

*Birgir Ísl. Gunnarsson*

*bankastjóri og formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands*

## Stöðugt verðlag – hagstæð skilyrði og horfur í efnahagslífi

*Ræða flutt á ársfundi Seðlabanka Íslands 23. mars 2004*

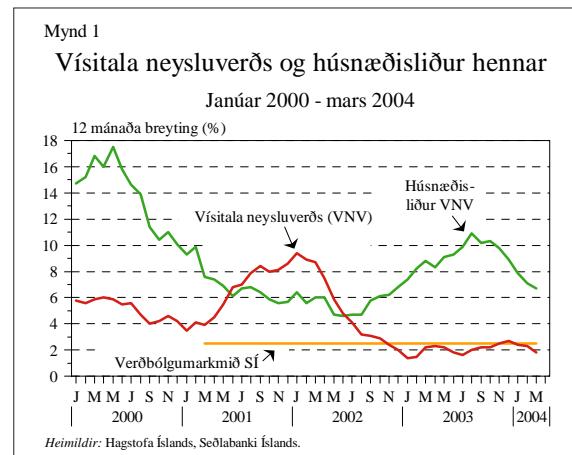
Fyrir hönd stjórnar Seðlabanka Íslands býð ég ykkur öll velkomin á 43. ársfund bankans. Reikningar bankans fyrir árið 2003 hafa í dag verið staðfestir af forsætisráðherra. Ársskýrsla bankans hefur jafnframt verið birt. Þar er að finna yfirlit yfir starfsemi bankans og afkomu auk greinargerðar um stefnu hans og aðgerðir í peningamálum, um fjármálakerfi, fjármálastöðugleika og fjármálamarkaði, svo og það sem helst einkenndi efnahagsþróun liðins árs.

### *Verðlag*

Nú eru liðin þrjú ár síðan umgjörð peningastefnunnar var breytt og verðbólguþáttur tekið upp með sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans. Samkvæmt því er stöðugt verðlag nú meginstefnumið í stjórn peningamála. Seðlabankanum ber að stefna að því að árleg verðbólga, þ.e.a.s. hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%. Stöðugt verðlag er meginmarkmiðið, og því verður peningastefnunni ekki beitt til þess að ná öðrum efnahagslegum markmiðum, svo sem jöfnuði í viðskiptum við útlönd eða mikilli atvinnu, nema að því marki sem slíkt samrýmist verðbólguþáttum bankans.

Verðlag var stöðugt árið 2003. Allt árið, þ.e.a.s. frá janúarbyrjun 2003 til jafnlengdar 2004, var verðbólgan 2,4%. Það er rétt undir stefnumarki Seðlabankans. Ef horft er framhjá áhrifum verðbreytinga í opinberri þjónustu var verðbólga þó litlu minni. Þar til á síðustu mánuðum ársins var vöruverð nokkru lægra en árið áður, og verulega dró úr verðhækkun á þjónustu. Húsnæðisverðbólga var hins veg-

ar töluverð, og hækkaði húsnæðisliður vísitölnunnar mun meira en vísitalan í heild. Aðeins fór að draga úr húsnæðisverðbólgu þegar leið á árið, og sú hjóðnun hefur haldið áfram það sem af er þessu ári. Seðlabankinn getur því vel unað við verðbólguþátt undanfarinna missera, og þegar það er haft í huga að áhrifa peningastefnunnar gætir með allmikilli töf, bendir verðlagsþróun til þess að peningamálstefnan næstu misseri á undan hafi haft tilætluð áhrif.



Seðlabankinn lækkaði stýrivexti sína í 5,3% í byrjun febrúar á síðasta ári. Verðbólguþáttur bankans gáfu ekki tilefni til frekari vaxtabreytinga. Vextir bankans voru nokkurn veginn hlutlausir á árinu, þ.e.a.s. þeir örvuðu hvorki eftirspurn né drógu úr henni. Raunvextir bankans voru þannig ekki fjarri því sem ætla má að hafi verið jafnvægisraunvextir á árinu.

### Hagvöxtur

Allt frá árinu 1996 var öflugur hagvöxtur á Íslandi til ársins 2002 þegar hann varð lítilllega neikvæður. Á síðasta ári tók hagvöxtur við sér að nýju. Samkvæmt nýjustu áætlunum Hagstofunnar er talið að hann hafi verið 4%. Það er nokkru meira en reiknað var með þegar uppfærð þjóðhagsspá Seðlabankans var birt fyrir í þessum mánuði. Talnalegt mat á hagvexti síðasta árs gæti enn eitthvað breyst með nýjum áætlunum, og er það til marks um þá óvissu sem jafnan er um nýliðna og núverandi efnahagsþróun og bætist við þá óvissu sem móttun peningastefnu býr við vegna framtíðarinnar. Hvað sem því líður er ljóst að vöxturinn var umtalsverður og stafaði umfram allt af hröðum vexti þjóðarútgjalda eftir tvö samdráttarár. Vöxtur einkaneyslu ágerðist, og fjárfesting tók verulega við sér eftir krappa lægð. Þar gætti öðru fremur áhrifa þeirra stóriðjuframkvæmda er hófust á árinu og aukinnar fjárfestingar í íbúðarhúsnæði.

Fróðlegt er að bera saman hagvöxt á Íslandi og í öðrum löndum, ekki síst í evrulöndum sem oft er vitnað til. Í grófum dráttum má segja að á árunum frá 1996 til 2001 hafi hagvöxtur verið tvisvar til þrisvar sinnum meiri á Íslandi en í evrulöndum. Árið 2002 hafði evrusvæðið heldur vinninginn, en árið 2003 er áætlað að hagvöxtur þar hafi numið 0,8%. Þá var hann talinn hafa verið 4% hér eins og áður sagði. Í raun er þessi munur enn meiri milli Íslands og stærstu evrulandanna, Þýskalands, Frakklands og Ítalíu, þar sem gætt hefur mikillar deyfðar um nokkurra ára skeið. Þessi mikli munur á hagvexti skýrir að miklu leyti þann vaxtamun sem hefur verið á milli Íslands og evrulanda. Verkefni Seðlabanka Evrópu hafa m.a.

miðað að því að yta eftir föngum undir aukinn hagvöxt í þessum löndum með lágum vöxtum á sama tíma og verkefni Seðlabanka Íslands hefur lengst af verið að hamla gegn ofpenslu.

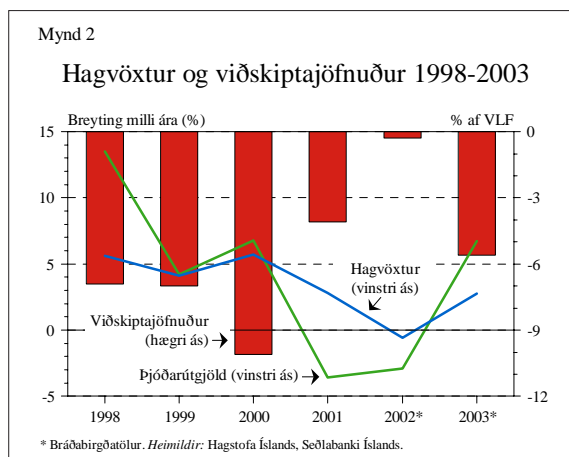
### Viðskiptahalli og vinnumarkaður

Miklar sveiflur hafa orðið í ytri jöfnuði þjóðarbúsins á undanförunum árum. Viðskiptahalli sem nam 10% af landsframleiðslu árið 2000 hafði því sem næst horfið tveimur árum síðar, en hann jókst verulega aftur á síðasta ári. Eftir þokkalegt jafnvægi á fyrsta fjórðungi og umtalsverðan afgang á vöruviðskiptum var halli á öðrum og þriðja fjórðungi ársins meiri en verið hafði frá ársbyrjun 2001. Viðskiptahalli á árinu öllu nam um 5½% af landsframleiðslu. Lægðin í útflutningi olli þar miklu um ásamt innflutningi til einkaneyslu, en að töluverðu leyti má einnig rekja aukinn vöruviðskiptahalla til innflutnings fjárfestingarvöru vegna virkjunarframkvæmda. Að því leyti olli hallinn minni áhyggjum en ella, þótt það sé umhugsunarefni hve hratt hann jókst í byrjun uppsveiflu.

Eins og algengt er í upphafi hagvaxtarskeiðs jókst eftirspurn eftir vinnuafli fremur hægt á árinu. Atvinnuleysi minnkaði reyndar hægar en margir höfðu búist við í ljósi þess hve lausum störfum hjá vinnumiðlunum fjölgaði. Árstíðaleiðrétt atvinnuleysi fór þó hægt minnkandi frá haustmánuðum. Lausum störfum fjölgaði hins vegar um helming á liðnu ári, og eftirspurn eftir erlendu vinnuafli glæddist þegar liða tók á árið. Í febrúar sl. var árstíðaleiðrétt atvinnuleysi 2,9% og hafði minnkað um 0,1% á mánuði síðan í september. Framleiðnivöxtur virðist hafa verið með mesta móti í fyrra. Eins og undanfarn ár hækkuðu laun hér mun meira en í helstu viðskiptalöndum. Miðað við launavísitölu hækkuðu innlend laun um 5½% á síðastliðnu ári, en það felur í sér 3½% vöxt kaupmáttar.

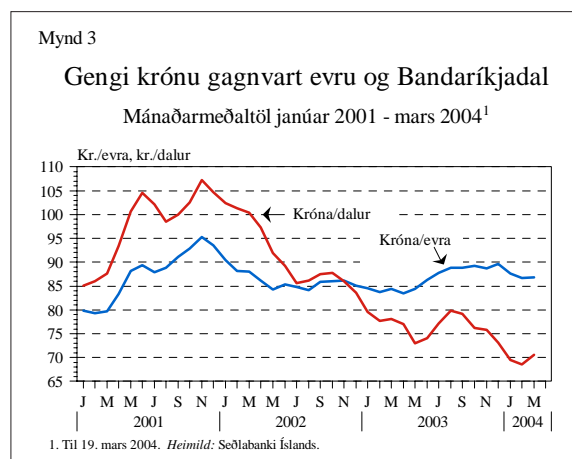
### Gengisþróun og gjalddeyrissvarsjóður

Með nýrri umgjörð peningastefunnar var horfið frá svonefndri fastgengisstefnu og gengið látið fljóta og ráðast á markaði. Öðru hverju heyrir um það rætt að Seðlabankinn geti stýrt gengi, og er þá spjótum beint gegn honum ef gengið hreyfist í aðra átt en einhverjir bjuggust við. Slík umræða var þó mun lágværi á síðasta ári en árið áður. Það bendir eindregið til vaxandi skilnings á því að Seðlabankinn geti ekki haft úrslitaáhrif á gengi gjaldmiðilsins. Framan af síðasta



ári styrktist íslenska krónan nokkuð. Það má líklega rekja til þess að vænst hafi verið aukins innstreymis gjaldeyris vegna virkjana og stóriðjuframkvæmda. Um mitt ár tók krónan að veikjast aftur. Telja má líklegt að það hafi orðið vegna óvissu um tekjur af varnarliðinu á Keflavíkurflugvelli og stækkun Norðuráls og e.t.v. að einhverju leyti vegna aukinna kaupa Seðlabankans á gjaldeyri. Um sama leyti dró nokkuð úr innflæði gjaldeyris vegna lánahreyfinga. Í september tók krónan að styrkjast á ný, en um svipað leyti bárust þær fréttir að betur horfði um stækkun Norðuráls, og minni óvissa virtist um starfsemi varnarliðsins. Síðustu mánuði ársins ríkti allgott jafnvægi á inn- og útstreymi gjaldeyris, og minnkuðu gengissveiflur verulega. Undir lok ársins tók gengi krónunnar enn að styrkjast allt fram í miðjan janúar. Líklegt er að þessi styrking skýrist öðru fremur af innflutningi lánsfjár í tengslum við umbrot í eignarhaldi fyrirtækja.

Þegar breytingar á gengi íslensku krónunnar eru virtar ber og að hafa í huga mikla lækkun Bandaríkjadals gagnvart evru. Gengisbreytingarnar hafa m.a. leitt til þess að gengi evru er nú svipað gagnvart krónu og fyrir tveimur árum, en gengi Bandaríkjadals hefur á sama tíma lækkað um þriðjung gagnvart krónu.



Í lögum um Seðlabanka Íslands segir að eitt verkefni hans sé að varðveita gjaldeyrisvarasjóð í samræmi við markmið og hlutverk bankans. Í árslok 2001 var gjaldeyrisforðanum að miklum hluta haldið uppi með erlendri lántöku Seðlabankans og gjaldeyrisstaðan því orðin rýrari en hægt var að una við til lengdar. Ástæðan var sú að vegna fastgengisstefn-

unnar lét Seðlabankinn oft til sín taka á gjaldeyrismarkaði á árunum 2000 og 2001 með því að selja gjaldeyri og leitast þannig við að draga úr mikilli gengislækkun krónunnar. Á árinu 2002 hóf Seðlabankinn að styrkja gjaldeyrisforðann á nýjan leik og keypti þá gjaldeyri fyrir andvirði 4,5 milljarða króna. Á síðasta ári jók bankinn kaupin og keypti þá sem nam andvirði 43,2 milljarða króna. Þrátt fyrir það fóru til kaupa bankans aðeins 3,6% af heildarveltu gjaldeyrismarkaðarins á árinu. Á miðju síðasta ári lauk Seðlabankinn við að greiða niður erlendar skammtímaskuldir sínar, og í árslok 2003 nam gjaldeyrisforðinn rúmlega 58 milljörðum króna. Seðlabankinn hefur í ár haldið áfram að kaupa gjaldeyri á markaði, en í minna mæli en á síðasta ári. Bankinn stefnir þess vegna að því að styrkja enn forða sinn á þessu ári. Rúmur gjaldeyrisforði er sjálfsögð varúðarráðstöfun og er eitt af þeim atriðum sem erlend matsfyrirtæki hafa auga á þegar þau meta láns hæfi ríkissjóðs og íslenskra fyrirtækja. Á hinn bóginn gerir þetta afkomu Seðlabankans mun næmari fyrir gengisbreytingum. Það kom m.a. fram í smávægilegu rekstrartapi á síðasta ári eins og áður hefur verið gerð grein fyrir.

### Fjármálastöðugleiki

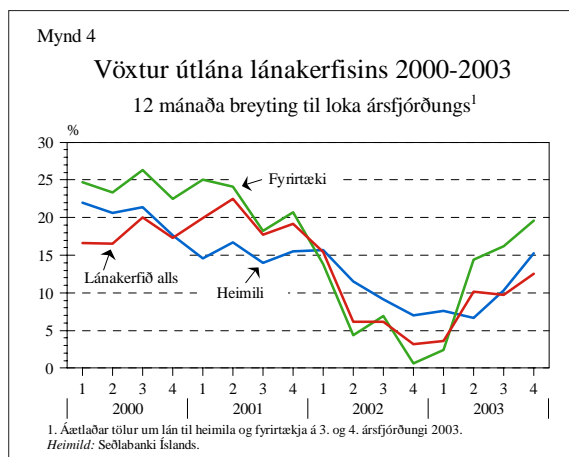
Í lögum um Seðlabanka Íslands segir að hann skuli stuðla að stöðugu verðlagi og jafnframt að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslukerfi í landinu og við útlönd. Viðast hvar er þetta meginhlutverk seðlabanka. Þetta hlutverk er mikilvægt vegna þess að áfall í banka- og fjármálakerfi er nátengt verðlagi fjáreigna, vöxtum og gengi gjaldmiðilsins. Framkvæmd peningastefnu og upplýsingagrunnur seðlabanka veitir færi á því að metin sé hætta á fjármálavá svo að unnt sé að vara við henni.

Tvisvar á síðasta ári, í maí og nóvember, birti Seðlabankinn úttekt á stöðugleika fjármálakerfisins. Meginniðurstaðan var sú að fjármálakerfið hefði styrkst á árinu, og af nýrri greiningu sem birt var í síðustu viku má marka að staða mikilvægustu fjármálafyrirtækja og markaða sé tiltölulega traust. Þjóðhagsleg skilyrði eru góð þegar á heildina er litið. Helstu áhyggjuefnin eru útlánaþensla sem er að mestu fjármögnuð erlendis og hátt eignaverð. Athygli hafa vakið skuldsett kaup á skráðum sem óskráðum félögum, og eru þau ein skýringin á mikilli útlánaaukningu banka. Þessi viðskipti hafa þrýst upp verði

nokkurra skráðra fyrirtækja, m.a. fjármálafyrirtækja, og sú spurning leitar á hverjar afleiðingar það hafi ef og þegar hlutabréfaverð lækkar að nýju. Hækkun raunverðs fasteigna á höfuðborgarsvæðinu hefur stöðvast í bili a.m.k., en veruleg verðlækkun er ósennileg í bráð. Þróun eignaverðs er mikilvæg þegar fjármálastöðugleiki er metinn og hefur jafnframt áhrif á framvindu peningamála, einkum við núverandi aðstæður. Hjöðnun hlutabréfa- og fasteignaverðs gæti eitthvað hamlað gegn fyrirsjáanlegri þenslu næstu ára. Það ylli mestri áraun fyrir stöðugleika fjármálakerfisins og peningastefnuna ef eignaverð lækkar um leið og drægi úr vexti ráðstöfunartekna að loknum stórframkvæmdum.

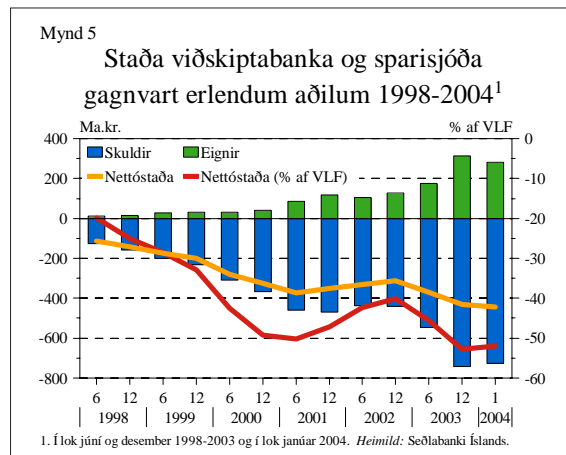
### Útlán

Útlánþensla er áhyggjuefni eins og ég gat um áðan, bæði fyrir fjármálalegan stöðugleika og verðbólgu-markmið Seðlabankans. Vöxtur innlendra útlána jókst mjög hratt á síðastliðnu ári, og í sömu átt virðist stefna á þessu ári. Í heild jukust innlend útlán innlánsstofnana á tólf mánuðum til loka janúar um 23%. Það er meira en samrýmt getur stöðugleika verðlags og efnahagslífs til frambúðar. Nærtækt er að líta til árána 1998 til 2001 og afleiðinga mikils útlánavaxtar sem þá varð. Vanskil og útlánatap jukust hvor tveggja í kjölfarið, og um tíma þrengdi að erlendri fjármögnun banka og sparisjóða. Samdráttarskeiðið og áraunin á fjármálakerfið er nú að baki, en að hluta má þakka það tiltölulega hagstæðum efnahagslegum skilyrðum og snöggum umskiptum í gengi krónunnar að fjármálafyrirtæki urðu ekki fyrir meiri skakkaföllum en raun varð á.



Hlutfallsleg aukning útlána innlánsstofnana hefur verið mest til erlendra lánþega, en þó hafa gengisbundin lán til innlendra lánþega aukist mjög eða um ríflega 45% á síðustu tólf mánuðum. Langt er frá því að öll þessi gengisbundnu útlán séu til þeirra innlendu fyrirtækja og einstaklinga sem hafa tekjur í erlendum gjaldeyri eða verja sig fyrir gengisáhættu með öðrum hætti. Í þessu er fólgin mikil vogun fyrir lántakendur og lánveitendur.

Erlendar skuldir innlánsstofnana voru í lok janúar fast að 300 milljörðum króna meiri en fyrir ári eða um tveimur þriðju hærrí frá sama tíma. Hin mikla sókn í erlent lánsfé undanfarna mánuði á sér sennilega nokkrar skýringar. Í fyrsta lagi tengist hún uppstokkun á íslensku atvinnulífi og breytingum á eignarhaldi fyrirtækja. Að lokinni einkavæðingu ríkisbankanna hafa fyrirtæki tekið virkan þátt í að losa um gömul eignatengsl og mynda ný. Fyrir milli-göngu bankanna hefur erlent lánsfé gegnt þar lykilhlutverki. Í öðru lagi hafa aðstæður á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum verið hagstæðar fyrir þessar hræringar. Erlendir skammtímavextir eru enn lægri en nokkurn tíma áður og erlendir langtímavextir mjög lágir þótt þeir hafi hækkað nokkuð frá því að þeir voru lægstir um miðbik síðastliðins árs. Í þriðja lagi hefur ríkt efnahagslegur stöðugleiki innanlands, og horfur eru á ágætum hagvexti næstu árin.



Í desember sl. sendi Seðlabankinn bréf til stjórnenda viðskiptabankanna og stærsta sparisjóðs landsins þar sem bankastjórn lýsti áhyggjum sínum af hraðri aukningu útlána og mikilli erlendri fjármögnun til skamms tíma. Eins og gengur brugðust menn við með ólíkum hætti, og einhverjir sögðu: ekki

benda á mig. Hið ánægjulega hefur þó gerst, að bankarnir hafa tekið að lengja í erlendum lánum sínum þannig að hlutfall skammtímalána og langtímalána hefur batnað undanfarnar vikur. Þetta er mjög mikilvægt því að varasamt getur verið að treysta um of á greiða skammtímafjármögnun. Í bréfi sínu tók Seðlabankinn ekki síst mið af viðvörunum alþjóðlegra matsfyrirtækja sem meta láns hæfi ríkissjóðs og annarra íslenskra lántakenda á erlendum mörkuðum. Þau hafa lýst því að hin háa skuldastaða þjóðarbúsins erlendis sé megináhýggjuefni og það sem helst standi í vegi fyrir hækkuðu láns hæfismati og geti jafnvel orðið til þess að það lækki í framtíðinni. Undanfarnir misseri hefur ríkissjóður greitt niður erlend lán. Orð matsfyrirtækjanna beinast því að öðrum og þá einkum bönkunum. Viðvörunarorð sem eru grundvölluð á þessum rökum eiga að sjálf-sögðu erindi til allra þeirra banka á Íslandi sem hafa að undanförmu stundað lántöku erlendis. Það er sameiginlegt hagsmunamál allra að staðinn sé vörður um láns hæfismatið og það styrkt eins og unnt er.

#### *Greiðslu- og uppgjörskerfi*

Ég hef á undanförmum ársfundum gert grein fyrir því starfi sem unnið hefur verið á vegum Seðlabankans að mótun greiðslukerfa og uppgjörskerfa. Hér á landi eru notuð tvenns konar greiðslukerfi sem jafnframt eru uppgjörskerfi, þ.e. stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands og jöfnunarkerfi Fjölgreiðslumiðlunar hf. Uppgjör vegna verðbréfavíðskipta fer jafnframt fram í fyrnefnda kerfinu. Þátttakendur í kerfunum eru víðskiptabankar, sparissjóðir og Seðlabankinn. Reiknistofa bankanna sinnir hugbúnaðarþjónustu fyrir bæði kerfin, en Seðlabankinn hefur milligöngu um uppgjör í þeim. Kerfunum er ítarlega lýst í árs-skýrslu bankans.

Frá árinu 2001 hefur Seðlabankinn unnið að því í nánú samstarfi við Fjölgreiðslumiðlun hf., Reiknistofu bankanna og lánastofnanir að móta greiðslukerfin til samræmis við þær tíu kjarnareglur um kerfislega mikilvæg greiðslukerfi sem njóta alþjóðlegrar viðurkenningar. Í þeirri vinnu hefur verið lögð áhersla á að skýra hæfi og ábyrgð stjórnenda og þátttakenda í greiðslukerfum. Uppgjörferlar hafa verið endurskoðaðir með tilliti til efnda lokagreiðslna og tímasetningar uppgjör. Áhættustýring hefur verið eflað með því að skilgreina áhættuþætti, gera skuldastöðu sýnilega, koma á áhættueftirliti, takmarka

skuldastöðu og krefjast uppgjör trygginga. Þá hefur verið farið yfir fyrirkomulag eftirlits með upplýsingagjöf og viðbúnaðaráætlunum.

Á síðastliðnu ári náðist mikilvægur áfangi í þessu starfi þegar settar voru tvennar reglur um greiðslukerfi, annars vegar reglur um stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands og hins vegar reglur um starfsemi jöfnunarkerfa. Í lok ársins var gengið frá viðurkenningu kerfanna og tilkynningu þeirra til eftirlitsstofnunar EFTA. Þar með hafa stórgreiðslukerfið og jöfnunarkerfið öðlast viðurkenningu sem lögmæt greiðslukerfi hér á landi og annars staðar á Evrópska efnahagssvæðinu. Þá gerðist það jafnframt á árinu að Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið gerðu með sér samstarfssamning um eftirlit með greiðslu- og uppgjörskerfum. Ég vil sérstaklega þakka gott samstarf við alla hlutaðeigendur um þessi mikilvægu mál. Þótt mikilvægir áfangar hafi náðst verður öruggur rekstur greiðslukerfa áfram mikilvægt og umfangsmikið verkefni.

#### *Fjölmýntaland*

Öðru hverju hefur hafist umræða um það hvort Íslands bíði þau örlög að verða fjölmýntaland sem sumir nefna svo. Með því virðist við það átt að mikill hluti víðskipta fari fram í fleiri en einum gjaldmiðli og að skuldbindingar af ýmsu tagi séu að miklu leyti bundnar erlendum gjaldmiðlum. Í því samhengi hefur verið bent á afkomutengingu og þar með óbeina gengistengingu launa í sjávarútvegi, að uppgjör fyrirtækja sé í auknum mæli í erlendum gjaldmiðlum og farið sé jafnvel að bjóða einstaklingum að taka lán í erlendum gjaldmiðlum. Einnig er bent á aukna hnattvæðingu og aukið vægi utanríkisvíðskipta og erlendra fjárfestingar.

Tilhneigingar gætir til að draga upp dálítið ýkta mynd af því hve íslenskur þjóðarbúskapur sé háður heimsvíðskiptum. Utanríkisvíðskipti hafa vissulega aukist, en eru þó lítil miðað við umfang þjóðarbúskaparins. Vægi beinnar erlendra fjárfestingar er mun minna en í flestum fullvaxta ríkjum, en umfang erlendra verðbréfafjárfestingar svipað og í nálægum löndum. Gjaldeyrisinnstæður í bankakerfinu hafa tíðkast lengi, en eru vel innan þeirra marka sem t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn miðar við þegar hann flokkar lönd eftir því hvort notkun erlendra myntar er mikilvæg eða ekki. Uppgjör í erlendum gjaldmiðli er bundið við örfá fyrirtæki með fjölbjóðlega starf-

semi og almennt hefur krónan yfirburði sem innlendum greiðslumiðill. Það er hins vegar rétt að erlendar skuldir og næmi þjóðarbúskaparins fyrir gengisbreytingum er með því mesta sem gerist í velmegandi löndum.

Þegar alls þessa er gætt fer vart á milli mála að krónan hefur trausta stöðu sem viðskiptamiðill í íslenskum þjóðarbúskap. Ekkert gefur tilefni til að ætla að breyting verði á því. Eins og í öðrum löndum sem hafa töluverðar tekjur af ferðamennsku er alltaf eitthvað um það að aðrir gjaldmiðlar séu notaðir, en líklega kveður mun meira að því í löndum sem eiga löng landamæri að öðrum gjaldmiðilssvæðum, svo sem í Kanada og Sviss. Afar ósennilegt er að svo muni grafa undan stöðu krónunnar að innlendir aðilar noti hana síður en aðra gjaldmiðla í viðskiptum sín á milli. Síðbreytilegt gengi krónunnar gerir notkun annarra gjaldmiðla að jafnaði áhættusama nema allar skuldbindingar, þar á meðal kjarasamningar, færast því sem næst á sama tíma yfir í sama erlendan gjaldmiðil. Mikil hagkvæmni felst í því að sem flest viðskipti og skuldbindingar séu í einum og sama gjaldmiðli. Þess vegna er ólíklegt að grundvallarbreyting verði á stöðu krónunnar nema til komi atbeini stjórnvalda eða svo ólíklega fari að efnahagsstefnan bíði fullkomið skipbrot og krónan verði rúin öllu trausti með tilheyrandi óðaverðbólgu eins og gerst hefur í sumum löndum Rómönsku Ameríku sem tekið hafa upp dollara eða í öðrum löndum sem neyðst hafa til að taka upp aðra gjaldmiðla.

Nefnt hefur verið að vegna mikilla erlendra skulda þjóðarbúsins hafi vaxtaákværðanir Seðlabanka Evrópu jafnvel meiri áhrif hér á landi en innlend peningastefna. Það er ekki ný saga að erlendir vextir hafi áhrif á Íslandi, og hið sama á einnig við um önnur lönd, þótt næmi fyrir erlendri vaxtaþróun sé meira hér en víðast annars staðar vegna mikilla skulda þjóðarbúsins. En það er vert að hafa í huga að erlend vaxtahreyfing hefur fyrst og fremst áhrif á þjóðartekjur, hagsveiflu og viðskiptajöfnuð, en getur aldrei haft afgerandi áhrif á verðbólgu hér á landi. Meðan gengisbundin lán hafa mikið vægi í skuldum innlendra aðila getur miðlunarferli peningastefnunnar orðið eitthvað torveldara en ella. Til lengdar getur þó aðeins innlend peningastjórn ákvarðað rýrnandi verðgildi innlends gjaldmiðils gagnvart vöru og þjónustu, það er verðbólgu.

### Horfur

Ég mun að lokum víkja að horfum í efnahags- og peningamálum. Í síðustu viku gaf Seðlabankinn út ársfjórðungsrit sitt *Peningamál*, og þar birtust uppfærðar verðbólgu- og þjóðhagsspár. Hér er ekki um heildstæðar spár að ræða, en fyrirhugað er að slíkar spár birtist hér eftir tvisvar á ári, í júní og desember. Því er spáð að verðbólga verði undir settu marki þar til á seinni hluta árs 2005. Um það leyti má gera ráð fyrir að hún fari upp fyrir markið miðað við óbreytt gengi og stýrivexti Seðlabankans. Þegar lagt er mat á verðlagshorfur er hins vegar mikilvægt að hafa í huga að gengi krónunnar hefur að öllum líkindum verið nokkru sterkara að undanfögnu en telja má sennilegt að það verði til langframa. Nýleg verðlagsþróun og spár sem byggðar eru á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist áfram hátt kunna því að fela í sér vanmat á duldu verðbólguþrýstingi. Fjármagnsinnstreymi á næstu tveimur árum kann að vísu að halda genginu fremur sterku þótt ekki megi ganga að því gefnu.

Umtalsverður framleiðnivöxtur á liðnu ári virðist hafa stuðlað að lítilli verðbólgu að undanfögnu, enda þótt hagvöxtur hafi orðið meiri en reiknað var með í spá bankans í nóvember. Haldi framleiðni áfram að aukast umfram venju mun það létta á verðbólguþrýstingi á næstunni. Kjarasamningar, sem nýlega voru undirritaðir og virðast í stórum dráttum geta samræmst verðbólguþrýstingi, fela í sér ákvæði er gætu ýtt undir frekari hagræðingu og framleiðni- aukningu. Að undanfögnu hefur það einnig létt á verðbólguþrýstingi að ör vöxtur þjóðarútgjalda hefur einkum fundið sér farveg í meiri innflutningi. Hann hefur því þrýst minna á innlenda framleiðsluþætti og verðlag en ella og birst í vaxandi viðskiptahalla eins og ég hef áður gert að umtalsefni. Óhóflegur viðskiptahalli gæti til lengdar grafið undan gengi krónunnar og leitt til aukinnar verðbólgu, en hættan virðist ekki mikil þann tíma sem síðasta verðbólgu- spá nær til.

Í þjóðhagsspá bankans er nú gert ráð fyrir því að hafnar verði framkvæmdir vegna stækkunar Norður- áls. Það mun valda því að hagvöxtur verði nokkru meiri en áður var spáð, 3½% 2004 og 4½% árið 2005. Vegna herra gengis, mikillar framleiðni- aukningar í fyrra og mikillar hlutdeildar erlends vinnuaf- ls í stóriðjuframkvæmdum verður þrýstingur á innlenda framleiðsluþætti og verðlag minni en ella.

Eins og ég nefndi fyrir í máli mínu er líklegt að gengi krónunnar hafi hækkað á fyrri hluta síðasta árs af völdum væntinga sem tengjast áformuðum stóriðju- og virkjunarframkvæmdum. Næsta vist er það að hefðu þessi stóriðjuáform ekki komið til væru stýrivextir bankans nú lægri en þeir eru í reynd. Gengishækkarnir í fyrra og það aðhald í ríkisfjármálum sem marka má af fjárlögum þessa árs valda því að vextir bankans hafa staðið óbreyttir síðan í febrúar í fyrra. Seðlabankinn telur ekki enn vera tilefni til að hækka vexti, en verðbólguþáinn kallar að óbreyttu á hærri stýrivexti bankans á komandi mánuðum þótt verðbólguhorfur séu góðar fram á næsta ár. Með því að peningastefnan þarf að vera framsýn gæti þetta orðið til þess að Seðlabankinn hækkaði stýrivexti sína, jafnvel þótt verðbólgan yrði enn undir settu marki. Miklar framkvæmdir á næstu árum hvetja til þess að skyggst sé lengra fram á veginn en ella þegar ákvarðanir eru teknar í peningamálum. Hagsmunir fjármálastöðugleika gefa tilefni til hins sama.

Góðir fundarmenn! Verðlagsspár eru meginforsenda við stefnumörkun Seðlabankans í peningamálum. Það er jafnan erfitt að skyggast til framtíðar, og í því efni er hollt að hafa í huga orð Matthíasar Jochumssonar í kvæðinu Víg Snorra Sturlusonar:

*vafin er Verðandi reyk;  
lítið sjáum aftur,  
en ekki fram,  
skyggir Skuld fyrir sjón.*

Þrátt fyrir þessi sannindi held ég að Seðlabankinn megi una vel við það hvernig verðbólguþáinn hans hafa staðist.

Ég vil að lokum þakka forsætisráðuneytinu og öðrum stjórnvöldum ágætt samstarf. Fjármálastofnunum þakka ég góða samvinnu. Síðast en ekki síst ber að þakka starfsfólki Seðlabankans gott samstarf og vel unnin verk, en án góðs starfsfólks hefði bankanum ekki auðnast að ná þeim árangri sem raun ber vitni.