

Jón Sigurðsson seðlabankastjóri:

SÍ-21447

*Erindi á málstofu í Viðskiptaháskólanum á Bifröst
haldið 3. mars 2005*

Ágætu tilheyrendur

Sem kunnugt er skiptist hagkerfið í aðgreinda markaði. Markaðirnir þurfa að geta starfað sem frjálsast og verið skilvirkir og sjálfráðir að sem allra mestu leyti. Markaðir hagkerfisins eru tengdir innbyrðis, en misnáðið og misbeint. Helstu markaðir eru í fyrsta lagi vöru- og þjónustumarkaðir, í öðru lagi vinnumarkaður, í þriðja lagi fasteignamarkaður, í fjórða lagi verðbréfa- og fjármagnsmarkaðir, og í fimmta lagi peningamarkaðir, gjaldeyrismarkaður, gjaldeyrisskiptamarkaður, krónumarkaður, sem líka eru nefndir millibankamarkaðir.

Síðast nefndu markaðirnir hafa þroskast vel á síðustu árum hér á landi. Nú ráða hér samkeppni og jafnræðisregla, vaxtafrelsi, frjálsar fjármagnshreyfingar og gengi krónunnar er frjálst á markaði. Og hér starfa eftirlitsstofnanir með regluverki í samræmi við Evrópureglur.

Bylting hefur orðið í íslensku fjármálakerfi síðasta einn og hálfan áratug. Um 1990 störfuðu hér 13 bankar og fjárfestingarsjóðir, auk Bygðastofnunar og Húsnæðisstofnunar sem þá hét svo, og ríkið var allsráðandi á þessu sviði. Síðan þá hefur samrunaskriða gengið yfir í litríkum áföngum. Nú eru hér þrír myndarlegir viðskiptabankar og sameiginleg bankastofnun sparisjóðanna. Á þessu sama árabili hefur ríkið dregið sig út úr rekstri viðskiptabanka og langflestra fjárfestingarsjóða, og er það straumhvörf í íslenskri efnahags- og viðskiptasögu. Einkavæðingin hefur orðið á síðustu árum og á forsendum hennar hafa bankarnir styrkst og eflst um allan helming og hafið útrás til annarra landa og inn á ný svið, bæði í fjárfestingum, þátttöku í áhætturekstri og í fasteignaveðlánum.

Seðlabanki starfar í nánnum tengslum við fjármála- og peningamarkaði, gjaldeyrismarkað, krónumarkað, þ.e. millibankamarkaðina. Sem aðalbanki eða miðbanki má segja að seðlabanki sé m.a. umsjónar- og öryggismiðstöð á þessum vettvangi.

Seðlabanki Íslands hefur það meginmarkmið að stuðla að stöðugleika í þróun verðlags. Hann er banki ríkisins - en má þó ekki veita ríkissjóði lán -, og hann er banki bankanna, vakir yfir greiðslukerfum í íslensku fjármálakerfi og yfir öryggi fjármálakerfisins, annast um

gjalddeyrisvarasjóð og á þátt í mótun gjalddeyrisstefnu, sér um samstarf við alþjóðlegar fjármálastofnanir, hefur einkarétt á peningaútgáfu hérlendis og heldur fjárhirslur, og auk þess vinnur hann að margs konar greiningum, rannsóknum, og útgáfu.

Markaðir eru mikilvægar upplýsingaveitur og m.a. þess vegna verða þeir að hafa svigrúm til skilvirkni og sjálfræðis. Tilraunir til handstýringar torvela þá upplýsingamiðlun sem samfélagið þarf að fá frá mörkuðunum og geta villt mönnum sýn á vanda og úrlausnir. Og væntingar um pólitískar snarreddingar eru tálsýnir.

Meginstraumar samfélagsins eru á vöru- og þjónustumörkuðum og vinnumarkaði. Þar birtast verðmætasköpun, lífskjaraþróun, hagvöxtur og efnahagslegur styrkur eða veikleikar. Banka- og peningamarkaðir verka meira óbeint, og þeir ráða ekki öllu um framvindu þjóðarhags og lífskjara hérlendis.

Seðlabanki hefur mikilvægt hlutverk varðandi öryggi og stöðugleika í samspili markaða og stofnana sem þar vinna. Ekki síst er það verkefni seðlabanka að vaka yfir sameiginlegri mælieiningu markaðanna, sem hér er íslenska krónan. Verðlagsþróun og verðbólga eru í rauninni samheiti um breytingar á eigin verðmæti gjaldmiðilsins.

Mikilvægt er að greina á milli strauma á mismunandi mörkuðum. Það er ekki hið sama sem gerist t.d. á vöru- og þjónustumörkuðum eða á peningamörkuðum.

Það er líka munur á skammtímabylgjum og langtímastraumum. Yfir markaðina ganga ýmsar tímabundnar bylgjur, og misjafnt hvort eða hvernig þær snerta við varanlegu straumunum. Áhrifin ganga á milli bæði beint og óbeint og misjafnlega sterkt.

Sumar ákvarðanir á mörkuðum eru á jaðrinum, vegna þess að hagræði af þeim er lítið eða hæpið í það og það skiptið. Vitundin um jaðarstöðu mótar aðgerðir allra. Bankar, ríkisvald og seðlabanki miða við að hafa áhrif á jaðarákvarðanir og jaðaraðgerðir, ýta undir þær eða draga úr þeim eftir atvikum. Með því að breyta jaðaraðstæðum má m.a. hafa áhrif á heildarumsvif á markaðinum, til aukningar eða samdráttar. Slíkar breytingar verka einnig á alla þróun verðlags á markaðinum.

Vert er að hafa í huga að í hagkerfinu gætir hvarvetna svonefndra miðlunaráhrifa, og jafnvel margföldunaráhrifa, þannig að takmörkuð aðgerð, sem snertir við jaðrinum, getur verkað áfram stig af stigi og margfaldast út um markaðina og hagkerfið.

Lykilatriði til skilnings á starfsemi seðlabanka er vitundin um samspil ólíkra markaða, um mismun á skammtímabylgjum og langtímastraumum, og um jaðaraðgerðir og miðlunar- og margföldunaráhrif. Seðlabankar snerta peningamarkaðina með skammtímaaðgerðum sem hafa bein og óbein áhrif út um hagkerfið.

Fjármálakerfi og markaðir þurfa að vera örugg og stöðug, og traust verður að ríkja um aðferðir og tæki sem notuð eru á mörkuðunum. Framvinda og horfur á markaði, einkum á skilvirkum og öruggum markaði, móta framtíðarspár og svokallaðar hagrænar væntingar í samfélaginu. Mat manna og spá um ástandið eftir t.d. eitt eða tvö ár móta væntingar og mat um verðmæti veraldlegra hluta bæði að þessum tíma liðnum og einnig nú þegar. Þannig ráða væntingarnar úrslitum á hverjum tíma.

Verðbólga er spegilmynd af eigin verðmæti gjaldmiðilsins. Með samspil markaðanna í huga má sjá að verðlagsþróun er peningalegt fyrirbæri. Peningalegar aðgerðir ráða ekki öllu um verðlagsþróun í hagkerfinu í einstökum atriðum en þær hafa skilgreind áhrif á hana og geta mótað hana í heildardráttum.

Þessum áhrifum er miðlað með skammtíma-jaðaraðgerðum á peningamörkuðum. Peningamálaaðgerðir seðlabanka berast síðan út um hagkerfið með miðlunarferli stig af stigi og áfanga af áfanga. Talið er að vaxtabreytingar Seðlabanka Íslands taki allt að tveimur árum að ná fullum tilætluðum áhrifum.

Miðlunarferlið hefst t.d. á því að seðlabanki breytir vöxtum sínum. Þeir hafa áhrif á markaðsvexti í viðskiptalífinu og þannig áfram á útlánamagn og peningamagn, á eignaverð, og beint og óbeint á gengi krónunnar. Samtímis hefur þessi atburðarás áhrif á væntingar og trúverðugleika í kerfinu. Í næsta áfanga miðlunarferlisins birtast áhrif á og breytingar í innlendri eftirspurn og í innflutningi og útflutningi. Þannig verða breytingar á heildareftirspurn og umsvifum í hagkerfinu. Það bætir í eða dregur úr. Við gengisbreytingar verða m.a. breytingar á innflutningsverðlagi. Gengislækkun veldur verðhækkunum en verðhækkunir í innflutningi taka að hjaðna eftir gengishækkun. Loks birtist þessi útmiðlun með breytingum í verðbólguþróuninni.

Vegna þessara áhrifa af aðgerðum seðlabanka eru helstu vextir hans nefndir stýrivextir. En þeir verka ekki beint eða umsvifalaust, heldur fyrst sem skammtíma-jaðaraðgerð á peningamörkuðum. Í íslenska hagkerfinu birtast áhrifin fyrst með breyttum skammtímavöxtum og óbeint með gengisbreytingum, en án þess að Seðlabankinn stýri genginu á nokkurn hátt eða reyni að stýra því.

Jafnan verka margs konar áhrif samtímis á þróun gengisins. Gengisþróun er fyrir bragðið öldungis ófyrirsjáanleg. Það liggur fyrir að gengishækkunir, sem geta m.a. tengst hækkun stýrivaxta, geta komið þungt niður á útflutnings- og samkeppnisgreinum Íslendinga. En það er erfitt að greina með vissu hvað ræður úrslitum hverju sinni. Samkeppnisstaða íslenskra fyrirtækja er viðkvæm vegna samanburðar m.a. við launa- og rekstrarkostnað í öðrum löndum. Ekki er víst að samkeppnisstaða íslenskra fyrirtækja á einum markaði sé viðkvæm fyrir breytingum gjaldmiðla á öðrum mörkuðum. Þá ber einnig að hafa

í huga að gengisbreytingar hafa áhrif á skuldagreiðslur íslenskra fyrirtækja erlendis. Gengishækkunir hafa t.d. lækkað skuldastöðu og afborganir.

Oft er það svo að valkostirnir í hagstjórn yfirleitt virðast vera í það og það skiptið annaðhvort vaxtahækkun og gengishækkun eða á hinn bóginn verðbólga, vinnudeilur og óstöðugleiki sem koma ennþá verr og þyngra niður á atvinnuvegunum. Iðulega verður að leita siglingaleiðar milli skers og báru, og Seðlabankinn hefur afmörkuð hlutverk í þessu.

Á sjálfráðum mörkuðum sem stefna að skilvirkni ráða markaðsaðilar ferðinni. Markaðsaðilar á þeim mörkuðum sem hér hafa einkum verið nefndir eru viðskiptabankar og sparisjóðir, fjárfestingarbankar og eignarhaldsfyrirtæki, lífeyrissjóðir og önnur svipuð fyrirtæki og stofnanir. Markaðsaðilarnir eru framsýnir í athöfnum og væntingar þeirra um framvinduna skipta sköpum. Seðlabankinn birtir og útskýrir markmið sín og áherslur og reynir þannig að hafa mótandi áhrif á væntingar markaðsaðilanna. Í þessu skiptir trúverðugleiki seðlabankans þá mjög miklu máli.

Seðlabanki Íslands er í hópi margra seðlabanka sem fylgja svonefndu verðbólgu markmiði. Þá leitast seðlabanki í samræmi við opinbert markmið sitt við að tryggja stöðuga verðlagsþróun til langs tíma með peningamálaaðgerðum sínum. Kyrrstaða eða hjöðnun í verðlagi eru ekki taldar eftirsóknarverðar, og þá ekki heldur mikil verðbólga eða sveiflukennnd.

Seðlabanki Íslands stefnir að árlegri verðbólgu sem nemur 2,5 %, og ef árleg verðbólga fer út fyrir 1,0 - 4,0 %, þ. e. fram yfir frávík um 1,5 % til hvorrar áttar, ber bankanum að gera ríkisstjórninni opinberlega grein fyrir því m.a. hvernig og á hve löngum tíma þróuninni verður stýrt aftur að markmiðinu. En markmið Seðlabanka Íslands er ekki svigrúmið milli 1,0 og 4,0 % heldur árleg verðbólga sem nemur 2,5 %.

Ákvarðanir í peningamálum eru teknar í áhættu og óvissu. Önnur öfl verka jafnframt á sama tíma, og skipta fjármál ríkisins þar langmestu. Miðlunarferlið þarf að vera opið og sýnilegt. Það skiptir t.d. máli að gengi gjaldmiðilsins sé frjálst á markaði, en gengið er mikilvægur hlekkur í miðlunarferlinu. Skammtímasveiflur gengisins miðla áhrifum og veita upplýsingar sem varasamt er að reyna að fela, - eins og reynslan hefur sýnt.

Í umræðum um vexti og gengi er reyndar ástæða til minna á að sitt er hvað nafnvextir og raunvextir, nafngengi krónunnar eða þróun raungengis.

Ákvarðanir um breytingar á stýrivöxtum byggjast á mörgum þáttum og vandaðri upplýsingaöflun og fræðilegri úrvinnslu. Stýrivöxtum er gjarnan breytt þegar fyrir liggur að spá um vænta verðbólguþróun

víkur greinilega frá verðbólguþróun og efnahagsþróun virðist víkja frá jafnvægi með afleiðingum í væntanlegri verðlagsþróun. Einnig skipta spár og mat á væntingum miklu máli.

Vextir á millibankamörkuðum eru helstu tæki Seðlabanka Íslands. Mestu skipta vextir í svonefndum endurhverfum viðskiptum, svonefndir stýrivextir. Endurhverf viðskipti eru keðja reglubundinna viðskipta á millibankamarkaði þar sem seðlabanki lánar fé til nokkurra daga í senn til þess að tryggja lausafjármagn í hagkerfinu og eru kölluð „endurhverf“ vegna þess að verðbréfin sem sett eru sem trygging ganga til baka að liðnum umsömdum tíma. Einnig skiptir máli hver mismunur er á einstökum vaxtagundum seðlabanka, þ.e.a.s. hve víður eða þröngur svonefndur vaxtagangur er. Seðlabankar hafa notað ýmis önnur tæki og aðferðir, svo sem gengisákvæðanir, stjórn á vöxtum í viðskiptalífinu og ákvæðanir sem ætlað er að móta peningamagn í umferð, t.d. svonefnda bindiskyldu en þá eru bankar skyldaðir til að eiga fé inni á reikningum í seðlabankanum.

Eins og áður segir er gengi íslensku krónunnar nú frjálst á markaði, og vaxtafrelsi ríkir og fjármagnshreyfingar eru frjálsar. Ekki er talið að bindiskylda henti sem virkt stýritæki til að hafa skammtíma-áhrif á umsvif á mörkuðunum. Allar aðgerðir og ákvæðanir Seðlabanka Íslands miðast m.a. við að efla og styrkja sjálfráða og skilvirka markaði. Þannig verður Seðlabanki Íslands að mæta öðrum markaðsaðilum, a.m.k. að hluta til, samkvæmt skilmálum markaðarins en ekki ævinlega með einhliða valdboði, enda þótt Seðlabankinn hafi reyndar hlutverk við reglusetningu.

Mjög mikil vinna er lögð í undirbúning og röksemdafærslur varðandi ákvæðanir um stýrivexti. Fræðimenn hafa unnið miklar rannsóknir á þessu sviði. En aðstæður eru auðvitað endalaust breytingum undirorpnar, og eitt er athugun á fortíðinni og annað ábyrg ákvörðun um framtíðina. Miklu skiptir að finna nothæfa skilgreiningu á svonefndum jafnvægisraunvöxtum og jafnvægisnýtingu framleiðsluþátta, svo að dæmi séu tekin, því að hagkerfið er síbreytilegur vettvangur lifandi manna.

Nefna má nokkur dæmi um áhrifaöfl og vísbendingar. Kjarasamningar ýta yfirleitt undir neyslueftirspurn. Stórframkvæmdir auka m.a. eftirspurn eftir fjármagni og vinnuafli. Verðhækkanir á húsnæði hafa reynst leiðandi vísbending um verðbólgu framundan. Hlutföll milli tekna og útgjalda ríkis og sveitarfélaga hafa ráðandi áhrif á allt efnahagsástand. Opinber fjármál eru svo umfangsmikil að þróun þeirra ræður úrslitum, og væntanlega vill almenningur í lýðræðisþjóðfélagi að svo sé. Stórframkvæmdir og ástand ríkisfjármála hafa svonefnd ruðningsáhrif út um allt hagkerfið, vegna þess að styrkur þeirra mótár kjör og aðstöðu annarra aðila.

Í almennri hagstjórn verða margir aðilar að taka saman á. Oft segja menn að því meira sem ríkisvaldið, sveitarfélögin og aðrir opinberir

aðilar taka á sig í sveiflustjórnun og sveifluviðbrögðum, þeim mun minna lendir á seðlabanka og peningamálastjórn hans. Í reyndinni er þessu oftast öfugt farið, - að því minna sem brugðist er við í opinberum fjármálum, þeim mun meiri þungi lendir á seðlabankanum um einbeittar peningamálaaðgerðir.

Seðlabanki Íslands leggur mikla og vandaða vinnu í líkön sín og hagspár. Sérstöku máli skipta verðbólguþspár Seðlabankans enda liggja þær til grundvallar aðgerðum í peningamálum. Með þessari vinnu leitast Seðlabanki við að greina líklegustu horfur um framvindu í efnahags- og verðlagsmálum tvö ár fram í tímann, en aðgerðir í peningamálum, einkum breytingar á stýrivöxtum, miðast við að hafa áhrif á framvinduna á þeim tíma.

Til þess að nálgast viðfangsefnin láta margir seðlabankar sér ekki nægja að birta eina spá hverju sinni, heldur birta þeir jafnframt frávikaspár til að sýna mismunandi líkindi og möguleika. Þetta á m.a. við um spárgerð Seðlabanka Íslands.

Til þess að seðlabanki nái árangri þarf hann að viðhafa fagleg vinnubrögð og málefnalegt gegnsæi. Aðgerðir hans þurfa að vera fyrirsjáanlegar samkvæmt stefnu sem er opinberlega kynnt og þekkt. Trúverðugleiki er forsenda árangurs.

Í frjálsum hagkerfi og viðskiptalífi skipta trúverðugleiki og traust öllu máli. Það er ekki hægt að leika sér með traust og væntingar frjálstra manna. Að sama skapi verður seðlabanki að fylgja varanlegum opinberlega þekktum langtíma-viðhorfum og forðast skyndifrávik sem ekki lúta þeim.

Á þessum grundvelli hefur Seðlabanki Íslands þannig alkunnar mælistikur um árangur starfseminnar. Í krafti þeirra hefur hann sjálfstæði andspænis stjórnvöldum og getur axlað ábyrgð. Þetta sjálfstæði er þáttur í þroska lýðræðislegs stjórnkerfis. Stjórnmalabarátta hefur sitt eðlilega svigrúm og svæði í samfélaginu, en Seðlabankinn er utan þessa svæðis samkvæmt eðlilegri verkaskiptingu.

Seðlabanki Íslands var stofnaður sem sjálfstæð stofnun 1961, en hafði áður verið hluti af Landsbanka Íslands. 27. mars 2001 birtu ríkisstjórnin og Seðlabanki Íslands sameiginlega yfirlýsingu um verðbólguþspármið og sjálfstæði Seðlabankans í störfum, og nú starfar Seðlabanki Íslands eftir lögum nr. 36 frá 22. maí 2001. Með þessum breytingum á árinu 2001 var Seðlabanka Íslands mótuð staða og stefna í samræmi við það sem best þykir á þessu sviði. Meginmarkmið bankans eru ákvörðuð með lögum og sumar stefnuákvæðanir eru teknar með aðild forsætisráðherra, en að öðru leyti hefur Seðlabanki Íslands sjálfstæði og eigin ábyrgð á athöfnum og aðgerðum. Sjálfræði og eiginábyrgð eiga t.d. við um ákvæðanir og aðgerðir í peningamálum.

Með því að stefna að verðbólguþætti sínu leitast Seðlabanki Íslands við að styrkja og efla viðskipta- og efnahagslíf þjóðarinnar og að móta væntingar viðskiptalífs og almennings um framvindu mála og að staðfesta þær síðan með árangri í reynd. Þannig vinnur Seðlabankinn m.a. að því að nálgast jafnvægi sem stuðlar að stöðugleika í kaupmætti heimilanna. Sem aðalbanki eða miðbanki er Seðlabanki Íslands þannig ekki síst þjónustustofnun fyrir almenning.

Ég þakka áheyrnina