

Davíð Oddsson, formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands
Ræða á morgunverðarfundi Viðskiptaráðs Íslands
5. desember 2005

Seðlabankinn hækkaði stýrivexti sína um 25 punkta fyrir helgi. Ég geri ekki ráð fyrir að sú ákvörðun hafi komið á óvart. Vel má vera að einhverjir kunni að hafa lesið út úr skrifum bankans í tengslum við ákvörðun vaxta í september s.l. að vaxtahækkunin yrði meiri nú, 50 punktar eða jafnvel 75 punktar. Engar slíkar ákvarðanir voru skráðar í þau skrif, en á hinn bóginn voru þar skýrar heitstrengingar af bankans hálfu að hann tæki lögskipað hlutverk sitt mjög alvarlega og myndi ekki hika við að beita sér af fullum þunga til að fylgja því eftir. Þær yfirlýsingar standa óhaggaðar.

Í *Peningamálum*, sem birt voru á heimasíðu Seðlabankans s.l. föstudag, er gerð rækileg grein fyrir mati bankans á stöðu og horfum í efnahags- og peningamálum og rökunum að baki ákvörðunar bankastjórnar um að hækka vexti nú .

Myndin sem við stóðum frammi fyrir 27. september s.l. hefur tekið nokkrum breytingum. Óvissu um kjarasamninga hefur verið eytt, að vísu með töluverðum tilkostnaði. Vísitala neysluverðs lækkaði nokkuð við síðustu mælingu. Dregið hefur úr hækkun á verði fasteigna, og allt bendir til að þar hafi orðið vatnaskil. Lánastofnanir fara nú aðeins gætilegar en áður í lánveitingum til þessa þáttar og vaxtakjör eru að breytast. Olíuverð virðist vera stöðugra nú en áður og þrátt fyrir vaxandi spennu á vinnumarkaði er launaskrið ekki komið úr böndum. Hækkun stýrivaxta Seðlabankans er tekin að liðast víðar um hagkerfið, en á því er innbyggð

töf við allar aðstæður og jafnvel aukin töf vegna sérstöðu íslensks efnahagslífs um þessar mundir. Mikilvægasta breytingin í kjölfar hækkunar stýrivaxtanna í september var að ávöxtun verðtryggðra skuldabréfa tók loks að hækka. Mjög mikilvægt var að áhrifa peningastefnunnar færi að gæta á þeim hluta þjóðarbúskaparins þar sem þenslumerkin voru hvað skýrust, þ.e. á afar hraðan vöxt einkaneyslu.

Þótt allir þessir þættir séu athyglisverðir og jákvæðir, þá gefa þeir einir sér ekki tilefni til breytinga á þeirri stefnu sem bankinn hefur fylgt. Spennan í efnahagslífinu er enn veruleg, eftirspurnin mikil og óneitanlega töluvert ójafnvægi. Þessa þætti er óhjákvæmilegt að skoða í samhengi. Um leið og sjálfsagt er að horfa til nýfenginna upplýsinga og á skammtímahorfur er enn nauðsynlegra að horfa til vísbendinga um þróunina til aðeins lengri tíma.

Seðlabanki á raunar ekki annars kost, enda eiga tæki hans það sameiginlegt með myllum guðs að þau mala hægt, en þau geta malað vel, ef þolinmæði og framsýni ráða för. Seðlabankinn hefur ekki dregið dul á, að hátt gengi krónunnar fær vart staðist til langframa. Mikilvæg breyting nú á haustmánuðum og það sem af er vetri er mikil útgáfa á skuldabréfum í íslenskum krónum á alþjóðamarkaði. Útgáfa þessi nærast einkum á miklum vaxtamun á milli Íslands og annarra þróaðra landa. Í *Peningamálum* er leitast við að greina áhrif útgáfunnar, meðal annars í sérstakri grein. Áhrifin geta verið jákvæð. Þau geta til dæmis leitt til virkari gjaldeyris- og verðbréfamarkaða hér á landi og þannig haft jákvæð áhrif á íslenska efnahagsþróun. Útgáfan getur þó einnig – tímabundið að minnsta kosti – skapað óvissu um miðlun peningastefnunnar og jafnvel beint áhrifum hennar frekar en ella um gengisfarveginn. Slík miðlun kemur hart niður á útflutningsgreinum en gerir lítið til að hemja vöxt einkaneyslu.

Meðal forsendna að baki verðbólguþápanni, sem birt var í *Peningamálum* nú, eru að venju stýrivextir eins og þeir voru á spádegi. Á grundvelli hennar ákvað bankastjórnin að hækka stýrivexti um 0,25 prósentur. Á næstu misserum mun Seðlabankinn þurfa að haga peningastefnunni þannig að aðlögun gengis, sem til lengri tíma litið virðist óumflýjanleg, leiði ekki til meiri verðbólgu en samræmist verðbólguþápanni. Til þess mun þurfa strangt aðhald svo lengi sem veruleg framleiðsluspenna og spenna á vinnumarkaði valda þrýstingi á verðlag. Vaxtamunur við útlönd þarf jafnframt að vera nægur til að stuðla að hægfareni aðlögunar gengisins.

Verðhækkunarbylgja húsnæðis hefur náð hámarki. Ef gengi krónunnar helst tiltölulega hátt og stöðugt eru jafnframt töluverðar líkur á hjöðnun vöruverðs. Því eru horfur á að úr verðbólgu dragi á næstu mánuðum, ekki síst í ljósti þess að gengishækkun krónunnar í ár hefur aðeins að litlu leyti skilað sér í innlendu verðlagi. Ef húsnæðismarkaðurinn kólnar hraðar en gert er ráð fyrir í spám Seðlabankans er líklegt að það leiði til enn hraðari hjöðunar húsnæðisverðbólgu en nú er áætluð. Horfur um gengisþróun, áframhaldandi hraður vöxtur einkaneyslu og meiri hækkun launakostnaðar umfram framleiðnibreytingar en áður var gert ráð fyrir vega hins vegar þyngra, þegar horft er lengra fram á veginn.

Seðlabankinn hefur ítrekað varað við hugmyndum um að hægt sé að komast hjá erfiðleikum sem óhjákvæmilega fylgja aðhaldssamri peningastefnu með því að víkja tímabundið frá verðbólguþápanni, eða “hleypa verðbólgunni í gegn”, eins og það hefur verið orðað. Þetta er óraunhæfur kostur. Slík stefnubreyting Seðlabankans myndi umsvifalaust skila sér í hærri verðbólguvæntingum, ýta undir enn meiri launahækkunir og leiða til gengislækkunar og aukinnar verðbólgu. Á endanum þyrfti enn meiri hækkun stýrivaxta til þess að kveða verðbólguna niður. Erfiðleikar sem slíkri stefnu fylgdu fyrir heimili og fyrirtæki yrðu því meiri en ekki minni. Því má heldur ekki gleyma að mikill hluti skulda einstaklinga og

fyrirtækja er annað hvort verð- eða gengistryggður. Þessi sérkenni íslenska fjármálamarkaðarins fela í sér að jafnvel skammtímaávinningur heimila og fyrirtækja af minna peningalegu aðhaldi kann að vera lítill og e.t.v. minni en enginn.

Hið opinbera getur hins vegar stuðlað að átakaminni aðlögun með því að gæta strangs aðhalds í fjármálum. Mikill vöxtur eftirspurnar og hagnaður fyrirtækja hafa skilað ríkissjóði tekjum í ár langt umfram það sem áætlanir gerðu ráð fyrir. Svipuð staða getur orðið uppi á teningnum á næsta ári. Brýnt er að stjórnvöld, bæði ríkis og sveitarfélaga, bregðist ekki við slíkum tekjuauka með eftirgjöf á gjaldahlið, heldur með áformum um aukinn tekjuafgang eins og að virðist stefnt við afgreiðslu fjárlaga.

Eins og tilkynnt var fyrir skömmu verður framkvæmd peningastefnunnar breytt þannig að á næsta ári mun bankastjórn Seðlabankans taka ákvörðun um stýrivexti á sex dögum sem þegar hafa verið tilkynntir. Þrír þeirra verða útgáfudagar *Peningamála*. Á öllum þessum dögum mun bankastjórn kynna ákvörðun sína á fréttamannafundi, hvort sem vöxtum verður breytt eður ei, og rökstuðning að baki henni. Með þessari breytingu er gegnsæi peningastefnunnar eflt enn frekar. Segja má að formlegum vaxtaákvörðunardögum hafi verið fjölgað úr fjórum í sex, því útgáfudagar *Peningamála* voru í reynd orðnir viðurkenndir sem slíkir. Þrátt fyrir þetta getur bankastjórn að sjálfsögðu ákveðið að breyta vöxtum á milli fyrirfram tilkynntra vaxtaákvörðunardaga ef tilefni verður talið til. Fyrsti formlegi vaxtaákvörðunardagur næsta árs verður fimmtudagurinn 26. janúar.

Íslensk efnahagsmál eiga sér á hverjum tíma einhverja samsvörun úti í veröldinni. En einstöku viðfangsefni geta þó verið með ólíkum brag og kallað á sérstök úrræði. Þetta blasir við, ef horft er til stýrivaxta Seðlabankans um þessar mundir. Þeir geta hvergi speglað sig. Skýringin er

sú, að á Íslandi er myndin einstök, og jafnvel þætti flestum metnaðarfullt markmið að halda jafnvægisverðbólgu við okkar aðstæður.

Í fyrsta lagi stendur nú yfir stærsta einstaka framkvæmdaskeið í sögu þjóðarinnar og á sama tíma er margur annar en Landsvirkjun og erlendar viðskiptastofnanir hennar í miklum framkvæmdahug.

Í öðru lagi upplifum við á sama tíma mestu útrás íslenska bankakerfisins með langmestu skuldasöfnun þess erlendis og tilheyrandi innstreymi fjár.

Í þriðja lagi er í sömu svifum stofnað til umbyltingar á lánsfjármarkaði þjóðarinnar, þar sem öllum, sem geta hreyft sig, er boðið upp í dans.

Í fjórða lagi eru skattar lækkaðir eða slík lækkun boðuð á næstu mánuðum. Og svo eins og kokteilber á kökuna er launþegum bætt verðbólga sem stafar af því að fasteignir þeirra flestra hafa hækkað í verði, án þess að þeir beri af því kostnað.

Það er við þessar aðstæður sem við ætlum að tryggja að verðbólga lúti til lengri tíma þeim lögmálum sem henni hafa verið ákveðin í lögum um Seðlabanka Íslands og yfirlýsingu hans og ríkisstjórnarinnar. Þetta hlýtur að teljast metnaðarfullt. Þegar við horfum til heimsbúskapar blasir þar við töluvert ójafnvægi. Hinn mikli viðskiptahalli Bandaríkjanna étur upp drjúgan hluta af sparnaði alls heimsins um þessar mundir. Handstýrt gengi annars staðar, t.a.m. í Kína, verður til þess að markaðslögmálin bregðast síðar við þessu vandamáli, en efni standa til. Hagspekingar segja þó að þarna hljóti að verða breyting og því síðar sem hún kom til, því meira umróti muni hún valda þegar hún loks kemur. Gagnvart okkur hafa þó ytri aðstæður verið hagfelldar fram til þessa. Lánstraust er mikið og aðgangur okkar að mörkuðum galopinn. Vextir hafa verið lágir og afurðaverð verið hagfellt og gert sterka stöðu krónunnar, sem ekki er eilífðarfyrirbæri,

miklu bærilegri fyrir marga en ella. En við þurfum að gæta þess að hagfelld ytri kjör á flestum sviðum verði ekki ófrávíkjanleg forsenda fyrir velgengni okkar.

Það er mat mitt, eftir aðeins fáeinar vikur í Seðlabankanum, að stjórnendum hans sé ekki síst borgað fyrir að gefa áhættuþáttum efnahagslífsins sérstakan gaum. Í því ljósi nefni ég eftirfarandi. Það er auðvitað fullkomlega eðlilegt að framsæknir bankar í örum vexti, sem skynja að hinn smái íslenski markaður þrengi að þeim, leiti allfast eftir erlendu fjármagni í viðleitni sinni til útrásar og ábata. Innri styrkur bankakerfisins og allar þær vísitölur sem eftirlitsstofnanir og matsfyrirtæki horfa til eru meira en í góðu horfi. Því ættu allir markaðir að standa íslenskum bönkum opnir svo langt sem séð verður inn í framtíðina. En vandinn er bara sá, að það er ekki endilega öruggt að á hverjum tíma ráði þessar mikilvægu forsendur einar ferðinni. Það gera þær eingöngu meðan allt er með feldu á markaðinum. En markaðurinn getur verið kvikur, ekki síst þegar ójafnvægi ríkir í heimsbúskapnum. Mikill vöxtur og hreyfing er í bandarísku efnahagslífi um þessar mundir. Það er fagnaðarefni. Önnur merki eru hins vegar síðri, sparnaður í lágmarki, fjárlagahalli mikill og viðskiptahalli slær ný og ný met. Evrópa hefur ekki náð sér á strik enn sem komið er og nýleg vaxtahækkun seðlabanka álfunnar er harðlega gagnrýnd af þeim sem hafa áhyggjur af deyfð og vaxandi atvinnuleysi. Allir þessir þættir í umhverfi okkar kalla á eðlilega varfærni, ekki síst þegar útgáfa skuldabréfa íslenska fjármálastofnana hefur vaxið svo hratt og orðið svo fyrirferðamikil á markaði. Við slíkar aðstæður má taka undir orð kollega míns, danska seðlabankastjórans, sem sagði fyrir fáeinum dögum, að það væri ekki síður mikilvægt að virða reglur um hámarksshraða í efnahagslífinu en í umferðinni.

Ég vil leyfa mér að fara fáeinum orðum um húsnæðismálin. Það er örugglega auðvelt að færa sæmileg rök fyrir því að ríkisstjórnin hafi mátt

hugsa sinn gang betur þegar róttækar breytingar voru gerðar á húsnæðisstefnu stjórnvalda í byrjun uppsveiflunnar 2003, og skynsamlegra hefði verið að geyma þær til loka hagsveiflunnar. (Ég vænti þess að menn átti sig á að hvaða forsætisráðherra þessi gagnrýni beinist). En það má jafnvel með betri rökum segja, að þrátt fyrir umdeilanlega tímasetningu, þá hafi verið stofnað til mjög jákvæðra umskipta á umgjörð húsnæðiskerfisins, sem ríkisstjórnin getur verið stolt af. Viðbrögð bankakerfisins komu hins vegar stjórnvöldum vissulega í opna skjöldu. Það er, úr því sem komið er, orðið aukaatriði. Eftir þau viðbrögð er húsnæðiskerfið í gömlu myndinni nánast orðið úrelt á augabragði, hvort sem mönnum líkar betur eða ver.

Vextir af íbúðalánum eru vissulega enn háir á Íslandi. En það er ekki áhugaverðasta umræðuefnið í augnablikinu, heldur hið gagnstæða. Aðgangur að lánsfé og kjör er snerta húsnæðiskaup eða byggingar hafa ekki áður verið betri hér á landi. En hinu er ekki að leyna að stór hluti bankakerfisins er sennilega að greiða niður húsnæðislán sín um þessar mundir. Auðvitað kann að vera að það sé meðvituð áhætta tekin í trausti þess, þar sem um langtímalán er að ræða, að þegar vextir verði líkir því sem annars staðar gerist, þá hagnist lánveitandinn að lokum vel. Ef við setjum slíka spákaupmennsku til hliðar, þá blasir við, að samkeppnisstaða á húsnæðismarkaði gengur ekki upp, þegar einn aðili nýtur lánstrausts ríkissjóðs, greiðir ekki ábyrgðargjald og er undanþeginn ýmsum gjöldum sem samkeppnisaðilar hans bera. Það er laukrétt að þetta vissu lánastofnanir fyrir, þegar þær opnuðu upp á gátt. En það er, sem fyrr sagði, orðið aukaatriði nú og verkefnið hlýtur að vera að koma þessari skipan í eðlilegt horf sem allra fyrst.

Ágætu tilheyrendur

Ég er nú staðsettur í þeim enda þjóðlífsins sem dregur að sér áhyggju- og aðvörunarorð úr öllum áttum. Og ég er ekki frá því að það sé skynsamleg

skipan að einum aðila sé falið slíkt hlutskipti. Hann verður þá að hafa burði til að vega og meta stöðuna og bregðast rétt við. Ég vona að íslenski Seðlabankinn hafi slíka stöðu. Það er örugglega rétt að Seðlabankinn er sem í hlutverki flugumferðarstjóra í efnahagssveiflu, því hann hefur vissulega hugann fremur við landinguna en flugtakið. En það er hins vegar ekki rétt, sem stundum er gefið í skyn, að bankanum sé sama, hvort sú landing verður mjúk eða hörð.