

Birgir Ísl. Gunnarsson

Öflugur hagvöxtur og áframhaldandi viðskiptahalli kallar á aðhald í peningamálum

Birgir Ísl. Gunnarsson seðlabankastjóri, formaður bankastjórnar Seðlabankans, flutti á ársfundi bankans 31. mars 1998 ræðu þá sem hér fer á eftir.

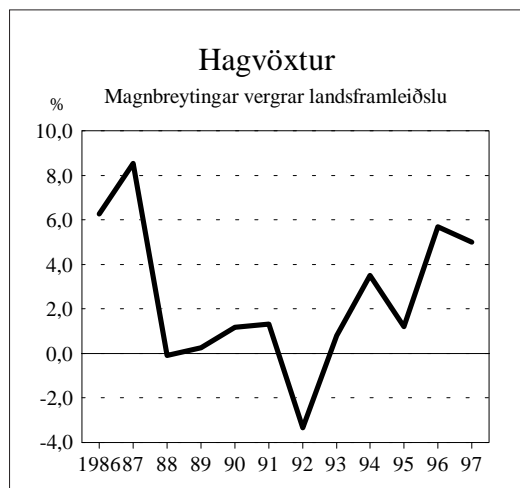
Fyrir hönd bankastjórnar Seðlabankans býð ég ykkur öll velkomin á 37. ársfund bankans. Reikningar bankans fyrir árið 1997 hafa í dag verið staðfestir af viðskiptaráðherra, og árskýrsla bankans hefur verið birt. Þar er að finna yfirlit um starfsemi hans og afkomu auk ítarlegrar greinargerðar um efnahags- og peningamál á liðnu ári, svo og um stefnu og aðgerðir Seðlabankans. Ég mun nú gera grein fyrir nokkrum þáttum efnahagsmála og horfum um þessar mundir. Mun ég einkum fjalla um það sem tengist nánast starfssviði Seðlabankans.

Hagvöxtur

Öflugur hagvöxtur einkenndi efnahagsþróun ársins 1997 annað árið í röð. Áætlað er að hann hafi orðið 5% á árinu borið saman við 5,5% árið 1996. Hagvöxtur á Íslandi þessi tvö ár varð mun meiri en í öðrum iðnríkjum. Í Evrópusambandinu var hann 2,6%, í Bandaríkjunum 3,8% og í Japan aðeins 1%, en þar hefur verið efnahagslægd að undanförunu. Efnahagur í Bretlandi hefur eflst á undanförunum árum, og gert er ráð fyrir að hagvöxtur þar hafi orðið yfir 3% árið 1997. Örvöxtur hér á landi síðastliðin tvö ár vekur óhjákvæmilega þá spurningu hvort hann geti til lengdar samrýmt þeim stöðugleika sem náðst hefur í efnahagsmálum þjóðarinnar undanfarin

ár. Víst er að aukinn viðskiptahalli hvetur til þess að farið sé fram með varfærni og fyllsta aðhalds verði gætt í peningamálum og ríkisfjármálum.

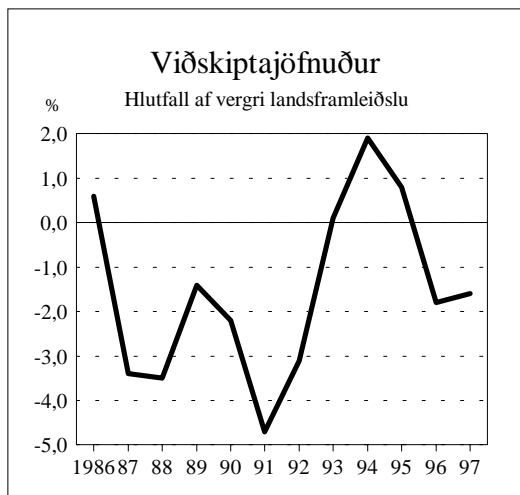
Hagvöxtur á liðnu ári var einkum borinn uppi af vaxandi einkaneyslu og aukinni fjárfestingu. Einkaneysla jókst um 6% og fjármunamyndun um 9,9%. Tvö síðastliðin ár hefur fjárfesting aukist mjög eftir langvarandi samdrátt. Fjárfesting í stóriðju átti þar drjúgan þátt, og fjárfesting í verslunar- og skrifstofuhúsnæði hefur tekið við sér á síðustu tveimur árum. Jafnframt hefur orðið vaxtarkippur í byggingu



íbúðarhúsa síðastliðin tvö ár, en þó varla svo mikill að vegi upp samdrátt ársins þar á undan.

Viðskiptahalli

Viðskiptahalli reyndist minni en spáð hafði verið eða liðlega 8 milljarðar króna. Innflutningur vöru jókst um 5,9% að magni. Um þrjú fimmtu hluta þeirrar aukningar má rekja til innflutnings neysluvöru, en innan við þriðjung til innflutnings á fjárfestingarvöru. Hér verður að hafa í huga að nokkur tilviljun réð því hvorum megin áramóta innflutningur vegna stóriðjuframkvæmda lenti, og svo virðist sem meira hafi farið yfir á árið 1998 en reiknað hafði verið með. Vöruútflutningur jókst aðeins um tæplega 2% að magni sem er í minna lagi. Í rauninni er vöxtur útflutnings of hægur, t.d. miðað við vöxt heimsverslunar. Því má líta svo á að undirrót við skiptahallans á Íslandi sé ekki síður lítil vöxtur útflutnings en ör vöxtur eftirspurnar.



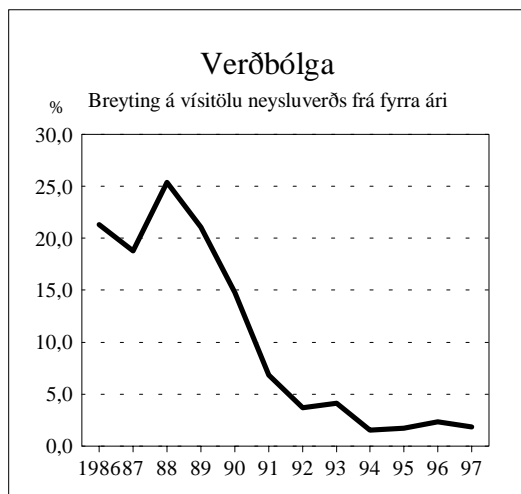
Atvinnurekstur og vinnumarkaður

Ytri skilyrði þjófðarbúsins voru í stórum dráttum svipuð og árið áður, og verður að telja þau fremur hagstæð. Afkoma í atvinnurekstri virðist hafa orðið allgóð, en þó lakari en 1996. Það á m.a. rætur að rekja til launahækkana í upphafi árs og aukinna afskrifta og vaxtagreiðslna vegna mikillar fjárfestingar undanfarinna ára, ekki síst í sjávarútvegi. Ástand á vinnumarkaði batnaði

enn, og fór atvinnuleysi niður í 3,9% að meðaltali, en það varð mest 5% árið 1995. Frá upphafi til loka árs jókst kaupmáttur launa um 5,7%, og var hann í lok árs meiri en nokkru sinni síðan 1989.

Verðlag

Verðbólga á árinu 1997 var enn mjög hófleg eða 2,2% frá upphafi til loka ársins, en 1,8% milli ára. Að loknum kjarasamningum hafði Seðlabankinn spáð nokkru meiri verðbólgu. Launahækkunarir höfðu ekki eins mikil áhrif á verðlagsþróun og búast hefði mátt við með hliðsjón af fyrri reynslu. Framleiðniaukning varð meiri en reiknað var með og hækkun innflutningsverðs minni. Jafnframt héldu aðgerðir Seðlabankans aftur af verðbólgu eins og ég mun víkja nánar að hér á eftir. Spá Seðlabankans frá því í janúar síðast liðnum um verðbólgu á þessu ári er 2,6% milli árána 1997 og 1998, en 2,3% frá upphafi til loka ársins. Fastlega má búast við því að verðbólga á fyrsta ársfjórðungi 1998 verði minni en spáð var í janúar.



Fjármál hins opinbera

Í fjármálum ríkisins urðu þau ánægjulegu tíðindi að ríkissjóður var rekinn með 1,3 milljarða króna afgangi á greiðslugrunni þrátt fyrir skattalækkunarir, hækkun launakostnaðar og sérstakar vaxtagreiðslur vegna innlausnar á spariskír-

teinum. Þegar borið er saman við fjárlög er nauðsynlegt að horfa fram hjá hinum sérstöku vaxtagreiðslum sem námu 3,5 milljörðum króna, og þegar þannig er mælt varð 4,7 milljarða króna afgangur á ríkissjóði. Afgangur hafði ekki orðið á ríkissjóði síðan 1984. Á rekstrargrunni, þar sem m.a. er tekið tillit til áfallinna vaxta og lífeyrisskuldbindinga, virðist rekstur ríkissjóðs hafa verið nokkurn veginn hallalaus árið 1997. Ríkissjóður greiddi niður skuldir á árinu. Greiddir voru 6,5 milljarðar króna af erlendum lánum umfram nýjar lántökur, en það er um 5% af erlendum skuldum ríkissjóðs. Slíkt hafði ekki gerst síðan 1986. Innanlands voru 3,4 milljarðar króna teknir að láni umfram afborganir.

Þótt þessi umskipti í rekstri ríkissjóðs séu vissulega ánægjuefni er það hér sem oftar svo að hið blíða er blandað stríðu. Það er áhyggjuefni að bætt afkoma ríkissjóðs samkvæmt fjárlögum 1998 heldur varla í við hagsveifluna og að óbreyttu gæti minna aðhalds í ríkisfjármálum í ár en í fyrra þegar tekið hefur verið tillit til hagvaxtar. Við fjárlagagerð fyrir næsta ár er mjög mikilvægt, miðað við allar aðstæður í efnahagslífinu, að ætlað sé fyrir góðum afgangi á rekstri ríkissjóðs. Þetta á auðvitað einnig við um framkvæmd fjárlaga ársins 1998, og verði tekjur meiri en fjárlög gera ráð fyrir verða þær að skila sér í raunverulegum afkomubata, en ekki í auknum gjöldum. Þetta segi ég vegna þess að

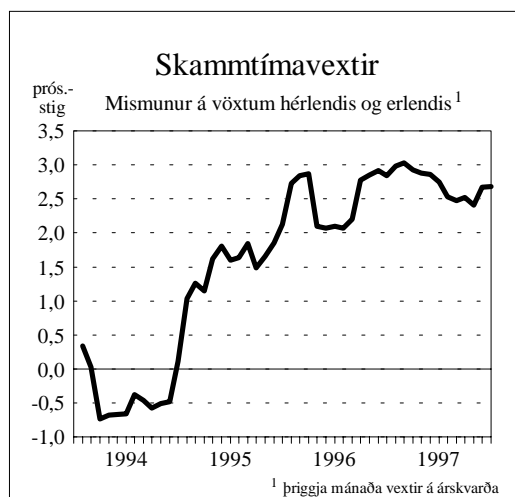
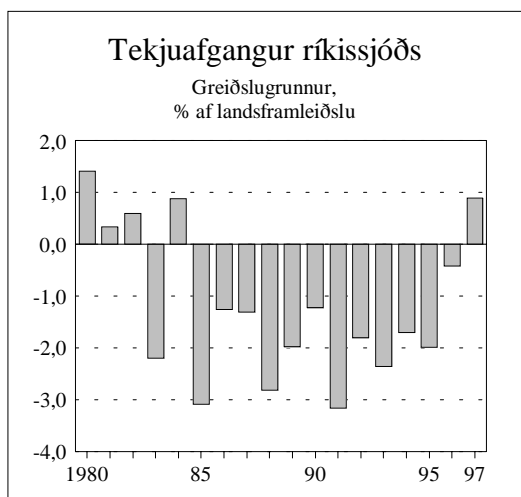
því eru takmörk sett hvað unnt er að leggja á stefnuna í peningamálum til að halda aftur af innlendri eftirspurn.

Heldur varð þyngra fyrir fæti en áður í rekstri sveitarfélaga á árinu. Samkvæmt upplýsingum um hag 14 stærstu sveitarfélaganna voru þau samtals rekin með 2,9 milljarða króna halla. Áætlað er að skuldir sveitarfélaga hafi vaxið á árinu úr tæplega 36 milljörðum króna í rúmlega 42 milljarða króna. Skuldir hins opinbera lækkuðu í 52,7% af landsframleiðslu úr 56% áður. Sé miðað við skilmála Maastrichtsáttmálans um 60% hámark opinberra skulda er þessi staða góð.

Peningamál

Ég mun nú víkja að stefnu Seðlabankans í peningamálum og framkvæmd hennar. Markmið Seðlabankans í peningamálum er sem fyrr stöðugt verðlag. Peningaleg stjórnæki bankans hafa fyrst og fremst áhrif á verðbólgu þegar til lengdar lætur, og viðurkennt er að stöðugt verðlag er mikilvæg forsenda hagvaxtar og bættra lífsskjara. Um þetta markmið Seðlabankans er allgóð sátt, enda nýtur þessi stefna hvarvetna viðurkenningar og er aðalmarkmið seðlabanka víða um heim.

Í opnu hagkerfi eins og hinu íslenska er stöðugt gengi skilyrði farsællar verðlagsþróunar. Millimarkmið stefnunnar í peningamálum



¹ Þriggja mánaða vextir á ársvarða

hefur því verið stöðugt gengi. Seðlabankinn framfylgir peningastefnunni einkum með ákvörðun eigin vaxta og íhlutun á peningamarkaði. Til skamms tíma getur hann einnig haft áhrif á gengi með kaupum og sölu gjaldeyris.

Við þær aðstæður sem ríktu í efnahagsmálum á árinu 1997 var augljóslega nokkur hætta á ofpenslu. Seðlabankinn fylgdi því aðhaldssamri peningastefnu. Eftir að bankinn hafði beitt sér fyrir hækkun vaxta á peningamarkaði haustið 1996 var munur peningamarkaðsvaxta hér og í helstu viðskiptalöndunum 3 prósentustig. Þetta voru nauðsynleg viðbrögð við vaxandi óvissu um niðurstöður kjaraviðræðna og leiddi til þolanlegs jafnvægis. Þó varð nokkurt útstreymi á gjaldeyri fyrstu vikur ársins 1997 uns línur tóku að skýrast í kjaramálum. Kjarasamningarnir slógu á ötta við aukna verðbólgu og styrktu trú á stöðugt gengi krónunnar. Seðlabankinn hélt þó vöxtum sínum óbreyttum og verulegt innstreymi varð á gjaldeyrismarkaðnum allt fram til loka júlí. Gjaldreyrisforðinn jókst og náði hámarki í lok júlí, 36,2 milljörðum króna, og hafði þá vaxið um 5,2 milljarða króna á árinu þrátt fyrir allmiklar niðurgreiðslur ríkissjóðs á erlendum lánum.

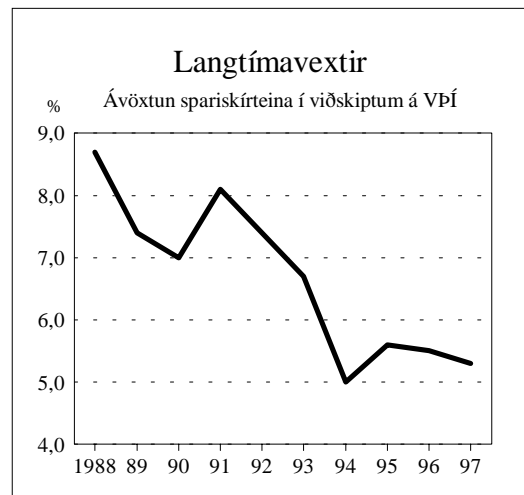
Seðlabankinn taldi æskilegt að gengi krónunnar styrktist nokkuð til að draga úr spennu á innlendum markaði og stuðla að því að verðbólga héldist í skefjum. Aðgerðir bankans urðu tvímælaust til þess að verðbólga varð minni en búist hafði verið við.

Straumhvörf urðu í peninga- og gjaldeyris- málum í byrjun ágúst. Gjaldreyrisústreymi hófst að nýju og vextir á verðbréfamarkaði tóku að hækka. Þessi breyting átti m.a. rætur að rekja til aukinna kaupa innlendra aðila á erlendum verðbréfum, stöðvunar á erlendum endurlánum og aukningar almennra útlána banka og sparissjóða. Munur vaxta á peningamarkaði hér og erlendis hafði og minnkað vegna vaxtahækkana á peningamörkuðum í ýmsum nágrannalöndum. Þegar ljóst varð að ekki var um tímabundið ástand að ræða brást Seðlabankinn við með því að hækka vexti um 0,3% um miðjan nóvember. Áhrif vaxtahækkunarinnar urðu skjót, gengi krónunnar styrktist og gjaldreyrisústreymi

stöðvaðist. Í lok ársins var gengisvísitalan 0,9% undir miðgildi vikmarka, þ.e. gengið hafði styrkst og hækkaði á árinu öllu um 1,4%. Gjaldreyrisforðinn var í árslok um 27,8 milljarðar króna og hafði rýrnað um 3 milljarða króna á árinu. Forðinn er nú um 27 milljarðar króna. Erlendar skammtímaskuldir Seðlabankans voru nær engar um áramót, og þannig er staðan reyndar enn.

Skuldabréfamarkaður

Umbótum á skuldabréfamarkaði var haldið áfram á árinu 1997. Árið 1996 tók Seðlabankinn þá ákvörðun að hverfa af langtímamarkaði og gerði fjárvörslusamninga við þrjú verðbréfafyrirtæki að undangengnu útboði. Bankinn afhenti þeim hluta af verðbréfasafni sínu, en hætti um leið að gegna hlutverki viðskiptavaka með spariskírteini, húsnæðisbréf og ríkisbréf. Reynsla af þessum samningum var góð og voru þeir endurnýjaðir í mars 1997. Nýju samningarnir voru umfangsmeiri en hinir fyrri, og í kjölfar þeirra lýstu tveir bankar yfir því að þeir myndu gegna hlutverki viðskiptavaka með tiltekna flokka ríkisverðbréfa með sama hætti og aðilar að fjárvörslusamningunum. Ekki er ólíklegt að til þess dragi að slíkir samningar verði óþarfir og Seðlabankinn þurfi ekki að hafa frekari afskipti af þessum markaði. Bæði ríkissjóður



og Húsnæðisstofnun hófu að endurskipuleggja verðbréfaflokka sem þessar stofnanir gefa út, og allar urðu þessar breytingar til þess að stuðla að bættri verðmyndun ríkistryggðra skuldabréfa og auknum viðskiptum á Verðbréfaþingi.

Stjórnæki Seðlabanka Íslands

Seðlabankinn hóf á árinu 1997 undirbúning að breytingum á stjórnækjum sínum. Markmið breytinganna var tvíþætt, annars vegar að samræma starfsskilyrði innanlands og aðgang lána- stofnana að fyrirgreiðslu í Seðlabankanum, en hins vegar að samræma starfsskilyrði innlendra stofnana og lánastofnana á Evrópska efnahags- svæðinu.

Við undirbúning þessara breytinga hefur verið höfð hliðsjón af stjórnækjum væntanlegs Seðlabanka Evrópu sem stofnaður verður 1. júlí nk. og tekur til starfa 1. janúar á næsta ári. Á vegum Peningamálastofnunar Evrópu, sem er undanfari evrópska seðlabankans, hefur verið unnið að mótun peningalegra stjórnækja bankans, og hefur Seðlabanki Íslands fylgst með þeim undirbúningi eins og unnt er. Að vísu verður ekki vitað fyllilega um skipan allra þátta, t.d. bindiskyldu, fyrir en bankinn hefur tekið til starfa. Seðlabanki Íslands kann því að breyta reglum sínum þegar mál skýrast í Evrópu. Fyrsti áfangi breytinganna hér kom til framkvæmda 1. mars sl., og eru helstu nýmæli sem hér segir: Kvöð um lausafjárhlutfall innlánsstofnana var felld niður. Komíð hefur verið á vikulegum uppboðum í endurhverfum viðskiptum til 14 daga í stað viðskipta hvenær sem innlánsstofnun þóknast. Öll ríkistryggð verðbréf og innstæðubríf Seðlabankans verða tekin gild í endurhverfum viðskiptum í stað ríkisvíxla einna og innstæðubrifa. Innstæðubríf Seðlabankans til 14 daga verða til sölu á uppboðum þegar Seðlabankinn telur þörf á að binda lausafé. Beinni sölu innstæðubrifa til 45 daga verður hætt, en áfram verða til sölu 90 daga bréf Seðlabankans. Nýju fyrirgreiðsluformi við bindiskyldar stofnanir var komið á, svonefndum daglánnum. Gegn þeim tekur Seðlabankinn veð í ríkistryggðum verðbréfum í eigu lánastofnana.

Næsti áfangi þessara breytinga kemur til framkvæmda 1. apríl með því að nýjar reglur um bindiskyldu taka gildi. Bindigrunnur verður aukinn þar sem við hann bætast erlend lán lána- stofnana, en bindihlutfallið lækkar þar sem miðað er við að bundnar innstæður verði í heild nálega eins og verið hefði samkvæmt eldri reglum. Verður það 4% af óbundnu fé, en 1,5% af fé sem er bundið til lengri tíma en eins árs. Þá mun bindiskylda ná til fleiri stofnana en áður, og einungis bindiskyldar stofnanir munu eiga kost á beinum viðskiptum við Seðlabankann og fyrirgreiðslu hans. Heimilt verður að uppfylla bindi- skyldu með sveigjanlegri hætti en verið hefur. Verðtrygging á bundnum innstæðum verður af- numin, en vextir í upphafi ákveðnir með hlið- sjón af gildandi ávöxtun.

Síðasti áfangi þessara breytinga tekur gildi 21. maí nk. Þá fer fram fyrsti útreikningur samkvæmt hinum nýju bindireglum. Um leið verður svonefndur reikningskvóti lagður niður, en það er fyrirgreiðsluform sem Seðlabankinn hefur boðið innlánsstofnunum. Þá mun bankinn einnig hætta að bjóða innlánsstofnunum að leggja gjaldeyri á innlenda gjaldeyrisreikninga í bank- anum.

Seðlabankinn hefur allt frá 1987 beitt vaxta- stýringu til að ná markmiðum sínum í peninga- málum fremur en að stýra peningamagni eða grunnfé Seðlabankans. Aðgangur innlánsstofn- ana eða lánastofnana að lausafé í Seðlabanka er því sveigjanlegur að vali þeirra og ræðst m.a. af þeim vöxtum sem Seðlabankinn ákveður. Í upp- hafi var langtímamarkaðurinn mikilvægastur fyrir Seðlabankann, en eftir því sem peninga- og gjaldeyrismarkaðir þróuðust frá árunum 1992 og 1993 færðust viðskipti bankans yfir á þá markaði, og stýrivextir Seðlabankans eru nú sú ávöxtun sem hann beitir í endurhverfum við- skiptum við lánastofnanir. Þetta er áþekkt því sem gert er í langflestum iðnríkjum og byggist á þeirri hugsun að stýrivextir seðlabanka ráði að miklu leyti vaxtastigi á peningamarkaði. Þeir vextir hafa síðan með tvennum hætti áhrif á verðlag, en stöðugt verðlag er hið endanlega markmið peningastefnunnar. Annars vegar hafa þeir mikil bein áhrif á gjaldeyrisstrauma og

gengi þegar fjármagnshreyfing er frjál. Hins vegar hafa þeir áhrif á vexti innlánsstofnana og allt vaxtarófið í landinu. Það hefur aftur áhrif á neyslu og fjárfestingu og þar með á eftirspurn á vöru- og vinnumarkaði. Þannig kemst stefna Seðlabankans í peningamálum til skila hvort sem hún beinist gagnert að stöðugu verðlagi eða gengi sem millimarkmiði.

Þær breytingar sem Seðlabanki Íslands gerði á fyrirkomulagi endurhverfra viðskipta í byrjun marsmánaðar fölust í tvennu. Annars vegar var andlag endurhverfra viðskipta vikkad þannig að það nær nú aftur eftir nokkurt hlé til allra markaðsskráðra ríkistryggðra verðbréfa auk innstæðubréfa Seðlabankans sjálfs. Tilgangur þeirrar breytingar er að jafna stöðu ríkisverðbréfa, en misjafnt gildi þeirra gagnvart lausafjárviðskiptum við Seðlabankann getur haft áhrif á markaðsvexti þeirra. Ljóst er að takmarkanir af þessu tagi tíðkast ekki í grannlöndum okkar. Jafnframt hefur ríkisvixlastofninn minnkað á síðustu misserum og valdið því að innlánsstofnanir hefur stundum skort ríkisvíxla til endurhverfra viðskipta við Seðlabankann. Hin breytingin er sú, eins og fyrr segir, að horfið er frá því að bjóða endurhverf viðskipti daglega eins og gert hefur verið, en þess í stað efnt til vikulegra uppboða á endurhverfum samningum eins og nú tíðkast í mörgum iðnríkjum. Seðlabankinn hefur val um það hvort í boði eru endurhverf kaup eða sala, allt eftir því hvort lánastofnanir hafa þörf fyrir að binda lausafé eða afla þess frá Seðlabankanum.

Hvorug þessara breytinga raskar framkvæmd peningastefnunnar hér á landi eins og hún hefur verið um margra ára skeið. Hins vegar höfðu þær það í för með sér að sú vaxtahækkun sem varð á peningamarkaði í janúar og febrúar vegna skorts á ríkisvixlum á markaðnum gekk til baka, en millibankavextir hækkuðu í rúmlega 8,3% á þessu tímabili. Við það færðust vextir á peningamarkaði aftur niður í þá stöðu sem Seðlabankinn markaði með síðustu vaxtaákvörðun sinni í nóvember sl., eða um 7,2-7,4%. Um það má jafnan deila hvert sé rétt vaxtastig á peningamarkaði miðað við ástand og horfur á gjaldeyrismarkaði til skemmri tíma litið og á vinnu- og vöru-

markaði þegar litið er 1-2 ár fram í tímann. Mat Seðlabankans er enn það að vaxtastig sem ákveðið var í nóvember sl. feli í sér nægjanlegt aðhald til að tryggja stöðugt verðlag á næstu misserum. Þetta mat er þó í sífellri endurskoðun með hliðsjón af framvindu mikilvægra vísbendinga.

Innlendur gjaldeyrismarkaður

Á árinu 1997 urðu breytingar á skipulagi gjaldeyrismarkaðar. Gengisskráningarfundir voru lagðir niður, en í þeirra stað tekinn upp samfelldur gjaldeyrismarkaður daglangt. Jafnframt tóku markaðsaðilar aðrir en Seðlabankinn, nú sex stofnanir, að sér hlutverk viðskiptavaka á þessum markaði. Með þessari breytingu var komið á skipan hliðstæðri því sem er í mörgum nágrannalöndum. Viðskipti Seðlabankans við aðila á gjaldeyrismarkaði eru nú ætíð að frumkvæði bankans, og verður því að líta á þau sem aðgerð til þess að hafa áhrif á gengi. Breytt markaðsfyrirkomulag hefur stórbætt upplýsingaflæði um markaðsaðstæður og gert markaðinn virkari. Auk þess koma nú allar upplýsingar um áraun á gengið jafnóðum fram. Um leið jukust gjaldeyrisviðskipti til mikilla muna. Heildarvelta á gjaldeyrismarkaði árið 1997 nam tæplega 162 milljörðum króna og tvöfaldaðist frá árinu 1996. Jafnframt minnkaði verulega hlutdeild Seðlabankans í viðskiptum á gjaldeyrismarkaði, fór úr 82% af heildarveltu á árinu 1996 í tæp 37% 1997. Það sem af er þessu ári hefur velta aukist enn, og áfram hefur dregið úr hlutdeild Seðlabankans í viðskiptum á gjaldeyrismarkaði, í um 13,2%. Það sem af er árinu hefur heildarvelta á millibankamarkaði með gjaldeyri verið um 2 milljarðar króna á dag að meðaltali. Daglegar sveiflur í gengi jukust við breytinguna í fyrri, en þó ekki mikið miðað við það sem gerist með öðrum þjóðum. Minna má á að frá miðju ári 1993, eða í hartnær 5 ár, hefur gengi krónunnar aldrei vikið meira frá miðgengi en um 2,1%.

Ávöxtun á innlendum mörkuðum

Ég mun þá víkja nokkrum orðum að ávöxtun á peninga- og verðbréfamarkaði. Á peningamark-

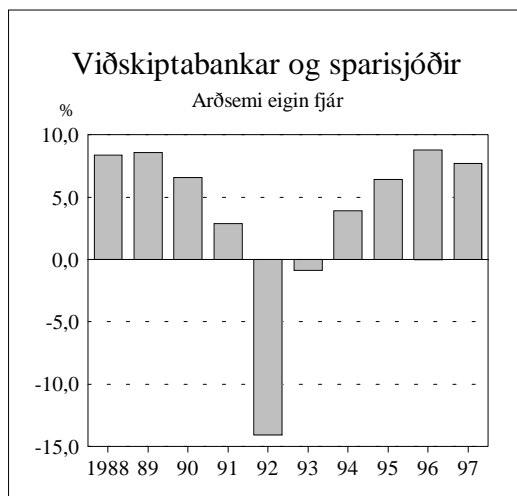
aði lækkaði ávöxtun fram eftir árinu, en hækkaði í kjölfar vaxtabreytinga Seðlabankans í nóvember. Eftir aðgerðir Seðlabankans í nóvember hækkaði ávöxtun þriggja mánaða víxla í 7,22% og var þannig í lok ársins. Lítil lánsfjárförf ríkissjóðs á árinu 1997 leiddi m.a. til þess að á tímabili varð talsverð umframteftirspurn eftir ríkisvígslum auk þess sem ýmsir aðilar sýndu ríkisvígslum vaxandi áhuga vegna ávöxtunar lausafjár.

Litlar breytingar urðu á ávöxtun verðtryggðra bréfa á skuldabréfamarkaði fyrri helmingi ársins 1997, en á seinni helmingi lækkaði ávöxtun helstu spariskírteina og húsbréfa verulega og þó með nokkrum sveiflum. Þessar vaxtalækkunar má m.a. rekja til minni lánsfjárefiterspurnar ríkissjóðs. Ávöxtun óverðtryggðra ríkisbréfa lækkaði mikið 1997, einkum eftir að kjarasamningar höfðu verið gerðir. Þó voru sveiflur í þeirri þróun. Var ávöxtun þeirra 8,3% í árslok. Ávöxtun hefur síðan haldið áfram að lækka eftir áramót bæði á verðtryggðum og óverðtryggðum skuldabréfum. Ávöxtun verðtryggðra skuldabréfa með ríkistryggingu er nú komin vel niður fyrir 5% markið sem sumir hafa talið lágmark.

Enda þótt vextir á peninga- og skuldabréfamarkaði hafi lækkað nokkuð 1997 voru útlánsvextir banka og sparisjóða nánast óbreyttir. Þeir vextir hafa nú tekið að lækka.

Afkoma innlánsstofnana

Afkoma bankanna batnaði á árinu 1997. Samkvæmt fyrirliggjandi upplýsingum um afkomu viðskiptabankanna þriggja jókst hagnaður verulega frá fyrra ári. Arðsemi eiginfjár þessara stofnana í heild varð 9,2% á árinu 1997, en var 8,2% 1996 og 5% 1995. Allmikill munur var þó á afkomu bankanna og samanburður erfiður vegna ólíkra aðstæðna. Landsbanki og Búnaðarbanki höfðu t.d. mikil óregluleg útgjöld sem tengdust lokauppgjöri lífeyrisskuldbindinga þessara banka þannig að ekki er að vænta sambærilegra gjalda í framtíðinni. Mjög hefur dregið úr framlögum í afskriftareikning hjá öllum bönkunum. Ef lítið er jafnframt til sex stærstu sparisjóða á landinu dró heldur úr hagnaði á



milli ára og arðsemi eiginfjár varð 8,5%. Ég vil þó taka fram að mikill munur er á afkomu þessara sparisjóða innbyrðis.

Breytingar í bankakerfi

Flestir virðast nú sammála um nauðsyn þess að aukin hagræðing eigi sér stað í bankakerfinu til að draga úr kostnaði og gera íslenska banka hæfari til samkeppni við erlenda keppinauta sem hingað munu sækja. Nauðsynlegt er að nota það tækifæri sem nú hefur gefist með breytingu ríkisbankanna í hlutafélög og væntanlegri sölu hlutafjár. Þar verður að hafa tiltekin markmið að leiðarljósi. Tryggja þarf virka samkeppni á fjármagnsmarkaði, en þó verður að gera ráð fyrir að sameining stofnana geti átt sér stað að vissu marki til að ná fram aukinni hagkvæmni og arðsemi í bankakerfinu. Í því samhengi hlýtur sú spurning að vakna hvort ríkisvaldið sem eigandi þriggja öflugra stofnana eigi að fara fyrir í þeim efnum eða hvort nauðsynlegt sé að fá öfluga stofnanafjórfa sem hafi forustu í væntanlegri endurskipulagningu. Þar koma erlendir fjárfestar með þekkingu á bankarekstri vissulega til greina. Síðar nefnda leiðin kann hins vegar að hafa það í för með sér að ríkissjóður geti síður náð fullu andvirði eigna sinna við væntanlega sölu. Dreifing eignaraðildar á vafalaust einnig eftir að bera á góma í þessari umræðu. Hér er

engan veginn um einfalt mál að ræða og æskileg markmið kunna að einhverju leyti að rekast hvert á annað. Meginatriðið verður að tryggja virka samkeppni og hagræðingu í rekstri lána- stofnana.

Lífeyrissjóðir

Ég mun þá víkja nokkrum orðum að lífeyrissjóðum. Áætlað er að hrein eign til greiðslu lífeyris hafi í árslok verið 345 milljarðar króna og hafi aukist um liðlega 39 milljarða á árinu 1997. Er það 12,7% aukning á árinu. Nokkrar breytingar hafa orðið á eignasamsetningu lífeyrissjóðanna. Eign í markaðsskuldabréfum jókst um 25,6 milljarða króna, en eign í öðrum skuldabréfum dróst saman um 3,7 milljarða króna. Innlend hlutabréfaeign lífeyrissjóðanna í árslok nam 21,7 milljörðum króna. Eignir lífeyrissjóðanna í erlendum verðbréfum jukust mjög á árinu 1997 eða alls um 12,6 milljarða króna. Nær helmingur þeirrar aukningar var í erlendum hlutabréfum. Heildareignir lífeyrissjóðanna í erlendum verðbréfum námu í árslok 22,2 milljörðum króna.

Greiðslumiðlun

Á undanförunum tveimur árum hefur Seðlabankinn beint athygli sinni að greiðslumiðlun, bæði einstökum greiðslumiðlum og uppgjörskerfum. Bankinn hefur birt tvær skýrslur um þessi efni, annars vegar um rafræna greiðslumiðlun og hins vegar um samanburð á fyrirkomulagi greiðslumiðlunar hér og erlendis. Á undanförunum árum hefur það valdið vaxandi áhyggjum á alþjóðavettvangi að jöfnunarkerfi eins og hér tíðkast taki ekki nægilega á þeirri áhættu sem greiðslu- uppgjóri fylgir. Við þessu hefur verið brugðist með tvennum hætti. Annars vegar hafa verið sett ströng skilyrði, sem draga úr áhættu, og markaðar leiðir ef uppgjörsaðili getur ekki af einhverjum ástæðum staðið við skuldbindingar sínar. Hins vegar hefur verið horfið frá jöfnun og tekið í stað hennar upp samtímabókunarkerfi. Þá er hver einstök færsla yfir tiltekinni fjárhæð færð samtímis og endanlega milli reikninga, en færsl-

um ekki safnað saman til uppgjors, t.d. í dagslok. Nú virðist almennt viðurkennt að uppgjörskerfi, þar sem seðlabanki leggur til uppgjörreikninga, skuli vera samtímabókunarkerfi. Vegna þessara viðhorfa hóf Seðlabanki Íslands á árinu 1997 endurskoðun á uppgjörskerfum með það fyrir augum að laga þau að alþjóðlega viðurkenndum sjónarmiðum. Unnið er að þessum undirbúningi í samstarfi við banka, sparisjóði og Reiknistofu bankanna. Er að því stefnt að uppgjörskerfi Seðlabankans verði gert að samtímabókunarkerfi á árinu 1999. Rétt er að minnast þess að þátttaka í TARGET uppgjörskerfi Seðlabanka Evrópu verður háð því að seðlabanki reki samtímabókunarkerfi.

Stöðugleiki í fjármálakerfi

Það hefur verið brýnt og vaxandi verkefni Seðlabanka Íslands á undanförunum árum að treysta öryggi í starfsemi fjármálastofnana. Seðlabankanum ber samkvæmt lögum að standa vörð um peningakerfið og stuðla að traustum verðbréfa- og peningaviðskiptum. Þetta hlutverk rækja seðlabankar með ýmsum hætti. Þeir vaka yfir þjóðhagslegum þáttum efnahagslífsins sem hafa áhrif á strauma í peningakerfinu og þar með afkomu fjármálastofnana. Öryggi í greiðslumiðlunar- og uppgjörskerfum er einnig viðfangsefni seðlabanka um allan heim. Seðlabankar koma og fram sem bakhjarl innlánsstofnana og þurfa til þrautavara að vera viðbúinir að lána þeim fé umfram það sem tíðkast í daglegum viðskiptum. Þetta verkefni hefur Seðlabanki Íslands rækt m.a. með rekstri bankaeftirlits sem byggt hefur verið upp frá grunni hér í bankanum og er nátengt ýmissi annarri starfsemi hans. Má þar m.a. nefna sameiginlegan gagnagrunn. Nú er til umfjöllunar á Alþingi frumvarp til laga um nýja eftirlitsstofnun þar sem sameinað verði váttryggingareftirlit og bankaeftirlit. Því er ekki að leynd að Seðlabankinn var andvígur þessum hugmyndum af ýmsum ástæðum sem ég rakti m.a. í ársfundarræðu fyrir ári. Ég skal ekki fjalla nánar um þær hér. Hitt er annað mál að eftir að ljóst varð að vilji ríkisstjórnarinnar stóð til slíkra breytinga hefur Seðlabankinn unnið

heils hugar að því með viðskiptaráðuneytinu að vanda sem best þau lagafrumvörp sem að þessu líta og tryggja nauðsynlegt samband Seðlabankans og hinnar nýju eftirlitsstofnunar og enn fremur að sjá til þess að ekki verði spillt tækifærum Seðlabankans til að sinna því grundvallarhlutverki sínu að standa vörð um traust og heilbrigð viðskipti á fjármálamarkaði. Í nokkrum seðlabönkum þar sem eftirlit er ekki eða verður ekki innan dyra, svo sem í Svíþjóð og Englandi, hefur verið lögð mikil vinna í að skilgreina þau verkefni seðlabanka sem að þessu líta, og mun Seðlabanki Íslands vafalaust leita fyrirmynda þar þegar sýnt er að bankaeftirlitið muni hverfa héðan.

Myntbandalag Evrópu

Nú eru 9 mánuðir þar til aðildarlönd Evrópusambandsins, sem uppfylla Maastrichtssáttmálan og aðild hljóta að Myntbandalagi Evrópu, taka upp nýjan gjaldmiðil, evru. Fátt bendir til annars en þetta gangi eftir 1. janúar nk. og Seðlabanki Evrópu verði stofnaður 1. júlí á þessu ári. Seðlabanki Íslands hefur talið nauðsynlegt að fylgjast sem best með þessum undirbúningi, m.a. til að greina hver áhrifin verði hér á landi og hvaða kostir bíði Íslands í breyttu umhverfi. Í júní 1997 gaf Seðlabankinn út skýrslu um Myntbandalag Evrópu, aðdraganda þess og áhrif. Bankinn mun eftir því sem tilefni gefst til gefa út áfangaskýrslur um málið. Á þessu stigi er engan veginn tímabært að kveða upp úr um hvaða áhrif Myntbandalagið muni hafa á gengismál á Íslandi né hvaða kost Ísland eigi að velja í þeim efnum. Ég ætla þó að fara nokkrum orðum um málið efnislega eins og það lítur út frá sjónarhorni Seðlabankans. Nú bendir allt til þess að 11 ríki myndi Myntbandalagið í upphafi. Aðeins tæplega 33% af vöruviðskiptum Íslands eru við þau. Áhrifin verða því alls ekki eins mikil í byrjun og stundum er látið að liggja í opinberri umræðu hér á landi. Í raun verður það ekki fyrr en með þátttöku Bretlands sem meira en helmingur af vöruviðskiptum okkar verður við lönd innan Myntbandalagsins.

En hvaða kosti eigum við í gengismálum

eftir að Myntbandalagið hefur tekið til starfa? Fræðilega eru kostirnir þessir: 1) núverandi kerfi, 2) flotgengi, 3) einhliða tenging við evru, 4) tvíhliða tenging við evru og loks 5) að evra verði gerð að lögeyri á Íslandi. Í þessum kostum er ekki reiknað með beinni aðild að Myntbandalaginu því að aðild er háð því skilyrði að þjóð sé í Evrópusambandinu.

Það er einkum þrennt sem leggja verður til grundvallar þegar við metum ofangreinda kosti: í fyrsta lagi hvaða árangri þeir skili í lágri verðbólgu og efnahagslegum stöðugleika, í öðru lagi hve líklegir þeir séu til að draga úr vaxtamun gagnvart útlöndum – og í þriðja lagi hvaða sveigjanleika þeir bjóði þegar ytri áföll ber að eða sérstök búbot kemur til.

Núverandi skipan gengismála felst í því að gengið er tengt viðskiptaveginni gengisvísitölu með 6% fráviksmörkum í hvora átt. Tilkoma evrunnar mun ekki hindra að þessi skipan verði óbreytt. Evra myndi þá fá vægi í gengisvoginni í samræmi við hlutdeild Myntbandalagslanda í utanríkisviðskiptum okkar. Þessi leið felur það hins vegar í sér að enginn sérstakur ávinningur verður af lækkun vaxtamunar gagnvart útlöndum umfram það að trú manna á stöðugleikann eykst eftir því sem fram líða stundir. Auk þess sýnir reynsla undanfarinna ára, nú síðast frá Asíu, að erfiðara er orðið að halda stöðugu gengi með frjálsri fjármagnshreyfingu og æ stærri og virkari alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum. Við hinu síðastnefnda mætti bregðast með því að leyfa genginu að fljóta, en ef það á að fara saman við litla verðbólgu og áframhaldandi lækkun vaxtamunar gagnvart útlöndum þyrftu að koma til yfirlýst verðbólgu markmið og Seðlabankinn að fá það verkefni að beita tækjum sínum til að ná því markmiði.

Einhliða tenging við evru kemur vart til greina þar sem hún skilar engum sérstökum ávinningi í aukinni trú manna á stöðugleika og lægri vaxtamun gagnvart útlöndum. Hún hefur auk þess þann ókost að gengistengingin endurspeglar ekki utanríkisviðskipti þjóðarinnar og kemur ekki til álita nema Bretland sé með í bandalaginu. Tvíhliða tenging er mun skárri þar sem á móti ofangreindum annmarka kæmi aukin

trú á stöðugleika vegna stuðnings Seðlabanka Evrópu við tenginguna og þar með ávinningur í lægri vaxtamun. Vaxtamunur vegna gengisáhættu hyrfi hins vegar ekki þar sem stuðningur Seðlabanka Evrópu yrði aldrei án takmarka og skilyrða. Rétt er að taka fram að enn er óljóst hvort og hvenær Seðlabanki Evrópu verður til viðræðu um hugsanlegt tvíhliða samstarf við ríki utan bandalagsins. Gengisbreytingar að tillögu hvors aðila um sig gætu því enn orðið. Það er þá fyrst ef krónan yrði lögð niður og evra tekin upp sem lögeyrir með svipuðum hætti og Panama og Líbería hafa gert gagnvart Bandaríkjadal, að gengisáhætta og vaxtamunur vegna hennar hyrfu. Það hlýtur hins vegar að vera umhugsunarefni að ekkert sjálfstætt ríki þar sem efnahagsmál eru í lagi hefur mér vitanlega farið þessa leið. Hagnaður af notkun myntarinnar fellur þá öðru landi í skaut og enginn íhlutunarréttur er um þá stefnu sem fylgt er. Auk þess er enn óljóst hvort þessi leið verður fær í sátt við væntanlegan Seðlabanka Evrópu. Þá yrði þátttaka í myntbandalagi mun betri kostur en sá síðast nefndi þar sem hún fæli í sér hlutdeild í hinum svokallaða myntsláttuhagnaði sem fylgir gjaldmiðlinum og þátttöku í ákvörðunum um peningamál. Það krefst hins vegar aðildar að Evrópusambandinu eins og ég hef áður getið um, en ákvörðun um aðild að því veltur auðvitað á mun fleiri þáttum en fyrirkomulagi gengis- og peningamála.

Þetta er auðvitað mjög almenn greining á þeim kostum sem við stöndum frammi fyrir, en sýnir þó að málið er mun flóknara en stundum er látið að liggja og þær leiðir sem til greina koma hafa hver og ein bæði kosti og galla. Einnig er töluverð óvissa um framvindu málsins og það sem kann að vera í boði. Ástæðan er m.a. sú að Peningamálastofnun Evrópu, sem er undanfari

Seðlabankans, hefur ekki ljáð máls á viðræðum við neitt ríki utan Myntbandalagsins um tengsl við það. Verkefni til undirbúnings Myntbandalaginu hafa reynst ærin og munu verða það um sinn, og því hefur Peningamálastofnunin ekki séð sér fært að móta neina stefnu gagnvart þeim sem utan við standa. Það verður verkefni Seðlabanka Evrópu þegar hann tekur til starfa. Þangað til þau mál skýrast gera Íslendingar best í því að halda verðbólgu í skefjum og varðveita efnahagslegan stöðugleika og búa þannig í haginn til að geta valið þegar þar að kemur. Reynsla annarra hefur sýnt að þegar öllu er á botninn hvolft eru það ekki töfralausnir í gengismálum sem skipta sköpum, heldur traust hagstjórn og innviðir hagkerfisins.

Lokaorð

Góðir fundargestir. Um þessar mundir búum við Íslendingar við allgott jafnvægi í efnahagsmálum. Þó benda líkur til viðskiptahalla á þessu ári þriðja árið í röð. Verðhækkanir eru enn mjög hóflegar, og enn hafa ekki komið fram vísbendingar um almennt launaskrið þótt þess sjáist merki í vissum greinum. Áfram verður mikill vöxtur í þjódarbúskapnum. Líklegt er að sá slaki, sem varð í efnahagslífinu áður en hagvöxtur jókst á ný, sé um það bil að hverfa. Öflugur hagvöxtur er líklegur til að auka eftirspurn á vöru- og þjónustumarkaði og eykur hættuna á því að kostnaðarhækkanir leiti út í verðlag. Öll rök benda því til þess að hætta geti verið á ofþenslu í hagkerfinu. Af þeim sökum mun Seðlabanki Íslands áfram fylgja aðhaldssamri stefnu í peningamálum.

Ég vil að lokum þakka ánægjulegt samstarf sem Seðlabankinn hefur átt við stjórnvöld og fjármálastofnanir í landinu.