

Ræða Davíðs Oddssonar, formanns bankastjórnar  
Seðlabanka Íslands, á morgunfundi  
Viðskiptaráðs Íslands 6. nóvember 2007

Ákvörðun bankastjórnar Seðlabankans um vexti síðastliðinn fimmtudag virðist hafa komið mörgum að óvart, þó vísast fæstum þægilega á óvart. Bankastjórnin er þó þeirrar skoðunar að fjölmörg viðvörunarmerki hafi verið gefin af hennar hálfu síðustu mánuðina um að svo kynni einmitt að fara. Við síðustu tvær vaxtaákvörðanir, í júlí og september á þessu ári, var rækilega undirstrikað, að verðlagshorfur til skemmri tíma væru lakari en áður og yrði ekki breyting þar á til batnaðar, myndi bankinn bregðast við í samræmi við skyldur sínar. Við seinni ákvörðunina, þá í september, mátti greina að bankinn vildi enn bíða þess að horfur kynnu að batna þrátt fyrir allt og hafði þá m.a. augun á þeirri markaðstruflun og óróa, sem varð í fyrri hluta ágústmánaðar, bæði erlendis og hérlendis, og eins var horft til þess, hvaða skilaboð myndu berast með framlagningu fjárlagafrumvarps fyrir nýtt ár.

Ef bankinn hefði ekki aðhafst neitt nú, þrátt fyrir að horfur hefðu ekki lagast og fjöldi vísbendinga bentu til þess að þær væru fremur að versna heldur en hitt, hefði mátt með réttu saka hann um sinnuleysi eða jafnvel kjarkleysi í ljósi þeirrar gagnrýni sem að honum hefur verið beint að undanfögnu, jafnvel úr óvæntum áttum. Í landhelgisstríðunum forðum tíð var púðurskotum hleypt af fyrst, áður en kúlur voru settar í gömlu byssuhólkana á litlu varðskipunum og jafnvel þá var látið duga að skjóta fyrir framan stefnið á meintum landhelgisbrjótum. Landhelgisstríðin eru böðuð nokkrum ljóma í íslenskri sögu, en þau voru þó enginn dans á rósum, iðulega hættuspil lítillar þjóðar sem fékkst við ofurefli stórþjóða. Einhvern tímann var sú skýring gefin á að Íslendingar hefðu unnið þann ójafna slag, að þeir hefðu ekki haft efni á að tapa honum. Sama lögmál gildir í raun og veru um baráttuna við verðbólguna. Við höfum ekki efni á að tapa henni. Verðbólga má ekki festast í sessi á ný og við verðum því að taka slaginn, hversu óþægilegur og jafnvel kostnaðarsamur sem hann reynist til skemmri tíma. Ekki þarf að hafa mörg orð um afleiðingar verðbólgu fyrir afkomu og efnahag fyrirtækja og heimila.

Það er iðulega haft á orði, jafnvel af svonefndum ábyrgum aðilum, að þau tæki sem seðlabankar nota hvarvetna í baráttu sinni við verðbólgu dugi ekki hér á Íslandi, m.a. vegna þess hvernig alþjóðavæðingin leiki smáa gjaldmiðla eins og hinn íslenska og einnig vegna þess hversu

margir hafi hér úrræði til að forðast þumalskrúfu Seðlabankans fyrir meðalgöngu alþjóðavæðingarinnar. Fallbyssur varðskipanna í landhelgisstríðinu voru svo sem engin gereyðingarvopn og stærðarmunur Þórs og Ægis annars vegar og breska flotans hins vegar var ógurlegur, en þetta hafðist nú samt. Auðvitað er tilvísun í landhelgisstríðin sett fram meira til gamans en í alvöru og á auðvitað ekki alls kostar við. En samanburðurinn á þeim tækjum sem Seðlabanki Íslands notar við verkfæri annarra banka, sem búa við þá auknu festu sem stór gjaldmiðill er að öðru jöfnu talinn veita umfram þann minni, er a.m.k. skoðunarinnar virði. Nú fer því reyndar fjarri að stóru gjaldmiðlarnir hafi á síðustu tímum verið lausir við titring, kippi og reyndar miklar sveiflur. Þannig hefur evran hækkað um meira en 70% frá því hún var í veikastri stöðu gagnvart dollar. Það er auðvitað gríðarleg breyting á tiltölulega skömmum tíma og hefur krónan ekki sýnt nein slík tilþrif þótt á ýmsu hafi gengið. Sveiflur krónunnar í hinu sveiflukennda árferði eru fremur til merkis um að hún virki sem gjaldmiðill en hið gagnstæða. Þegar vextir og fjárstreymi bjóða upp á það styrkist hún hvort sem mönnum líkar betur eða verr. Þegar trúnaðarbrestur verður á markaði, jafnt innan lands sem utan, lækkar hún snögglega og mikið og þegar skjálftar eru í efnahagslífinu nær og fjær minnir hún á jarðskjálftamæla Veðurstofunnar. Með öðrum orðum virkar hún eins og aðrir gjaldmiðlar. Ef hún sýndi ekki þessi viðbrögð við framangreindum aðstæðum ættum við að kvarta hástöfum.

Alþjóðavæðingin hefur haft gríðarleg áhrif á alla markaði og þróun gjaldmiðla og lítill vafi er á, að fram til þessa hefur hún létt mjög baráttu seðlabankanna og stjórnenda þeirra í baráttu við verðbólguna. Á því kann að verða breyting í framtíðinni, þannig að seðlabankarnir eigi ekki jafn léttan leik og þeir hafa átt til þessa. Þau fyrirbæri sem lengi voru sem sér heimar er lutu öðrum lögmálum en stjórna flestu því sem gerist í hinni vestrænu veröld, hafa verið að stíga sín fyrstu spor í alþjóðaviðskiptum á síðustu áratugum. Þau spor voru hæg, varfærnisleg og þunglamaleg í fyrstu, en eru verða áráðnari ár frá ári að afli og takti. Þarna er átt við Kína og Indland, en hvor þjóð um sig er fjölmennari en Bandaríkin og Evrópusambandið samanlagt. Mikill fjöldi iðinna og námfúsra starfsmanna, sem enn sem komið er hafa dapurlega lág laun, streyma inn á vinnumarkaðinn og framleiða vörur við lægra verði en hægt væri að gera í þessum heimshluta. Innflutningur á þessum vörum hefur vegið á móti margvíslegum verðbólguþrýstingi og verðbólguþrýstingnum á Vesturlöndum, sem ella hefði verið erfiðara að eiga við. En í kjölfarið er að verða til í hinum nývaknaða heimi hægt og stígandi fjöldi eftirvæntingarfullra neytenda, sem skortir allt sem Vesturlandabúar hafa lengi talið til sjálfsagðra hluta, sem ekki væri hægt að lifa án, neytenda sem í fyrsta sinn hafa raunverulega peninga á milli handanna

Þessir tveir hópar skarast auðvitað, en glögg má segja að hinn fyrri hjálpaði mjög til í baráttunni gegn verðbólgu á Vesturlöndum, en vel getur verið að hinn síðari muni fyrr en síðar leggjast á aðra sveif. Alþjóðavæðingin hefur tvímælaust auðveldað baráttuna við verðbólguna hér á landi sem annars staðar, svo það er vafalítið rangt að halda því fram að vegna hennar séum við ófær um að ná árangri í baráttunni við verðbólgu. Aðrir þættir hafa í raun verið miklu erfiðari og þeir eru flestir hverjir heimatilbúnir. Okkur hefur ekki tekist að draga úr opinberum umsvifum á þenslutímum, það sýna t.d. glögg tölur um opinbera fjárfestingu sem jókst um fimmtung í fyrra og vex enn í ár.

Útlánaaukning hefur verið gríðarleg á sama tíma og við höfum farið í gegnum mestu fjárfestingu sem um getur í sögu landsins, umbreytingar í peningakerfinu, stórkostlega fjármálalega innspýtingu í húsnæðismarkaðinn og svo mætti áfram telja. Því er heldur ekki að neita að verulega hefur dregið úr samkeppni, margvísleg samþjöppun á markaði og tvíokun er víða ríkjandi. Ekki er um það deilt að nægileg samkeppni á flestum sviðum sé helsta forsenda þess að ákvarðanir seðlabanka hvers lands miðlist vel inn í efnahagslífið og skili árangri.

Forsvarsmenn útflutningsatvinnugreina hafa mjög agnúast út í stefnu og störf Seðlabankans. Þær athugasemdir og gagnrýni eru skiljanlegar, ekki síst þær sem koma frá útvegsmönnum sem þurfa að búa við óhagstætt gengi á sama tíma og óhjákvæmilegt þótti að skerða þorskveiðar mikið. Það hefur þó sem betur fer létt vanda útflutningsgreina, að margir þættir þeirra búa við hátt afurðaverð um þessar mundir, svo sem í áli og fiski. En þó að við hljótum að hafa góðan skilning á því að útflutningsgreinar kveinki sér við núverandi aðstæður, þá er ekki víst að forsendur þeirra kveinstafa séu endilega réttilega fundnar. Mörgum þykir gengi krónunnar óþægilega hátt eins og fyrr sagði og telja að meginástæða þeirrar stöðu sé vaxtastefna Seðlabankans. Það er auðvitað að hluta til rétt, að sú stefna hefur veruleg áhrif á hvernig gengi þróast og að það sé nú hærra en búandi er við til lengri tíma.

En háir vextir Seðlabankans eru ekki upphafið. Þeir eru viðbrögð við þeim aðstæðum sem eru í þjóðfélaginu, gríðarlegri umframeftirspurn hvert sem litið er, miklum hagvexti, gríðarlegri kaupmáttaraukningu, umframeftirspurn eftir vinnuafli, innstreymi fjár og þannig mætti lengi áfram telja. Seðlabankinn ákvað að hækka vexti nú vegna þess að verðbólga hefur aukist á ný og vegna þess að það eru horfur á að hún verði meiri á þessu ári og hinu næsta en áður var spáð. Eftirspurn hefur vaxið hraðar en séð var þegar bankinn tók sína ákvörðun síðast. Hagvöxtur er mun meiri en áætlanir gerðu þá ráð fyrir. Einkaneysla hefur farið vaxandi og vísbendingar eru um enn hraðari vöxt hennar en verið hefur. Fjármunamyndun var meiri á árunum 2006 og 2007 en

áður var talið. Fasteignaverð heldur áfram að hækka ört og ýtir undir vaxandi verðbólgu. Vinnuafllsskortur, launaskrið, vaxandi launakostnaður og ört hækkandi ráðstöfunartekjur eru einnig þættir sem koma til álita. Svo virðist sem sumir telji að í þessari stöðu sé sá kostur vænlegastur að hleypa verðbólgunni í gegn eins og það er kallað. Við þessar aðstæður yrði verðbólgu ekki hleypt í gegn, henni yrði aðeins hleypt inn í hagkerfið og hún yrði þar kyrr, græfi um sig og yrði enn verri viðureignar en ella. Slíkur kostur er því fráleitur og honum geta menn gleymt.

Gengi krónunnar er að sönnu hátt í sögulegu samhengi og lækkun þess er byggð inn í spár Seðlabankans. Bankinn hefur lagt ríka áherslu á mikilvægi þess að áður en gengi krónunnar tekur að lækka að ráði verði farið að hægja á í þjóðarbúskapnum þannig að áhrifin á verðbólgu verði minni en ella.

Sumir telja að bankinn eigi að beita öðrum úrræðum en því helsta vopni sem hann hefur í sínum fórum. Er þá einkum vísað til bindiskyldu bankanna. Bindiskyldan er úr sér gengið úrræði, sem mundi að auki hafa takmörkuð og illa fyrirsjáanleg áhrif önnur en að leiða til hærri vaxta. Eftir einkavæðingu bankanna og vaxandi umsvif þeirra erlendis var óhjákvæmilegt að hafa bindiskyldu hér á landi með svipuðu sniði og annars staðar gerist, ella hefði samkeppnisstaða fjármálastofnana á Íslandi verið allt önnur og lakari en þeirra sem þeir eiga í samkeppni við. Engir seðlabankar í hinum þróaða heimi nota bindiskyldu lengur í baráttunni við verðbólgu.

Haft hefur verið á orði, að það sé vandamál Seðlabankans, að hann horfi í baksýnispegil er hann taki sínar ákvarðanir, hvað svo sem það merkir. Það er auðvitað svo, að Seðlabankinn horfir til nútíðar og nýliðins tíma, þegar hann skoðar vísbendingar um það sem líklegast er að sé framundan. Það er engin önnur aðferð til við að spá af viti um framtíðarþróun, en að horfa til þeirra vísbendinga sem fyrir hendi eru í nýliðnum tíma, setja á þær þá mælikvarða sem margföld reynsla, héraðs og erlendis, hefur kennt mönnum, og hafa þetta hvort tveggja til leiðsagnar fyrir spágerð um framtíðina. Ef þessi aðferð væri ekki notuð þá er hin ein eftir, að hella kaffi í bolla og snúa honum á hvolf og lesa svo í hann, þegar taumarnir hafa þornað. Seðlabankinn gerir ekki athugasemdir við að þeir sem það kjósa beiti þessari aðferð. Hún er hins vegar ekki líkleg til árangurs.

Þegar vaxtaákvörðun Seðlabankans var kynnt, var nefnt að ýmsir þeir þættir sem hafa heldur ýtt undir erfiðleika í baráttunni við verðbólgu gætu breyst þegar fram í sækir. Fyrr eða síðar munu hærri vextir fasteignaveðlana hafa áhrif á fasteignamarkaðinn. Skilyrði hafa versnað á erlendum fjármálamörkuðum. Fyrir því finna menn nú þegar og mun það einnig hafa áhrif hér fyrr eða síðar. Í spágerðinni er

horft til þessara hluta, en ekki er útilokað að áhrifin verði meiri en þar er gert ráð fyrir. Margir vonuðust til að óróleikinn á mörkuðum, sem rakinn er til ástands fasteignaveðlana í Bandaríkjunum, svokallaðra undirmáslána, mundi ganga tiltölulega hratt yfir. Jafnvel virtust sumir trúa því að hófleg lækkun á vöxtum í Bandaríkjunum myndi ein og sér duga til að kippa öllu í samt lag á nýjan leik. Æ fleirum er orðið ljóst, að ólíklegt er að það vandamál sem hefur búið um sig í þessum eignum hverfi svo hratt á brott. Allar líkur eru á að næstu mánuðir geti orðið erfiðir hvað þetta varðar og fjarri er að efni séu til að trúa því að öll kurl séu komin til grafar. Óvissan er enda mikil. Stór fjárfestingarbanki eins og Merrill Lynch sá ekki fyrir með hálfmánaðar fyrirvara að hann yrði að afskrifa milljarða dollara af útistandandi kröfum sínum. Forstjóri þess fyrirtækis hefur þurft að taka pokann sinn, en fékk þó 10 milljarða sem blessbónus í kveðjuskyni. Mikill órói er innan stærsta banka í veröldinni um þessar mundir og enn ekki að fullu ljóst hver áhrif þess kunna að verða. Forstjórinn þar á bæ fékk þó einnig reisupassann. Nú er um það rætt að einvörðungu hafi verið gerð grein fyrir rúmlega 20 milljarða dollara afskriftum af undirmáslánum en að afskriftapörfin verði á endanum 250 – 300 milljarðar.

Hætt er við að ýmsir aðilar á markaði, hér sem erlendis, hafi viljað þreyja þriðja ársfjórðunginn í þeirri von að sá fjórði mundi bæta úr því sem aflaga hafði farið og því hafi menn forðast að færa allt til bókar á þeim þriðja, sem æskilegt væri að gera. Ekki er verið að halda því fram að á markaði um víða veröld séu menn í stórum stíl að brjóta lög eða góða viðskiptahætti, en það má vera að víða séu reglurnar teygðar töluvert, þótt innan löglegra og jafnvel siðlegra marka sé. Þannig eru menn að meta eignir til fjár, sem eru óseljanlegar um þessar mundir. Það er auðvitað snúið að meta markaðsverðmæti eigna sem eru óseljanlegar um lengri eða skemmri tíma. Í langflestum tilvikum mun seljanleiki þessara eigna aukast á ný og ef fyrirtækin hafa burði til að halda þeim í eigu sinni nægilega lengi til að þær verði söluhæf vara á ný, er ekki ástæða til að ætla að hér sé hætta á ferðum. En eign sem lendir á brunaútsölu er allt önnur Ella. Það er því vandmeðfarið að ákveða markaðsvirði á meðan markaðurinn er tregur og fast að því lokaður. Allar þessar aðstæður auka tortryggni og grafa undan trausti, en í rauninni virðist vandamálið sem nú ríkir ekki síst vera vaxandi vantraust fremur en vaxandi skortur á fé. Því fyrr sem tiltrú og traust vex á nýjan leik, því fyrr verður komist út úr þessari dýfu eða kreppu, en við vitum ekki enn hvort hugtakið á við.

Það er margt að breytast bæði hér á landi og annars staðar. Ný útgáfa af bókinni “Tíu litlir negrastrákar” vekur óróleika. Auðvitað er engin ástæða til að banna útgáfu á bókum, en óróleikinn sem tengist þessari bók er í raun jákvæður. Hann er merki um breytta tíma, aukinn skilning og minni fordóma. Þegar sú bók var gefin út um miðja

síðustu öld, kom fæstum í hug að hún væri meiðandi á nokkurn hátt. Nú blasir það hins vegar við að svo getur verið, því var útgáfa bókarinnar og umræður um hana jákvæð ábending um breytta tíð og breytt viðmið. Reyndar hefur það verið svo að menn hafi verið á fleygiferð á undanförunum árum og áratugum að breyta þekktum hugtökum yfir margvísleg fyrirbæri og aðstæður í þjóðlífinu í þeim tilgangi að forðast að meiða þá sem höllum fæti kunna að standa um skemmri eða lengri tíma. Þetta er einnig jákvætt þótt stundum hafi menn ef til vill gengið í góðmennsku sinni full langt hvað þetta varðar. Hitt er einnig til að ný orð fái nánast á sig goðsagnakennda helgimynd, eins og orðið *útrás* sem enginn þorir að vera á móti svo hann verði ekki sakaður um að vera úr takti, hafi ekki framtíðarsýn eins og það heitir nú, og þekki ekki sinn vitjunartíma.

“Útrás” virðist þegar grannt er skoðað ekki vera annað en venjuleg fjárfesting erlendis; auðvitað iðulega einnig nýting á þekkingu og hæfileikum í bland við fjárfestinguna. Þannig mætti kalla byggingu álvers á Reyðarfirði útrás ALCOA til Íslands. Það hefur reyndar ekki verið nefnt. Þar er það fjárfesting í bland við þekkingu í áliðnaði sem er notuð. Úrásin er auðvitað að mörgu leyti efnileg og sumir þættir hennar hafa þegar skilað töluverðu í aðra hönd, ekki síst vegna þess að menn notfærðu sér hagfelld skilyrði og ytri aðstæður. Ódýrt fé lá um hríð hvarvetna á lausu og ýmsir aðilar hér á landi nýttu það tækifæri af djörfung og krafti. Hin hliðin á útrásinni er þó sú og framhjá henni verður ekki horft, að Ísland er að verða óþægilega skuldsett erlendis. Á sama tíma og íslenska ríkið hefur greitt skuldir sínar hratt niður og innlendar og erlendar eignir Seðlabankans hafa aukist verulega, þá hafa aðrar erlendar skuldbindingar þjóðarbúsins aukist svo mikið, að þetta tvennt sem ég áðan nefndi er smáræði í samanburði við það. Allt getur þetta farið vel, en við erum örugglega við ytri mörk þess sem fært er að búa við til lengri tíma.

Útrásarorðið er slíkt töframerki að jafnvel þegar menn virðast gera innrás í opinber fyrirtæki almennings, þá er innrásin kölluð útrás. Og fyrirtæki sem hafa þá frumskyldu, að lögum og samkvæmt efni máls, fyrst og fremst að veita almenningi þjónustu við hinu lægsta verði, eru í nafni útrásar skyndilega farin að taka þátt í áhættu erlendis, án þess að skynsamleg umræða um þau atriði hafi farið fram í landinu áður. Í öllum þessum efnum þurfa menn að fara að með gát.

Okkur Íslendingum hefur gengið vel að undanförunu og menn hafa kunnað fótum sínum forráð, en það er heimskulegt að halda að við getum slakað á kröfum til okkar sjálfra, ef áfram á vel að fara. Ein þeirra krafna er örugglega sú, að leyfa ekki verðbólgu að festast í sessi á nýjan leik. Allur undansláttur á þeirri kröfu mun bitna á almenningi í landinu með ófyrirsjáanlegum afleiðingum. Við megum ekki auka erlendar skuldir þjóðarbúsins umfram það sem nú er, þvert á móti er

okkur rétt og skylt að grynka á þeim skuldum og ná þar jafnvægi. Útrásaráformum þarf því að setja skynsamleg mörk. Sá óhófsandi sem að nokkru hefur heltekið okkur má ekki ráða ferðinni til framtíðar. Við vitum að víða er uppgangur okkar lofti blandaður. Við því er ekkert að segja og það er eðlilegt að þættir eins og óefnislegar eignir séu fyrirferðarmiklar á uppgangstímum þegar vel gengur, en þegar á móti blæs og harðnar á dal, þarf aðeins lítið gat til að loftið leki úr slíkum eignum. Þar er því einnig aðgæslu þörf.

Seðlabankanum er að lögum fengið tiltekið afmarkað hlutverk. Af hálfu bankans er það hlutverk tekið mjög alvarlega. Bankinn biðst ekki undan gagnrýni á störf sín og ákvarðanir, en honum þætti vænt um að fá stuðning við viðleitni sína til að halda verðbólgu í skefjum. Það kemur öllum landsmönnum vel ef góður árangur verður af þeirri baráttu. Ef allir leggjast á eitt er víst að vextir geta lækkað fyrir og hraðar en ella, svo vikið sé í lokin að spurningu í yfirskrift fundarins.