



Ingimundur Friðriksson, Seðlabankastjóri:

Peningastefnan og áhrif hennar¹

Ójafnvægi hefur einkennt íslenskan þjóðarbúskap undanfarin misseri og gerir enn. Yfirstandandi þensluskeið á rætur í stórframkvæmdum sem hófust fyrir nokkrum árum og breytingum á fasteignaveðlánamarkaði sem leiddu til mikillar lánsfjármagnaðrar einkaneyslu. Þá hafa ráðstöfunartekjur almennings vaxið óvenju hratt. Fyrir rúmu ári var verðbólga um 8½%. Mæld verðbólga er nú rúm 4% en undirliggjandi verðbólga væntanlega 6 til 7%. Þrátt fyrir mikla þenslu og umframeftirspurn hefur tekist að hægja á verðhækkunum. Það er fyrst og fremst vegna peningalegs aðhalds að þessi árangur hefur náðst. Án þess hefði verðbólga orðið miklu meiri með tilheyrandi gengisóróa, kjaraskerðingu og usla í atvinnulífi. Margt hefur verið sagt að undanfögnu um verðbólgu markmið og úrræði eða úrræðaleyfi Seðlabankans. Vandinn nú er ekki umgjörð peningastefnunnar eða framkvæmd hennar heldur frekar að hana skortir nauðsynlegan stuðning. Áfram verður að beita ströngu peningalegu aðhaldi og meira aðhalds er þörf á öðrum sviðum efnahagslífsins, í opinberum fjármálum og útlánaákvörðunum fjármálafyrirtækja. Að öðrum kosti verður jafnvægi í þjóðarbúskapnum torsótt. Slakari peningastefna nú myndi aðeins leiða til ófarnaðar og ófyrirséðra afleiðinga. Seðlabankinn brygðist lögbundnum skyldum sínum ef verðbólgu yrði sleppt lausri „um skeið“ til þess að ná ímynduðum árangri á öðrum sviðum. Ég mun hér leitast við að færa rök fyrir þessu.

Eftir að fastgengisstefnu hafði verið fylgt í liðlega áratug var verðbólgu markmið sett í mars 2001 með sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans. Markmiðið er að hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum sé að jafnaði sem næst 2½%. Fastgengisstefnan þjónaði tilgangi sínum lengi vel en undir það síðasta, eftir að öllum hömlum hafði verið létt af fjármagnshreyfingum á milli Íslands og annarra landa, varð ljóst að meiri gengissveigjanleiki var nauðsynlegur en rúmaðist innan fastgengisstefnunnar, jafnvel þótt svokölluð vikmörk hefðu þá þegar verið víkkuð í áföngum úr 2¼% í upphafi í 9%, þ.e. gengi krónunnar mátti víkja allt að 9% frá miðgengi áður en yfir lauk. Engin leið er að hverfa aftur til fastgengisstefnu. Hún

¹ Erindi flutt í Háskólanum á Akureyri 3. október 2007

gæti ekki orðið trúverðug í reynd og því útilokuð nema á ný yrðu tekin upp gjaldeyrishöft sem tæpast er áhugi á.

Verðbólguþáttur hefur reynst vel við stjórn peningamála víða um heim. Vel á þriðja tug seðlabanka hafa nú verðbólguþáttur, þar á meðal seðlabankar ýmissa iðnríkja svo sem Stóra-Bretlands, Svíþjóðar, Noregs, Ástralíu og Nýja-Sjálands. Þá má halda því fram að í reynd hafi Seðlabanki Evrópu verðbólguþáttur þótt hann gangist ekki formlega við því. Í meginatriðum fara þeir allir svipað að. Verðbólguþáttur krefst vandaðrar spágerðar um framvindu þjóðhagsstærða, ekki síst um verðbólgu, mikils gagnsæis af hálfu seðlabankanna og virkra stýritækja og miðlunarleiða fyrir aðgerðir bankanna.

Verðbólguþáttur var tekið upp hér á landi við fremur erfiðar aðstæður. Gengi krónunnar hafði lækkað verulega og var við neðri vikmörk þegar breytingin var gerð. Það lækkaði síðan hratt á vormánuðum 2001. Afleiðingin var sú að verðbólga jókst til muna og náði hámarki í u.þ.b. 9½% í ársbyrjun 2002. Eftir það dró hratt úr henni, einkum vegna strangs aðhalds í peningamálum, og 2½% markmiðinu var náð síðla sama ár. Um skeið var verðbólgan undir eða við verðbólguþáttur en frá fyrri hluta árs 2005 hefur hún verið yfir því og um tíma langt yfir því. Ástæður þeirrar þróunar eru ýmsar, hafa verið raktar ítarlega í ritum Seðlabankans undanfarin misseri og verða ekki endurteknað hér umfram það sem ég vék að í upphafi máls míns.

Til þess að ná verðbólguþáttur hefur Seðlabankinn eitt meginstjórnartæki, þ.e. stýrivexti. Stýrivextirnir gilda í viðskiptum bankans við fjármálafyrirtæki og áhrif þeirra dreifast þaðan út um hagkerfið. Þegar verðbólguþrýstingur er yfirvofandi eða vaxandi hækkar Seðlabankinn stýrivexti í þeim tilgangi að gera lánsfé dýrara og draga úr fjárfestingu og neyslu og um leið að örva sparnað. Stýrivöxtum verður ekki beitt til þess að ná öðrum markmiðum en um verðbólgu. Því er tilgangslaust að setja peningastefnunni einhver önnur markmið nema því aðeins að hverfa ætti frá markmiðinu um stöðugt verðlag sem væri sérstaklega óráðlegt.

Jafnt og þétt hefur verið unnið að því að bæta framkvæmd peningastefnunnar. Nefna má að spágerðin hefur verið styrkt með nýju og mun fullkomnara þjóðhagslíkani en áður var stuðst við. Í vor hóf Seðlabankinn að birta þann stýrivaxtaferil sem sérfræðingar bankans telja samrýmast því að verðbólguþáttur verði náð innan viðunandi tíma. Það var mikið framfaraspor. Áður hafði verið stuðst við forsendur um vexti sem reyndust ófullnægjandi og jafnvel villandi. Birtingu stýrivaxtaferilsins var vel tekið og hún auðveldaði Seðla-

bankanum að hafa þau áhrif sem hann sóttist eftir á væntingar á markaði. Alþjóðlegar stofnanir og erlend fyrirtæki sem fylgjast með framvindu efnahagsmála á Íslandi hafa hrósað framkvæmd peningastefnu Seðlabankans, gagnsæi hennar og faglegum grunni. Athyglisvert er að þessar umsagnir stangast á við útbreidd innlend viðhorf um þessar mundir.

Í því umhverfi sem ríkt hefur að undanfögnu hafa vaxtahækkunar Seðlabankans vissulega í fyrstu einkum haft áhrif á gengi krónunnar en mun síðar á eftirspurn. Það stafar af ýmsum ástæðum, þar á meðal af því að vaxtahækkunin hafa ekki haft þau áhrif á aðra vexti sem eðlilegt hefði verið. Þetta hefur gert bankanum erfiðara en ella að hemja verðbólgu undanfarin misseri. Þar ráða m.a. breytingarnar sem urðu á innlendum fasteignaveðlánamarkaði haustið 2004 þegar bankar og sparisjóðir hófu að keppa af krafti við Íbúðalánasjóð. Stýrivaxtahækkunir Seðlabankans hafa haft áhrif á óverðtryggða vexti banka og sparisjóða og á óverðtryggðan hluta innlands skuldabréfamarkaðar. Hins vegar voru áhrifin lengi vel lítil á langtímavexti. Sumir hafa talið þetta sanna að aðgerðir Seðlabankans hafi ekki sömu áhrif og aðgerðir annarra seðlabanka. Þróunin á Íslandi er þó ekki einsdæmi. Nærtækt er að vitna til reynslu Bandaríkjamanna. Bandaríski seðlabankinn hóf að hækka vexti snemma árs 2005 og hækkaði þá jafnt og þétt allt þar til snemma á þessu ári, úr 1% í 5,25%. Þessar vaxtahækkunir höfðu engin áhrif á langtímavexti í Bandaríkjunum. Þeir hafa verið meira og minna óbreyttir frá 2005 með lítils háttar sveiflum upp og niður. Þessi framvinda var peningamálayfirvöldum þar í landi nokkur ráðgáta. Ég nefni þetta vegna þess að því hefur m.a. verið haldið fram að áhrifa stýrivaxtabreytinga bandaríska seðlabankans gæti strax af fullum þunga í langtímavöxtum öfugt við ákvarðanir Seðlabanka Íslands

Ein ástæða þess að ekki hefur tekist betur að hemja verðbólgu hér á landi er einmitt sú að áhrif vaxtahækkana Seðlabankans hafa ekki komið fram af fullum þunga á fasteignaveðlánamarkaði. Það stafar ekki síst af því að Íbúðalánasjóður situr þar fyrir, nýtur ríkisábyrgðar á lánum sínum og hefur af þeim sökum getað mætt fjárförf sinni með útgáfu skuldabréfa til mjög langs tíma sem bera lægri ávöxtun en skemmri útgáfu og þannig komist hjá hækkun vaxta á nýjum íbúðalánum sem ella hefði verið tilefni til og peningalegt aðhald Seðlabankans kallaði á. Frá hausti 2005 hefur ávöxtun verðtryggðra skuldabréfa á markaði hækkað um allt frá u.þ.b. ½ prósentu upp í um 2 prósentur, eftir því hvaða flokkur bréfa á í hlut. Á sama tíma hafa vextir Íbúðalánasjóðs hækkað um hálfa prósentu. Því verður ekki sagt að sama ráðgáta sé uppi hér og í Bandaríkjunum um hvers vegna vextir

á mikilvægum langtímalánum hafa ekki hækkað í kjölfar stýrivaxta-hækkana.

Síðast liðið vor tók fasteignaverð að hækka verulega á ný gagnstætt því sem almennt hafði verið búist við og hefur hækkun þess öðru fremur knúið hækkun vísitölu neysluverðs síðustu mánuði. Ekki er ósennilegt að þessi síðasta verðhækkunarbylgja á fasteignamarkaði eigi a.m.k. að nokkru leyti rætur að rekja til ákvarðana ríkisvaldsins og Íbúðalánasjóðs sl. vetur um hækkun láns hlutfalla og lánsfjárhæða og lækkun vaxta á nýjum lánum. Enda þótt hvorki hafi verið um stórar breytingar né fjárhæðir að ræða er lítil vafi á að þær höfðu áhrif og leiddu til aukinnar markaðssóknar bankanna. Við skilyrði hratt hækkandi ráðstöfunartekna tók fasteignaverð að hækka verulega á ný.

Seðlabankinn hefur lagt áherslu á nauðsyn þess að breyta hinu opinbera íbúðalánakerfi en hefur ekki opinbera skoðun á því hvernig það skuli gert. Miklu skiptir þó að þær breytingar verði gerðar sem allra fyrst sem auðvelda peningastefnunni að hafa meiri áhrif á vexti fasteignaveðlana. Þá er mikilvægt að í því fyrirkomulagi íbúðalána sem mótað verður felist traustur grunnur undir innlendan skuldabréfamarkað. Seðlabankinn hefur bent á þessi atriði í nokkur ár en lítið hefur gerst. Alþjóðastofnanir hafa tekið undir að löngu sé tímabært að endurskoða hlutverk Íbúðalánasjóðs. Sérstaklega má nefna umsagnir Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, síðast nú í sumar. Skýrslur hans sýna að höfundarnir hafa lagt sig eftir því að kynna sér mjög rækilega fyrirkomulag fasteignaveðlana hér á landi. Í áliti sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í júní sl. var fullyrt að starfsemi Íbúðalánasjóðs hefði valdið því að hækka þurfti stýrivexti meira en ella.

Þá er rétt að halda því til haga að enn ein ástæða þess að ekki hefur gengið betur að hemja verðbólgu er gríðarleg hækkun ráðstöfunartekna í fyrra og í ár, bæði af völdum beinna launahækkana og skattalækkana. Þessi þróun hefur ásamt öðru ýtt mjög undir innlenda eftirspurn og þar með verðbólguþrýsting.

Seðlabankinn hefur bent á að það sé til trafala hve lítið er útistandandi af ríkisskuldabréfum á markaði og torveldi það m.a. að áhrif vaxtabreytinga Seðlabankans skili sér af nauðsynlegum þunga. Verðmyndun á skuldabréfamarkaði sé ekki sem skyldi. Bankinn hefur m.a. viðrað þá hugmynd að ríkissjóður gefi út skuldabréfaflokka beinlínis í þeim tilgangi að viðhalda skuldabréfamarkaðnum. Auðvitað verður að setja þessar vangaveltur í samhengi við þá staðreynd að ríkissjóður er að verða skuldlaus og þarf ekki að taka lán. Sjónarmið Seðlabankans hefur hins vegar verið að vegna þýðingar innlends fjármálamarkaðar og mikilvægis þess að greiða fyrir áhrifum peningamálaaðgerða og

langtímasjónarmiða í lánsfjármögnun ríkissjóðs, þjóni það hagsmunum hans að viðhalda liprum skuldabréfamarkaði, jafnvel þótt hann hafi ekki þörf fyrir lánsfé. Dæmi um útgáfu í þessum anda má m.a. finna í Noregi sem hefur haft enn minni þörf fyrir lánsfé en ríkissjóður Íslands.

Ýmsir hafa haldið því fram að peningastefna Seðlabankans sé bitlaus eða að hún sé röng og að íslenska krónan sé undirrót ójafnvægis í þjóðarbúskapnum. Af hálfu Seðlabankans hefur komið fram að meðal afleiðinga hnattvæðingar og náninna tengsla íslensks fjármagnsmarkaðar við hinn alþjóðlega og þeirrar staðreyndar að íslenskur þjóðarbúskapur gekk í gegnum miklu meiri uppsveiflu en flest önnur ríki á undanförunum árum hafi miðlunarferli peningastefnunnar breyst. Í þessu umhverfi skila áhrifin sér af meiri þunga í gengi krónunnar en koma síðar en ella fram í innlendri eftirspurn eins og ég vék að. Þetta sýnir sig í því að gengi krónunnar verður hærra en ella sem að öðru jöfnu tefur fyrir því að hallinn á viðskiptunum við útlönd minnkar. Hins vegar verður með engu móti sýnt fram á að peningastefnan sé bitlaus. Frásagnir af því að fyrirtæki og heimili finni fyrir háum vöxtum staðfesta hið gagnstæða. Peningastefnan bitur og með tímanum hefur hún áhrif á eftirspurn og þar með viðskiptahalla.

Verðbólga jókst verulega á síðustu misserum og náði hámarki í um 8½% upp úr miðju síðasta ári sem fyrr hefur verið getið. Seðlabankinn brást sérstaklega skarpt við versnandi verðbólguhorfum í fyrra með mikilli hækkun stýrivaxta í kjölfar umtalsverðra hækkana misserin á undan. Ótvírætt er að strangt peningalegt aðhald sem í þessu fólst sneri þróuninni við og knúði verðbólgu niður eins og tölur sýna. Í *Peningamálum* Seðlabankans sem gefin voru út í byrjun júlí sl. var því spáð að verðbólga yrði nærri markmiði á næsta ári og að verðbólgumarkmiðinu yrði að fullu náð á árinu 2009. Auðvitað er þessi framvinda afleiðing strangs peningalegs aðhalds og fráleitt að halda öðru fram. Jafnvel má rökstyðja að fremur ætti að gagnrýna bankann fyrir að hafa ekki nógu fljótt gengið nógu langt í aðhaldi sínu. Vísa ég þá í fyrrnefnda hnökra í miðlun áhrifa stýrivaxtahækkana og ónógs aðhalds á öðrum sviðum.

Í aðhaldsaðgerðum Seðlabankans felst að hækka kostnaðinn af því að taka lán og hvetja til sparnaðar. Það er markmið aukins aðhalds í því skyni að draga úr eftirspurn. Samkeppni Íbúðalánasjóðs við bankana olli eflaust því að bankarnir voru lengi vel tregir til að hækka vexti á íbúðalánum sínum sem þó var fullt tilefni til. Breyting hefur orðið á þessu í seinni tíð og er nú orðinn töluverður munur á vöxtum fasteignaveðlána bankanna og Íbúðalánasjóðs. Aðhaldsins er, með öðrum orðum, tekið að gæta í vöxtum bankanna á fasteignalánum. Af sam-

keppninni við Íbúðalánasjóð hefur leitt að bankarnir hafa án efa markaðssett fasteignaveðlán í erlendum gjaldmiðlum af meiri krafti en ella, enda má gera ráð fyrir að þeir hafi haft meira fyrir sinn snúð af fasteignalánnum í erlendri mynt en af verðtryggðum lánnum í íslenskum krónum eins og aðstæður hafa verið. Annað mál er hvort þeir sem hafa tekið gengisbundin lán hafa gert sér fulla grein fyrir áhættunni sem í því felst, bæði gengis- og vaxtaáhættu. Seðlabankinn hefur ítrekað varað við henni.

Því hefur verið haldið fram að Seðlabankinn hafi hækkað vexti of mikið og að þeir séu þar af leiðandi allt of háir. Ekki er hægt að draga aðra ályktun en þá að þeir sem svo mæla hefðu viljað að verðbólga væri miklu meiri en hún hefur verið. Hefði Seðlabankinn ekki hækkað vexti eins og hann gerði hefðu afleiðingarnar orðið mun meiri verðbólga, kjaraskerðing og þynging á greiðslubyrði heimilanna sem mörg skulda mikið af verðtryggðum lánnum. Slíkri framvindu hefði einnig fylgt að verðbólguvæntingar hefðu aukist til mikilla muna og reynsla sýnir að mjög erfitt er að vinda ofan af þeim. Ekki er hægt að skrífa frá og fyrir verðbólgu eftir hentugleikum. Hefði Seðlabankinn ekki beitt ströngu peningalegu aðhaldi og ekki hækkað vexti eins og hann gerði er því næsta víst að þjóðarbúið væri að sogast inn í gamalkunnan vítahring verðbólgu, gengislækkana og launahækkana engum til góðs en öllum til tjóns eins og sagan kennir.

Meðal þeirra sem harkalega hafa gagnrýnt peningastefnu Seðlabankans eru Samtök atvinnulífsins. Af hálfu þeirra hefur verið sagt að peningastefnan hafi engin áhrif, að slepptum húsnæðiskostnaði hefði verðbólga aðeins verið um 2½% yfir eitthvert tímabil og sú ályktun dregin að peningastefnan hafi engin áhrif haft þar á hverjum sem það er fundið. Þá hafa verið lagðar til breytingar á peningastefnunni sem í aðalatriðum munu vera eftirfarandi: Í fyrsta lagi að slaka á verðbólgu-markmiðinu, í öðru lagi að taka húsnæðisverð út úr þeirri vísitölu sem miðað er við og í þriðja lagi að setja þak á mun innlendra og erlendra stýrivaxta, t.d. stýrivaxta Seðlabanka Evrópu. Seðlabankinn telur ekki að nein þessara tillagna myndi bæta framkvæmd peningastefnunnar heldur þvert á móti. Mjög óráðlegt er að slaka á verðbólgu-markmiðinu. Það yrði líklegt til þess að leiða til hærri verðbólguvæntinga meðal almennings og fyrirtækja og að festa hagkerfið í meiri verðbólgu en líðst í löndunum í kringum okkur með þeim slæmu afleiðingum fyrir heimili og fyrirtæki sem af myndu hljóta. Við eigum ekki að hafa metnaðarminni markmið en aðrir.

Seðlabankinn hefur áður lýst mjög eindregnum stuðningi við að húsnæðisverð sé með í þeirri vísitölu sem verðbólgu-markmiðið byggist á. Húsnæðisliðurinn endurspeglar mikilvægan hluta af framfærslu-

kostnaði heimilanna og því eðlilegt af þeim sökum að hann sé meðtalinn. Þá er vísitala neysluverðs með húsnæðiskostnaði stöðugri mælikvarði á verðbólgu en vísitalan án hans. Auk þessa er húsnæðisverðið leiðandi vísbending. Ef það hækkar hratt bendir það til vaxandi einkaneyslu síðar sem gerir bankanum kleift að bregðast fyrir við eftirspurnarþrýstingi en ella. Að síðustu má nefna að ef húsnæðiskostnaður væri tekinn út úr vísitölunni nú er sennilegt að verðbólga samkvæmt henni mælist meiri en ella á komandi misserum, þ.e. að því gefnu að húsnæðisverð hækki minna en verðlag almennt, en slíkri framvindu hefur einmitt verið spáð um nokkurt skeið. Því er ekki auðvelt að átta sig á hvað ynnist með því að taka húsnæðisliðinn út nú. Nærtækara væri að auðvelda Seðlabankanum að hafa áhrif á húsnæðislánavexti eins og ég hef áður vikið að.

Þak á mun innlendra og erlendra stýrivaxta myndi aðeins leiða til ófarnaðar og nægir í því sambandi að leiða hugann að því hver framvindan hefði orðið ef stýrivextir hér á landi hefðu ekki mátt vera meira en 2 prósentum hærri en stýrivextir Seðlabanka Evrópu á undanförunum misserum en það er einmitt sá hámarksvaxtamunur sem Samtök atvinnulífsins hafa lagt til. Þá er næsta víst að hér væri strítt við mjög mikla verðbólgu og allan usla sem henni væri samfara. Ef ekki hefði átt að fara svo hefði þurft að beita gríðarlega ströngu aðhaldi í ríkisfjármálum og halda verulega aftur af launahækkunum. Hvort tveggja hefði verið afar torsótt.

Því hefur líka verið haldið fram að Seðlabankinn sé í spennitreyju og geti aldrei lækkað vexti. Bankinn er ósammála þessu. Ég hef áður nefnt breytingar sem voru gerðar á spám bankans fyrir á þessu ári og fela m.a. í sér að nú birtir hann stýrivaxtaferil sem talinn er duga til þess að ná verðbólgu markmiðinu innan viðunandi tíma. Því hefur þráfaldlega verið lýst yfir af hálfu Seðlabankans að vextir verði lækkaðir um leið og aðstæður verða til slíks en ekki fyrir. Í spánni sem birt var í júlí sl. fólst að stýrivextir yrðu lækkaðir á fyrri helmingi næsta árs. Ég minni á að hér hefur verið gríðarlegur viðskiptahalli. Úr honum dregur nokkuð í ár og því er spáð að úr honum dragi áfram hægt og bítandi. Mikill viðskiptahalli skapar óvissu um gengi krónunnar. Með minnkandi viðskiptahalla minnkar þessi óvissa og þá má ætla að skilyrði geti t.d. orðið til áframhaldandi jöklabréfaútgáfu þrátt fyrir minni vaxtamun við útlönd.

Fleiri sjónarmið hafa heyrst að undanförunu. Meðal annars var vakin athygli á því nýlega að vegna þeirra aðstæðna sem nú ríkja á alþjóðlegum fjármálamarkaði hafi boðist einstakt tækifæri fyrir Seðlabankann til þess að lækka vexti. Í sömu andrá var því haldið fram að mikilvægt væri fyrir bankann að kæla hagkerfið. Þarna rekst hvað á

annað. Einnig hefur verið nefnt að nauðsynlegt sé að endurskoða forsendurnar sem lagðar voru til grundvallar við setningu laganna um Seðlabankann árið 2001. Rifja má upp að í árslok 2000 fól forsætisráðherra nefnd sem í áttu sæti fulltrúar fjögurra stærstu stjórnmalaflokkanna á Alþingi að semja frumvarp til nýrra laga um Seðlabankann. Í mars 2001 skilaði nefndin fullbúnu frumvarpi sem allir nefndarmenn stóðu að. Það varð nánast óbreytt að lögum með stuðningi allra 56 þingmanna sem viðstaddir voru lokaafgreiðslu þess. Lögin fólu í sér mikilvægar breytingar. Sjálfstæði bankans var aukið, markmið hans einfölduð og auknar kröfurnar um gagnsæi og fagmennsku. Endurmat á forsendum laganna eða breytingar á lögnum sjálfum draga að sjálfsögðu ekki úr því ójafnvægi sem ríkir í þjóðarbúskapnum um þessar mundir. Annað þarf til að koma.

Í rauninni er málið afskaplega einfalt. Ofpensla hefur ríkt um langt skeið í íslenskum þjóðarbúskap. Hún er sem fyrr segir afleiðing feiknarlegra framkvæmda innanlands, róttækra breytinga í innlendu fjármálakerfi þegar bankar og sparisjóðir hófu að veita fasteignaveðlán í samkeppni við Íbúðalánasjóð og óvenju mikillar hækkunar ráðstöfunartekna heimilanna, bæði af völdum launahækkana og skattalækkana. Allt þetta gerðist við ytri skilyrði þar sem vextir voru í sögulegu lágmarki. Afleiðingin var mikil innlend eftirspurn, einkaneysla og fjárfesting, sem endurspeglast hefur í verðbólgu og miklum viðskiptahalla við útlönd. Misvægi í þjóðarbúskapnum hefur verið meira en svo að peningastefnan ein fengi við ráðið, auk þess sem sérstakar ástæður valda því að hún hefur ekki haft þau áhrif sem nauðsynleg hefðu verið. Meira aðhalds hefði verið þörf á öðrum sviðum efnahagsstjórnarinnar, ekki síst í opinberum fjármálum, jafnvel þótt ríkissjóður standi mun betur en ríkissjóðir flestra annarra landa, nánast skuldlaus innanlands sem utan sem er auðvitað merkur árangur. Fjármálafyrirtæki hefðu einnig þurft að fara gætilegar í útlánaákvörðunum og hvetja má þær til þess að gæta fyllstu varfærni í þeim eignum.

Í umræðum undanfarnar vikur og mánuði hefur stundum verið slegið fram Íslendingar eigi að taka upp annan gjaldmiðil. Ég lýsi ekki skoðun á þessu hér en bendi á að það verður ekki gert í einu veffangi og afar brýnt að flana ekki að neinu í þeim eignum. Umræðurnar nú virðast eiga rætur í sviptingum á gengi krónunnar að undanfögnu. Vart þarf að minna á að undanfarnar vikur hafa verið miklar sveiflur á fjármálamörkuðum heimsins, á gengi gjaldmiðla, vöxtum og verði hlutabréfa. Ísland hefur ekki farið varhluta af þessari framvindu fremur en önnur lönd og sveiflur hér hafa verið síst meiri en víða annars staðar. Mikilvæg forsenda þess að unnt verði að tengjast öðru mynsvæði er að gott jafnvægi hafi náðst í þjóðarbúskapnum. Hvert sem umræðan um gjaldmiðilinn stefnir hverfur vandi líðandi stundar ekki án þess að

á honum verði tekið og það tekur tíma. Hann verður ekki leystur með töfralausnum og ekki með illa grunduðum breytingum á einstökum þáttum í framkvæmd peningastefnunnar. Peningastefnan virkar. Hún þarf hins vegar stuðning auk nauðsynlegra umbóta sem styrkja slagkraft hennar. Aðrar leiðir eru ekki til. Við skilyrði eins og þau sem nú ríkja þar sem framvinda á alþjóðlegum mörkuðum hefur meiri bein áhrif en áður á íslenskt efnahagslíf er enn brýnna en ella að allir þættir efnahagsstjórnarinnar leggist á eitt um að endurheimta jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Það hlýtur að vera forgangsverkefni. Sama meginregla gildir í öllum löndum sem svipað er ástatt um, ekki síst í tiltölulega litlum opnum hagkerfum. Slakari peningastefna er alls ekki lausnin og mikilvægt er að ekki verði grafið undan trúverðugleika hennar.

Fimmtudaginn 6. september sl. ákvað bankastjórn Seðlabanka Íslands að halda stýrivöxtum bankans óbreyttum í 13,3% eins og þeir hafa verið síðan í desember 2006. Bankastjórn taldi þó að verðbólguhorfur til skamms tíma væru heldur lakari en við vaxtaákvörðun í byrjun júlí. Til lengri tíma hefðu þær hins vegar lítið breyst. Gengisþróun væri mjög óviss og myndi ekki hvað síst ráðast af framvindu á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Í lok yfirlýsingarinnar sagði að bankastjórn Seðlabankans stefndi sem fyrr að því að ná verðbólgu markmiðinu innan viðunandi tíma. Næsta vaxtaákvörðun bankastjórnar verður tilkynnt 1. nóvember n.k. samhliða útgáfu *Peningamála* og nýrrar þjóðhags- og verðbólguþáttar.

Við mælingu í september reyndist vísitala neysluverðs hafa hækkað um 4,2% á liðnum tólf mánuðum. Þetta var meiri verðbólga en Seðlabankinn hefði vænst. Um miðjan september voru einnig birtar endurskoðaðar tölur um framvindu þjóðhagsstærða á liðnu ári og sýndu þær að meiri kraftur var í efnahagslífinu en áður birtar tölur bentu til. Þá má minna á að enn er gríðarleg spennan á vinnumarkaði, atvinnuleysi minna en 1% þótt mikið sé flutt inn af vinnuafli. Af framansögðu verður ekki önnur ályktun dregin en að enn sé verðbólguþrýstingur meiri en vænst var og vandinn sem við er að kljást að sama skapi meiri. Ég ítreka að hann verður ekki leystur með slakari peningastefnu eða breytingum á umgjörð hennar. Það er mjög mikið hagsmunamál heimila og fyrirtækja að böndum verði komið á verðbólgu. Við búum nú við sömu umgjörð og margar aðrar þjóðir. Þeim hefur flestum tekist betur að hafa hemil á verðbólgu en okkur. Þær hafa heldur ekki tekist á við eins umfangsmiklar framkvæmdir að tiltölu við stærð þjóðarbúsins og hér hafa gengið yfir á síðustu árum og þar hafa ekki orðið jafn umfangsmiklar og snöggar breytingar á innlendum fjármálamarkaði og urðu við innreið bankanna á fasteignaveðlánamarkaðinn. Þá er ólíklegt að ráð-

stöfunartekjur heimila hafi nokkurs staðar hækkað nokkuð í líkingu við það sem hér hefur gerst síðustu tvö árin.

Víðast hvar þykir eðlilegt að setja seðlabönkum markmið um stöðugt verðlag. Þeir geta ekki haft annað en skammtímaáhrif á aðrar stærðir. Við ríkjandi aðstæður er ekki völ á annarri umgjörð peningastefnunnar hér á landi. Það væri afdrifarík uppgjöf að styðja hana ekki til að ná þeim árangri sem að er stefnt.