarafeyrinn mikilvægt innlegg varðandi næstu skref í þróun umræðunnar.

Framþróun peningakerfisins felst í að fram fari opin og gagnsæ umræða á hinum lýðræðislega vettvangi um framtíð fjármála-kerfisins, gjaldmiðilsins og greiðslumiðlunar. Sú umræða getur ekki verið afmörkuð einvörðungu við borð hagsmunavarda og sérsamtaka. Hún þarf einnig að fara fram hjá löggjafanum og á hinu pólitíska sviði. Peningakerfið er almannagæði og eins og sagan sýnir þá þarf almenningur að taka á sig flest högginn þegar að peningaöflin lenda í ógöngum. Þess vegna skipprir regluverkið og eftirlitið miklu máli, sérstaklega þegar umbreytingar eiga sér stað. **V**

6 [ht.ps://www.riksbanki.is/betalningar--kontanter/e-krona/](https://www.riksbanki.is/betalningar--kontanter/e-krona/)

7 [ht.ps://www.ecb.europa.eu/press/ky/datei2022/html/ecb.p220114-fe1e70ec1a.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/ky/datei2022/html/ecb.p220114-fe1e70ec1a.en.html)

8 [ht.ps://www.federalreserve.gov/publications/money-and-payments-discussion-paper.htm](https://www.federalreserve.gov/publications/money-and-payments-discussion-paper.htm)

9 [ht.ps://f.is/framtid-peninga-uf-taka-fra-cpnum-fundil](https://f.is/framtid-peninga-uf-taka-fra-cpnum-fundil)

10 [ht.ps://www.seðlabanki.is/library/Skraarscfn/Raedur--erindi-og-greinar/SFF%2020.1.22%20-%20Rannveig%20Sig\\_loka.pdf](https://www.seðlabanki.is/library/Skraarscfn/Raedur--erindi-og-greinar/SFF%2020.1.22%20-%20Rannveig%20Sig_loka.pdf)

11 [ht.ps://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3776739](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3776739)

12 [ht.ps://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3715735](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3715735)

13 [ht.ps://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3599419](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3599419)

14 [ht.ps://neilson.substack.com/p/fed-cbdc-paper](https://neilson.substack.com/p/fed-cbdc-paper)

15 [ht.ps://www.bloomberg.com/news/articles/2022-01-25/zuckerberg-s-stablecoin-ambitions-unravel-wih-diem-sale-talks](https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-01-25/zuckerberg-s-stablecoin-ambitions-unravel-wih-diem-sale-talks)

### Engar þvinganir takk

Það verður líklega með hverjum deginum að til átaka komi á milli Rússlands og Vesturveldanna vegna hugsanlegrar innrásar í Úkraínu. Aðildarríki Atlantshafsbandalagsins (NATO), með Bandaríkin í fararbroddi, eru nú byrjuð að senda herbúnað til Austur-Evrópuþjóða til að vera viðbúin ef af innrásinni yrði.

Til viðbótar við aukinn vígbúnað hafa leiðtogar NATO-ríkjanna lofað því að hörðum efnahagsþvingunum yrði beitt gegn Rússum, ráðist þeir inn í Úkraínu. Á meðal þeirra er hugsanleg lokun Nord Stream 2 gasleiðslunnar, sem flytur jarðgas frá Rússlandi til Þýskalands.

Stuðningsmenn þessara hugsanlegru þvingana telja að með þeim sé hægt að koma í veg fyrir hernaðaráttök. Líklega sé að horfið verði frá áformum um stríð ef þau muni leiða til mikilla efnahagsþrenginga.

Ef dæma má af sögunni er þessi röksemdarfærsla þó illa ígrunduð. Líkt og sagnfræðingurinn Nicholas Mulder bendir á í nýrri bók sinni, *The Economic Weapon*, hafa efnahagsþvinganir ekki dregið úr milliríkjaspennu heldur aukid hana enn frekar.

Frægasta dæmið um þetta er Þýskaland á millistríðsárunum, en hótanir Þjóðabandalagsins um að beita ríki sem fylgdu ekki alþjóðareglum efnahagsþvingunum náðu ekki að stöðva uppgang nasismans. Slíkar aðgerðir juku frekar líkurnar á fátækt og einangrun landsins, en í slíku umhverfi á herská þjóðernishyggja auðveldara með að skjóta rötum.

Hagfræðingurinn John Maynard Keynes gerði grein fyrir þessari hættu í bréfi sem hann skrifaði til Þjóðabandalagsins árið 1924, en þar mælti hann frekar með jákvæðum efnahagsþvötum á milli landa í stað refsiaðgerða. Þessar ráðleggingar náðu hins vegar ekki að breyta stefnunni og því fór sem fótr.

Þegar Rússland innlimaði Krímskagann árið 2014 voru Vesturveldin fljót að beita efnahagsþvingunum gegn landinu. Þessar þvinganir hafa hins vegar gert lítið annað en að auka efnahagslegt sjálfstæði landsins og einangra það meira.

Hótanir um enn frekari þvinganir eru því ekki líklegar til árangurs, ef koma á í veg fyrir áttök á milli Rússlands og Vesturveldanna í framtíðinni. Frekar ætti að fara að ráðum Keynes og leita að jákvæðum hvötum.

Ritstjóri: Jónas Atli Gunnarsson  
Ábyrgðarmaður: Eyrún Magnúsdóttir  
Útgefandi: Kjarninn miðlar ehf.,  
Fiskislóð 31 B, 101 Reykjavík  
Sími: 551 0708 Netfang: visbending@kjarninn.is  
Prentun: Kjarninn  
Öll réttindi áskilin.  
© Ritid má ekki afrita án leyfis útgefanda.