

Birgir Ísl. Gunnarsson

bankastjóri og formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands

Árangursrík efnahagsstjórn má ekki víkja fyrir skammtímalausnum

Ræða flutt á ársfundi Seðlabanka Íslands 30. mars 2005

Fyrir hönd bankastjórnar Seðlabanka Íslands býð ég ykkur velkomin á 44. ársfund bankans. Reikningar bankans fyrir árið 2004 hafa í dag verið staðfestir af forsætisráðherra. Ársskýrsla bankans hefur verið gefin út, og þar er að finna yfirlit yfir starfsemi bankans og afkomu auk greinargerðar um stefnu hans og aðgerðir í peningamálum, um fjármálakerfi, fjármálastöðugleika og fjármálamarkaði, svo og það sem helst einkenndi efnahagsframvindu liðins árs.

Stöðugt verðlag er meginmarkmið peningastefnunnar

Samkvæmt lögum um Seðlabanka Íslands, sem gengu í gildi fyrir fjórum árum, skal stöðugt verðlag vera meginmarkmið við stjórn peningamála. Í yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka hinn 27. mars 2001 er bankanum sett verðbólguþolmið, þ.e. að stefnt skuli að því að árleg verðbólga reiknuð sem hækkun á vísitölu neysluverðs verði að jafnaði sem næst 2½%. Með því að stöðugt verðlag er meginmarkmið verður peningastefnunni ekki beitt í öðrum efnahagslegum tilgangi, svo sem til þess að ná jöfnuði í viðskiptum við útlönd, halda uppi mikilli atvinnu eða tilteknu gengi íslenskrar krónu – nema að því marki sem slíkt samrýmist verðbólguþolmiði bankans.

Verðbólga yfir þolmörk í febrúar 2005

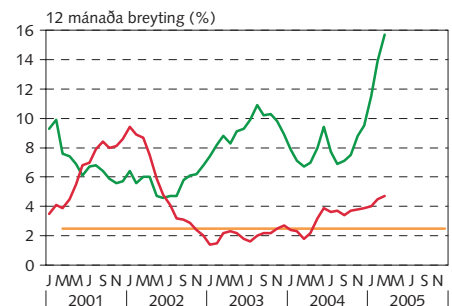
Verðbólga jókst verulega á árinu 2004, en hún hafði verið nálægt 2½% markinu eða lítillega undir því frá árslokum 2002. Hún varð 4% frá upphafi til loka liðins árs. Nú í byrjun mars mældist verðbólga 4,7%, en í febrúar fór hún yfir þau 4% þolmörk sem lýst er í áður nefndri yfirlýsingu Seðlabanka og ríkisstjórnar frá því í mars 2001. Þegar þessi þolmörk eru rofin ber bankanum að senda ríkisstjórn greinargerð sem birt er opinberlega. Í henni skal koma fram mat bankans á ástæðum fráviksins, hvernig hann hyggst bregðast við og hve langan tíma hann telur það munu taka að ná settu verðbólguþolmiði að nýju. Slík greinargerð var send ríkisstjórninni 18. febrúar sl. og birt sama dag.

Meira umfang stóriðjuframkvæmda og kerfisbreytingar á íbúðalánamarkaði valda aukinni eftirspurn innanlands og örva verðbólgu

Vaxandi verðbólga að undanförunu á sér nokkrar skýringar. Miklar stóriðjuframkvæmdir hafa aukið eftirspurnarálag í þjóðfélaginu. Framkvæmdir við virkjanir og álbræðslur leggjast þyngra á þetta ár en áður var talið og ná hámarki í ár, en ekki á næsta ári eins og fyrr var búist

Mynd 1

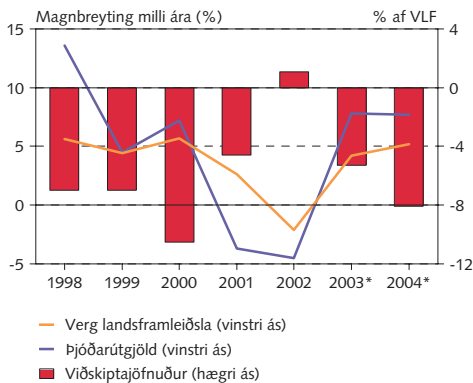
Vísitala neysluverðs og húsnæðisliður hennar janúar 2001 - mars 2005



— Vísitala neysluverðs
— Húsnæðisliður
— Verðbólguþolmið Seðlabankans

Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 2
Hagvöxtur, þjóðarútgjöld og viðskiptajöfnuður
1998-2004



Heimild: Hagstofa Íslands.

við. Framkvæmdakostnaður í ár er áætlaður 85 milljarðar króna eða tæplega 10% af landsframleiðslu síðasta árs. Breyttar aðstæður á lánamarkaði hafa jafnframt örvað verðbólguna. Fyrirætlanir Íbúðalánasjóðs um hækkað lánslutfall og aukin hámarkslán kölluðu fram viðbrögð bankanna er þeir hófu að bjóða fasteignaveðlán á mun betri kjörum og í ríkari mæli en áður hafði tíðkast. Áhrif af auknu framboði lánsfjár á verðlag hafa til þessa einkum komið fram á húsnæðislið í vísitölu neysluverðs. Í byrjun mars hafði markaðsverð húsnæðis hækkað um 24% síðustu 12 mánuði. Að slepptu húsnæðisverði hafði vísitala neysluverðs hækkað um 2% á sama tíma. Það er því ljóst að hækking húsnæðisverðs hefur átt mikinn þátt í verðbólgu undanfarna mánaða. Hækking á verði þjónustuliða veldur einnig áhyggjum. Á síðustu 12 mánuðum hækkaði verð opinberrar þjónustu um 6,9%, og olli það 0,5% hækking vísitölnunnar. Og verð á þjónustu einkaaðila hækkaði um 3,5%, en það er 0,8% af hækking vísitölnunnar. Hækking á verði almennrar þjónustu hefur oft verið til marks um vaxandi eftirspurnarþenslu.

Viðfangsefni hagstjórnar að sporna gegn ofþenslu

Samkvæmt áætlun Hagstofu Íslands varð hagvöxtur 5,2% á árinu 2004 í kjölfar 4,2% vaxtar á árinu 2003. Aukinn hagvöxtur stafaði að mestu af hröðum vexti þjóðarútgjalda, en útflutningur jókst einnig umtalsvert eftir lægð á árinu 2003. Vöxtur einkaneyslu jókst enn á árinu og er talinn hafa verið 7,5%, hinn mesti í fimm ár. Kaupmáttur ráðstöfunartekna jókst þó hægar en árið 2003, en léttari greiðslubyrði húsnæðislána og greiðari aðgangur að lánsfé ýtti undir einkaneyslu. Áætlað er að fjárfesting hafi vaxið um 12,8%. Það er nokkru minna en á árinu 2003. Hagvöxtur á evrusvæðinu öllu er talinn hafa verið 1,9% í fyrra, og ekki er útlit fyrir mikla aukningu næstu ár. Það sýnir enn hve viðfangsefni hagstjórnar eru ólík hér og sunnar í Evrópu þar sem hagstjórn er miðuð að því að örva efnahagslífið. Hér á landi er viðfangsefnið hins vegar að sporna gegn ofþenslu.

Viðskiptahalli áhyggjuefni

Vaxandi viðskiptahalli er áhyggjuefni. Á síðasta ári er hann talinn hafa numið 70 milljörðum króna eða 8% af landsframleiðslu. Útflutningur jókst um 12% á árinu 2004, en hann hafði nánast staðið í stað á árinu 2003. Sterk króna, mikil einkaneysla og aukið umfang stóriðjufrankvæmda birtist í umtalsverðum vexti innflutnings á árinu. Vöruinnflutningur var 23% meiri að raungildi en árið áður, og var það mestur vöxtur frá árinu 1998. Rekja má u.þ.b. þriðjung viðskiptahallans til stóriðjufrankvæmda. Spáð er enn meiri viðskiptahalla á þessu ári, en jafnframt að í ár muni hann ná hámarki.

Innflutningur vinnuafis hefur komið í veg fyrir spennu á vinnumarkaði

Hægt dró úr atvinnuleysi á liðnu ári þrátt fyrir talsverð umsvif í efnahagslífinu. Það var ekki fyrr en á síðustu mánuðum sem tölur af vinnumarkaði bentu til vaxandi spennu. Árstíðarleidd atvinnuleysi var 2,4% í febrúar, og lausum störfum hefur fjölgað mjög. Aukinni eftirspurn eftir vinnuafli var að nokkru leyti mætt með erlendu starfs-

liði, en útgáfa nýrra atvinnuleyfa jókst um nálega helming á árinu 2004. Nýjum atvinnuleyfum hefur þó ekki fjölgað síðustu 3 mánuði frá sama tíma í fyrra. Aukinn innflutningur vinnuafis skýrist að hluta af starfsmannaþörf til stóriðjuframkvæmda, en hann jókst einnig í öðrum greinum.

Mikilvægt að dragi úr verðbólgu svo kjarasamningar haldi

Kjarasamningar sem gerðir voru á almennum vinnumarkaði á fyrri hluta síðasta árs voru í aðalatriðum samhljóða, og samræmast kostnaðaráhrif þeirra í megindráttum verðbólguþætti Seðlabankans. Samningarnir eru til fjögurra ára, en reynt getur á uppsagnarákvæði þeirra tvisvar á samningstímabilinu, í lok árana 2005 og 2006, standist ekki forsendur þeirra um að verðlagsþróun verði í takt við verðbólguþætti Seðlabanka Íslands og kostnaðarhækkunar sem í þeim felast verði almennt stefnumarkandi á vinnumarkaði. Af þessu sést m.a. hversu mikilvægt það er að verðbólga verði sem næst verðbólguþætti Seðlabankans þegar líða tekur á árið.

Óraunhæft að Seðlabankinn geti stillt af gengið

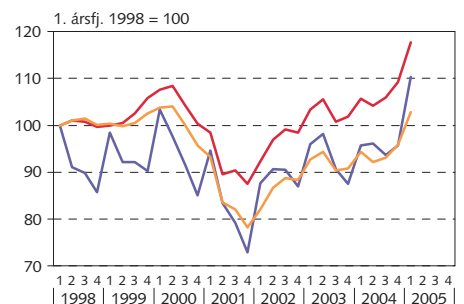
Þegar verðbólguþætti var tekið upp var jafnframt horfið frá fastgengisstefnu og gengi látið fljóta og ráðast á markaði. Reynt hefur sýnt að með frjálsu flæði fjármagns milli landa er ógerlegt að seðlabanki stýri genginu. Ákvarðanir Seðlabanka Íslands í vaxtamálum hafa vissulega áhrif á nafngengið, en margir aðrir þættir hafa þar einnig áhrif. Það er því með öllu óraunhæft að gera þær kröfur til Seðlabankans að hann stilli gengið af með einhverjum hætti og finni rétta blöndu af vöxtum og gengi, hver sem hún er. Til þess þyrfti bankinn að hverfa frá verðbólguþætti eða taka þyrfti upp gjaldeyrishöft sem er auðvitað óraunhæft. Eftir veikingu krónunnar í upphafi síðasta árs var gengi hennar fremur stöðugt uns það styrktist töluvert undir árslok. Eftir áramót hélt það áfram að styrkjast og hefur ekki í mörg ár verið sterkara en það er nú.

Seðlabankinn varaði við raungengishækkunum í kjölfar stóriðjuframkvæmda ...

Gengi krónunnar hefur mikil áhrif á íslenskan þjóðarbúskap. Það hefur bein áhrif á verðlag innfluttrar og útfluttrar vöru og þjónustu. Samanlagt verðmæti út- og innflutnings hefur undanfarnin ár numið um 75-80% af landsframleiðslu. Raungengi má skilgreina sem hlutfallslega þróun verðlags eða launakostnaðar á einingu í heimalandi annars vegar og viðskiptalöndunum hins vegar frá tilteknu grunnári og mælt í sama gjaldmiðli. Hækkun raungengis krónunnar felur í sér að verðlag eða launakostnaður hér á landi hefur hækkað meira en í viðskiptalöndunum að teknu tilliti til gengisbreytinga. Samkeppnisstaða innlendra aðila hefur með öðrum orðum versnað. Þegar ákvörðun var tekin um þær umfangsmiklu stóriðjuframkvæmdir sem nú standa yfir var alveg ljóst að raungengi krónunnar myndi hækka verulega, og hefur Seðlabankinn margt gert grein fyrir því í ræðu og riti. Raungengi myndi einkum hækka vegna hækkunar nafngengis sökum mikils innstreymis fjár frá útlöndum. Tækist ekki að hafa hemil á verðbólgu myndi raungengi einnig hækka af völdum hennar.

Mynd 3

Nafngengi¹ og raungengi krónunnar
1. ársfj. 1998 - 1. ársfj. 2005



— Nafngengi
— Raungengi miðað við hlutfallslegt neysluverð
— Raungengi miðað við hlutfallsleg laun

1. Styrking nafngengis krónu (lækkun gengisskráningarvísitölu) er sýnd með hækkanði ferli.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

... og hefði hækkun þess ekki átt að koma á óvart

Viðfangsefnið hefur því öðru fremur verið að hafa stjórn á framvindunni, og að mati Seðlabankans hefði versta leiðin verið sú að raungengið hækkaði vegna aukinnar verðbólgu innanlands. Slíkt þekkjum við af biturri reynslu og gafst hvorki vel fyrir atvinnuvegi né heimilin í landinu. Leið Seðlabankans var því sú að hækka stýrivexti bankans með tilheyrandi hækkun á nafngengi og reyna þannig að koma í veg fyrir að raungengið hækkaði af völdum verðbólgu. Miður aðhaldssöm peningastefna kynni að leiða til lægra nafngengis um skamma hríð, en ekki lægra raungengis til lengdar. Lægri vextir hefðu að lokum í för með sér meiri verðbólgu og hækkun launa. Það myndi svo sennilega færa raungengið að endingu í svipað horf og yrði ef aðhaldssamri peningastefnu væri fylgt í upphafi. Meginmunurinn felst í því að verðbólga væri mun meiri þegar kæmi að óhjákvæmilegri aðlögun gengis við lok framkvæmda. Enginn vafi er á því að hið háa raungengi er erfitt fyrir útflutnings- og samkeppnisgreinar, en vitað var að slíkt erfiðleikatímabil kæmi og stæði meðan framkvæmdir væru í hámarki. Það hefði því ekki átt að koma neinum á óvart. Ef ekki hefði verið gætt aðhalds í peningamálum nú og við sætum uppi með mikla verðbólgu og hátt raungengi í lok þensluskeiðs yrðu þessar atvinnugreinar hins vegar í enn erfiðari stöðu. Strangt aðhald sem kæmi fyrst til á þeim tíma kynni auk þess að leiða til erfiðleika og áfalla í fjármála-kerfinu með afleiðingum sem erfitt er að sjá fyrir.

Sveiflur raungengis á Íslandi ekki meiri en í öðrum löndum

Í sögulegu samhengi stefnir í að raungengi á þessu ári verði með hæsta móti. Ólíklegt er að svo hátt raungengi geti staðist mjög lengi. Mikilvægt er að aðlögun þess verði með sem mýkstum hætti. Í þessu samhengi bendi ég á úttekt í síðasta hefti *Peningamála* þar sem gerð er grein fyrir því að sveiflur raungengis á Íslandi eru alls ekki meiri en í öðrum löndum, t.d. þeim löndum sem búa við verðbólgu markmið og við berum okkur einatt saman við. Hitt er svo annað mál að vægi utanríkisviðskipta í hinum ýmsu ríkjum er misjafnt, og því hafa sveiflur í gengi gjaldmiðla ólík áhrif á heimili og fyrirtæki í einstökum löndum.

Útrás íslenskra banka kallar á breytt verklag

Í lögum um Seðlabanka Íslands segir að hann skuli stuðla að stöðugu verðlagi og jafnframt að virku og öruggu fjármálakerfi, meðal annars greiðslukerfi innanlands og við útlönd. Ég mun ekki að þessu sinni gera fjármálastöðugleika að sérstöku umtalsefni. Ástæðan er sú að Seðlabankinn hyggst gefa út sérstaka skýrslu í næsta mánuði um fjármálalegan stöðugleika, og þar mun koma fram mat bankans á stöðu fjármálakerfisins. Ég ætla þó að nefna hér tvennt sem tengist mjög fjármálalegum stöðugleika. Annað er eftirtekta- og útrás íslenskra banka sem hefur mikil áhrif á fjármálakerfið. Bankarnir verða fyrir vikið óháðari sviptingum í íslenskum þjórðarbúskap en áður vegna þess hve umsvif þeirra hafa í miklum mæli færst til annarra landa. Um leið verða þeir næmari fyrir áföllum sem eiga upptök sín á erlendum mörkuðum. Þetta kallar á breytt verklag í Seðlabankanum. Ég lýsi þessum breytingum ekki nánar hér, en þær voru reifaðar í *Peningamála* á sl. hausti.

Brýnt að gaumgæfa hlutverk Íbúðalánasjóðs í ljósi þróunar á lánamarkaði að undanförunu

Hitt atriðið er útlánaaukning lánakerfisins og þó einkum bankanna. Útlánaþenslan undanfarin tvö ár er áhyggjuefni bæði fyrir fjármálagan stöðugleika og verðbólguþröng Seðlabankans. Útlán lánakerfisins í heild jukust um 16% að raungildi á síðasta ári. Með lánakerfi er átt við alla sem stunda útlánastarfsemi, m.a. Íbúðalánasjóð og lífeyrissjóði. Lánakerfið er gert upp ársfjórðungslega, og þetta eru síðustu tiltækar tölur. Nýjustu tölur um stærstu útlánastofnanir sýna að útlán innlánsstofnana til innlendra aðila jukust um 40% á tólf mánuðum til febrúarloka. Langmest er aukning fasteignaveðlana. Frá því í ágúst og til febrúarloka höfðu innlánsstofnanir afgreitt 14.500 fasteignaveðlán sem nema samtals 158 milljörðum króna. Á móti kemur að sjóðfélagalán lífeyrissjóða drógust saman á þessu tímabili um 6 milljarða króna og útlán Íbúðalánasjóðs um rúmlega 59 milljarða króna. Færsla fasteignaveðlana inn í bankakerfið er til bóta og styrkir það þegar til lengdar lætur. Þetta kom hins vegar til á óheppilegum tíma og miklu þensluskeiði. Í ljósi framvindunnar er orðið mjög brýnt að gaumgæfa hlutverk Íbúðalánasjóðs og endurskoða löggjöf um hann.

Ábyrgð bankanna á aukinni skuldaför þjóðarinnar mikil ...

Að slepptri beinni starfsemi bankanna erlendis námu erlendar skuldir innlánsstofnana í lok janúar sl. tólf hundruð milljörðum króna og höfðu vaxið síðastliðna 12 mánuði um 561 milljarð króna. Mikill meirihluti þessa eru langtímaskuldir, og er það mikil bót frá því sem áður var þegar bankarnir reiddu sig um of á skammtímaskuldir í fjármögnun sinni. Erlendar eignir hafa einnig vaxið, en þó ekki haldið í við skuldirnar. Erlendar eignir innlánsstofnana námu 590 milljörðum króna í lok janúar og höfðu aukist um 312 milljarða króna á síðustu 12 mánuðum. Erlendar skuldir þjóðarbúsins, sem birtast einkum í erlendum skuldum bankanna, eru einna veikastur þáttur í efnahagslegri stöðu þjóðarbúsins. Þau fyrirtæki sem meta lánshæfi ríkissjóðs benda öll á þetta sem áhættuþátt og vara við aukinni skuldaför er gæti leitt til lægra lánshæfismats. Ábyrgð bankanna í þessu efni er því mikil.

... og þeir verða að gera sömu kröfur til sjálfra sín og Seðlabanka og ríkisvalds

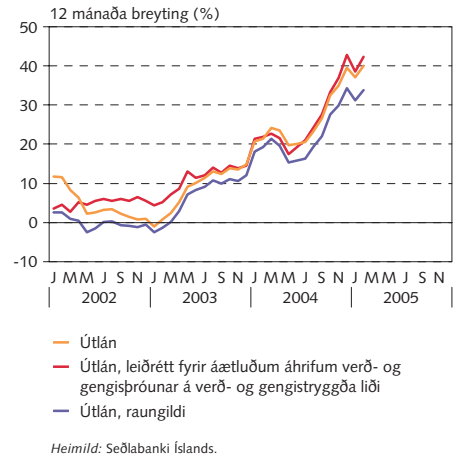
Af miklum útlánavexti verður ekki hjá því komist að álykta að bankarnir hafi farið offari. Enginn vafi er á því að þessi mikla aukning á verulegan þátt í vaxandi þenslu og þeirri verðbólgu sem hún hefur haft í för með sér og kallar á hærri stýrivexti en ella. Bankarnir eru mjög mikilvægur þáttur í efnahagskerfi okkar. Þeir gera kröfur til Seðlabanka og ríkisvalds um að sýna aðhald og stuðla að efnahagslegum stöðugleika og verða því einnig að gera sambærilegar kröfur til sjálfra sín.

Horfur á áframhaldandi þenslu fram á næsta ár

Í síðustu viku gaf Seðlabankinn út ársfjórðungsrit sitt *Peningamál* þar sem gerð er grein fyrir framvindu og horfum í efnahags- og peningamálum og birt ný þjóðhagsspá. Ekki er ástæða til að rekja hana í smá-

Mynd 4

Útlán innlánsstofnana til innlendra aðila
janúar 2002 - febrúar 2005



atriðum, en hún felur það í sér að mikill vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar verði viðvarandi í ár, einkum í atvinnuvegum, m.a. vegna meiri þunga í stóriðjuframkvæmdum á þessu ári en áður var gert ráð fyrir eins og hér hefur verið nefnt. Hins vegar er gert ráð fyrir hóflegri aukningu samneyslu. Hagvöxtur verður 6,4% í ár. Hann verður ívið minni á næsta ári, en einnig dregur úr vexti einkaneyslu og fjárfestingar. Framleiðsluspenna eykst talsvert í ár og á næsta ári. Viðskiptahalli nær hámarki í ár, 12% af vergri landsframleiðslu, en minnkar á næsta ári gagnstætt því sem áður hafði verið spáð. Af framansögðu er ljóst að mikil þensla einkennir efnahagslífið í ár og fram á næsta ár.

Frekara aðhalds er þörf

Samkvæmt þeirri verðbólguþá sem birtist nú í *Peningamálum* hafa horfur batnað frá síðustu spá, en verðbólgan verður þó áfram yfir settu marki ef litið er tvö ár fram í tímann. Hækkun stýrivaxta og töluverð hækkun á gengi krónunnar dregur hvort tveggja úr innlendri eftirspurn og verðhækkun innfluttrar vöru, sérstaklega til skemmri tíma. Verðbólgan verður því nokkru minni á spátímabilinu en búist var við í desember. Eftir eitt ár gerir Seðlabankinn ráð fyrir að verðbólga verði við 2½% markið. Þetta eru betri horfur en blöstu við í desember. Spáð er rúmlega 3% verðbólgu eftir tvö ár, en það er einnig nokkru minna en gert var ráð fyrir í síðustu spá, enda þótt þetta sé áfram yfir markmiðinu.

Mikilvægt er að hafa í huga að í spánni er tekið mið af stýrivöxtum Seðlabankans eins og þeir voru þegar hún var gerð, og jafnframt er miðað við að gengi krónunnar haldist út spátímabilið álíka sterkt og það er nú. Spáin sýnir hver framvindan gæti orðið ef bankinn aðhefst ekkert umfram það sem hann hafði gert þegar spáð var. Ljóst er að því lengra sem líður á spátímabilið eykst óvissan um spána. Einkum leikur vafi á um gengið, en raungengið er nálægt sögulegu hámarki eins og ég hef áður getið um. Því eru líkur meiri en ella á því að það gefi eftir og verðbólga aukist. Með hliðsjón af þessari spá ákvað Seðlabankinn þegar *Peningamál* voru kynnt að hækka vexti um 0,25 prósentur, nokkru minna en markaðsaðilar áttu von á og minna en við síðustu vaxtabreytingar bankans. Stýrivextir bankans eru því nú 9%. Ákvörðun um tiltölulega hóflegt skref nú er m.a. byggð á því að nýlegar vaxtahækkningar bankans og umtalsverð hækkun á gengi krónunnar hafa aukið aðhald sem á eftir að skila fullum árangri. Frekara aðhalds kann þó að verða þörf á næstu mánuðum.

Umræðan um peningastefnuna ber vott um aukinn skilning á lögmálum efnahagslífsins en hún snýst of mikið um skammtímaáhrif hennar

Samanburður við síðustu spár og ýmsar líkur benda til þess að síðan í desember hafi vaxtahækkningar Seðlabankans að mestu skilað sér í auknu aðhaldi. Peningastefna Seðlabankans er mjög til umræðu á almennum vettvangi, og er það eðlilegt svo miklir hagsmunir sem eru í húfi. Eðli málsins samkvæmt hef ég fylgst rækilega með umræðum um stjórn peningamála um alllangt skeið og hlýtt að viðurkenna að mér finnst umræðan að undanfögnu hafa verið mun þroskaðri en áður

og bera vott um mjög aukinn skilning á ýmsum lögmálum efnahagslífsins. Það er eðlilegt að skiptar skoðanir séu á aðgerðum Seðlabankans á aðhaldstímum eins og nú. Bankinn fagnar opinberri umræðu og er reiðubúinn til þátttöku í henni. Ég vil nota þennan vettvang til að gera að umtalsefni örfá atriði sem uppi hafa verið í umræðunni að undanförmu.

Ákvarðarnir í vaxtamálum koma ekki að fullu fram fyrir en eftir 1-2 ár

Stundum er því haldið fram að peningastefnan skili ekki árangri vegna mikils innstreymis erlends lánsfjár. Því heyrist og fleygt að peningastefna Seðlabankans hafi aðeins áhrif í gegnum gengi krónunnar, en ekki á langtímavexti og síst á verðtryggða vexti. Víst er að aðhaldsöm stefna í peningamálum hefur veruleg áhrif á gengið til hækkunar. Það dregur úr verðbólgu í bráð. Vaxtahækkarnir Seðlabankans hafa einnig skjót áhrif á peningamarkaðinn, og aðrir vextir til fárra mánaða eða ára verða fljótlega fyrir áhrifum. Vaxtaákvarðanir Seðlabankans hafa einnig áhrif á langtímavexti, bæði verðtryggða og óverðtryggða. Allar rannsóknir hér á landi sem annars staðar staðfesta það, en þetta tekur langan tíma, og þess vegna verður peningastefnan að vera framsýn. Ákvarðanir í vaxtamálum sem teknar eru nú koma ekki að fullu fram í langtímavöxtum fyrir en eftir 1-2 ár. Umræðan snýst einnig of mikið um skammtímaáhrif stefnunnar í peningamálum. Hér þarf að líta fram á veg og hafa í huga þau áhrif sem koma ekki fram fyrir en eftir nokkur misseri. Það er eindregin skoðun Seðlabankans að vaxtabreytingar á Íslandi hafi sömu áhrif að lokum og vaxtabreytingar í öðrum löndum, með öðrum orðum að hin almennu efnahagslögmál gildi jafnt hér sem annars staðar.

Breyting á bindiskyldu ógagnsæ aðgerð og getur komið misjafnlega niður á lánastofnunum

Þegar aðhaldssöm peningastefna er farin að segja til sín og koma niður á tilteknum atvinnugreinum er eðlilegt að spurt sé hvort ekki megi finna aðrar leiðir og mildari sem komi helst ekki við neinn. Í leit að slíkum leiðum hefur t.d. verið nefnt að æskilegra væri að beita bindiskyldu en vöxtum eða breyta grunni neysliverðsvisitölu, t.d. með því að taka þar húsnæðiskostnað út, enda væri þá verðbólga um þessar mundir innan verðbólguþröngmiðs. Seðlabankinn hefur gert grein fyrir afstöðu sinni til þessa hvors tveggja. Að því er bindiskylduna snertir hefur bankinn bent á að öflugar innlendar fjármálastofnanir hafi ýmsar leiðir til að komast hjá áhrifum aukinnar bindiskyldu. Hún muni því koma mjög misjafnt niður á einstökum lánastofnunum og myndi vafalaust koma mjög hart niður á sparisjóðum sem hafa ekki sömu tök á að víkja sér undan áhrifum bindiskyldunnar og viðskiptabankarnir. Alþjóðleg reynsla sýnir einnig að afar erfitt er að sjá fyrir áhrif breyttrar bindiskyldu. Afleiðingarnar geta orðið afdrifaríkar fyrir einstakar stofnanir. Þetta er meginástæða þess að helstu seðlabankar heims nota ekki lengur breytta bindiskyldu sem stjórnþæki. Hins vegar er ljóst að áhrif á vexti og gengi yrðu í stórum dráttum hin sömu og af hækkun stýrivaxta þótt miðlunarferlið kunnist að verða með öðrum hætti og koma misjafnlega niður á einstökum greinum

lánakerfisins auk þess sem breyting á bindiskyldu er ógagnsæ aðgerð og áhrif á væntingar ófyrirséð.

Húsnæðiskostnaður á að vera liður í þeirri vísitölu sem verðból gumarkmiðið miðast við

Þá er Seðlabankinn eindregið þeirrar skoðunar að húsnæðiskostnaður eigi áfram að vera þáttur í þeirri verðvísitölu sem verðból gumarkmiðið miðast við og að sú aðferð sem Hagstofa Íslands hefur notað við að meta húsnæðiskostnað sé í meginatriðum hin besta sem völ er á. Þetta helgast af því að húsnæðiskostnaður er mikilvægur þáttur í neyslu einstaklinga og 80% landsmanna búa í eigin húsnæði. Með því að sniðganga verðbreytingar húsnæðis væri því horft fram hjá verulegum þætti í útgjöldum einstaklinga. Fyrir seðlabanka sem gert er að fylgja verðból gumarkmiði hefur húsnæðisliður neysliverðsvísitölu reynst hafa gott spásagnargildi um almenna verðþróun. Þetta stafar væntanlega af því að húsnæðismarkaðurinn er ótengdur erlendum mörkuðum. Aukinni eftirspurn eftir húsnæði verður ekki beint út úr þjóðarþúskapnum eins og ásókn í aðra vöru og þjónustu, og ekki gætir þar heldur erlendar samkeppni að nokkru marki. Þegar eftirspurn eykst hratt tekur húsnæðisverð því oft að hækka fyrr og meira en verðlag á vöru og þjónustu almennt. Þá má benda á að ef húsnæðisverð hefði ekki verið í vísitölu neysliverðs hefði verðbólga farið yfir 10% í efnahagslægdinni á árinu 2001, og það hefði krafist enn harðari aðgerða af hálfu Seðlabankans en þá var beitt.

Meiri aðlögunarhæfni og umbætur á sviði efnahagsmála hafa haft í för með sér hækkun lánsþæfismats ríkissjóðs ...

Fyrir stuttu hækkaði matsfyrirtækið Standard & Poor's mat sitt á lánsþæfi ríkissjóðs, og er það nú talið mjög gott af þeim þremur fyrirtækjum sem meta ríkissjóð og mest kveður að, þ.e. Standard & Poor's, Moody's og Fitch. Öll fylgjast matsfyrirtækin vel með íslensku efnahagslífi. Vegna þess að Standard & Poor's hefur nýlega hækkað lánsþæfiseinkunn ríkissjóðs er fróðlegt að skoða helstu þætti í umsögn fyrirtækisins, bæði þá sem styrkja matið og hina sem bent er á að geti veikt það.

Fyrirtækið telur að hækkun lánsþæfismatsins sé til marks um verulegar og viðvarandi framfarir í aðlögunarhæfni og uppbyggingu íslensks hagkerfis. Fjármálakerfið hafi styrkst, bæði regluverk og fjármálaeftirlit. Aðkoma banka að fasteignamarkaði styrki fjármálakerfið. Opinber fjármál standi traustum fótum og stjórnkerfið sé í senn stöðugt og sveigjanlegt.

... en það gæti lækkað aftur aukist erlendar skuldir verulega

Fyrirtækið telur hins vegar að hreinar skuldir þjóðarþúsins séu mjög miklar og vaxandi, viðskiptahalli sé mikill og erlend lausafjárstaða tiltölulega slök. Það geti skipt sköpum að staðið verði við langtíma-stefnu stjórnvalda í ríkisfjármálum og að ófyrirséðri aðlögunarþörf verði mætt með aðgerðum í ríkisfjármálum fremur en í peningamálum. Vaxi erlendar skuldir verulega og grafi ójafnvægi alvarlega um sig eftir stórfamkvæmdir geti það dregið úr lánsþæfi. Þetta voru meginatriðin í umsögn Standard & Poor's. Ástæða er til að taka þau

alvarlega, og það er að sjálfsögðu mjög mikilvægt að ríkissjóður hafi gott láns hæfi. Það er mikilvægt fyrir aðgang ríkissjóðs að mörkuðum og fjárfestum og fyrir lánskjör. Láns hæfismat ríkissjóðs myndar einnig þak yfir láns hæfiseinkunnir íslenskra banka og annarra stofnana. Góð láns hæfiseinkunn skiptir miklu í útrás bankanna og fyrir ört vaxandi þörf þeirra fyrir greiðan aðgang að erlendu lánsfé. Það eru því sam-eiginlegir hagsmunir ríkissjóðs og bankanna að Ísland búi áfram við gott láns hæfismat.

Skammtímalausnir í efnahagsmálum geta leitt til ófarnaðar

Góðir fundarmenn. Eins og fram hefur komið hækkaði Seðlabankinn stýrivexti sína um 0,25 prósentur í síðustu viku. Þar með hefur bankinn hækkað stýrivexti sína um 3,7 prósentur síðan hann hóf að hækka vexti í maí á síðasta ári. Í þessu birtist sú skoðun Seðlabankans að miðað við núverandi efnahagsástand og horfur á næstu tveimur til þremur árum sé mun árangursríkara að tryggja nægilegt aðhald í tæka tíð en að bíða og grípa til aðhaldsaðgerða síðar. Síðbúnar aðhaldsaðgerðir fela í sér hættu á mun meiri verðbólgu þegar fram í sækir og þar með mun meiri hættu fyrir fjármálakerfið, fyrirtæki og heimili. Það er afar mikilvægt að takast strax á við þá verðbólgu sem við eygjum við sjónarrönd. Það er lögboðið hlutverk Seðlabankans, og bankinn er staðráðinn í að gegna því. Því meira sem aðrir leggja af mörkum til að hemja þenslu, þ.e. ríki, sveitarfélög og lánastofnanir, því auðveldara verður að tryggja stöðugleika til frambúðar. Árangursrík efnahagsstjórn liðinna ára má ekki víkja fyrir skammtímalausnum sem aðeins myndu leiða til ófarnaðar.

Ég vil að lokum þakka forsætisráðuneytinu og öðrum stjórnvöldum gott samstarf. Davíð Oddsson lét af störfum forsætisráðherra 15. september sl. og er honum hér þökkun góð samvinna við Seðlabankann. Jafnframt býð ég Halldór Ásgrímsson velkominn í fyrsta sinn á ársfund bankans sem forsætisráðherra og vænti góðs samstarfs við hann. Ég þakka góða samvinnu við fjármálastofnanir. Síðast en ekki síst þakka ég starfsfólki Seðlabankans gott samstarf og vel unnin verk, en án góðs starfsfólks hefði bankanum ekki auðnast að ná þeim árangri sem raun ber vitni.