



30. mars 2017

Ræða

Más Guðmundssonar seðlabankastjóra.
Flutt á 56. ársfundi Seðlabanka Íslands, 30. mars 2017.

Forsætisráðherra, fjármála- og efnahagsráðherra, forseti Alþingis, bankastjórar, sendiherrar erlendra ríkja og aðrir góðir gestir!

Við komum nú saman til 56. ársfundar Seðlabanka Íslands. Á fundinum fyrir ári þótti staða þjóðarbúskaparins nokkuð góð. Landsframleiðslan var orðin meiri en hún varð mest fyrir fjármálakreppuna. Þjóðartekjur höfðu aukist enn meira allra síðustu árin vegna bættra kjara okkar í viðskiptum við útlönd. Öfugt við mörg fyrri tímabil fullrar atvinnu var innra og ytra jafnvægi þjóðarbúsins enn með góðu móti eins og birtist í verðbólgu sem hafði verið við eða undir verðbólgu markmiði í tvö ár og í myndarlegum viðskiptaafgangi. Þetta var góð staða en við gerðum okkur líka grein fyrir því að hún gæti verið brothætt þar sem spenna var að byggjast upp í þjóðarbúskapnum og hættan á ofhitnun var raunveruleg. Alþjóðleg þróun hafði verið okkur að mörgu leyti hagstæð, en hún gat snúist. Við þurftum því að vera á varðbergi og hagstjórn þurfti að taka mið af þessari áhættu.

Hvað segjum við þá nú þegar hraði vaxtarins hefur enn aukist, spennan í þjóðarbúskapnum er orðin enn meiri en verðbólgan hefur eigi að síður haldið áfram að vera undir markmiði, verðbólguvæntingar eru orðnar við markmið, viðskiptaafgangurinn í fyrra var í sögulegu hámarki og við eigum meira erlendis en við skuldum? Til viðbótar kemur að á þessu eina ári voru vextir lækkaðir um 0,75 prósentur, gengi krónunnar hefur hækkað um ríflega 16%, Seðlabankinn hefur keypt gjaldeyri sem nemur rúmlega 350 ma.kr., gjaldeyrisforðinn hefur stækkað um rúman þriðjung mælt í erlendum gjaldmiðlum og fjármagnshöft hafa að langmestu leyti verið losuð í þremur stórum skrefum. Þetta eru miklar breytingar á einu ári og væntanlega munu þær skipa sinn sess í hagsögunni.

Hvað skýrir þessa þróun? Hvernig gat þjóðarbúskapurinn vaxið um rúm 7% á síðasta ári án þess að hann ofhitnaði og verðbólga færi á skrið? Fimm þættir skipta hér líklega miklu máli og mikilvægt er að skilja hvernig þeir virka til að geta lagt mat á framhaldið og mótað viðeigandi hagstjórnarviðbrögð.

Í fyrsta lagi er framboðshlið þjóðarbúskaparins sveigjanlegri en áður vegna aukinnar efnahagslegrar samþættingar við umheiminn. Hér á samningurinn um Evrópska efnahagssvæðið stóran hlut að máli en einnig aðrir viðskiptasamningar og almenn markaðsdrifin þróun í heimsbúskapnum. Þetta veldur því að þegar spenna byrjar að myndast er auðveldara en áður að létta á henni með því að

flytja inn vinnuafli og aðra framleiðsluþætti, nota erlend aðföng í innlendum framleiðslukeðjum í ríkara mæli eða flytja hluta af starfsemi út úr landinu. Í fyrra var t.d. flutningsjöfnuður erlendra ríkisborgara farinn að nálgast fyrra hámark frá árinu 2006.

Í öðru lagi skiptir máli að skilja eðli stærsta búhnykksins sem okkur hefur hlotnast að undanfögnu og hvernig hann spilar saman við sveiflujöfnunarhlutverk gengis krónunnar. Mikill vöxtur í ferðaþjónustu hefur verið einn megindrífkraftur hagvaxtar undanfarin ár. Að hluta til nýtir hún innviði og fjármuni sem voru vannýttir áður en ferðamannabylgjan reis og því voru áhrifin á spennu í þjóðarbúskapnum minni en ef fjárfesting hefði þurft að aukast strax. Nú er hins vegar væntanlega komið að endastöð hvað þetta varðar. Þá fylgir auknum ferðamannastraumi gjaldeyrisinnstreymi sem að öðru óbreyttu þrýstir upp gengi krónunnar. Það dregur úr umsvifum annars staðar, beinir eftirspurn út úr þjóðarbúskapnum og dregur úr verðbólgu. Því myndast að hluta sjálfvirkt mótvægi við spennuáhrif vaxtar ferðaþjónustu eftir að fullri atvinnu er náð.

Í þriðja lagi hefur alþjóðleg efnahagsþróun haldið áfram að vera okkur hagstæð. Viðskiptakjör í vöru- og þjónustuviðskiptum hafa batnað á síðustu árum og innflutningsverð í erlendri mynt hefur lækkað.

Í fjórða lagi hefur stærri hluti tekna verið lagður til hliðar í formi sparnaðar en oftast áður. Á síðasta ári nam nærri þriðjungur sá hluti landsframleiðslu sem ekki fór í einkaneyslu eða samneyslu, þ.e. svokallaður vergur þjóðhagslegur sparnaður. Það er einn mesti þjóðhagslegi sparnaður sem mælst hefur frá upphafi. Hátt sparnaðarstig skýrir af hverju viðskiptaafgangur varð svo mikill á síðasta ári þrátt fyrir að fjárfesting hafi verið komin í sögulegt meðaltal. Að baki liggur svo meiri sparnaður heimila, fyrirtækja og hins opinbera sem skýrist m.a. af aukinni varúð í framhaldi af reynslunni af fjármálakreppunni, bættri afkomu hins opinbera, ástandinu á fasteignamarkaði sem kallar á meira eigið fé í fyrstu íbúðarkaupum og af vaxtastiginu. Meiri sparnaður stuðlar síðan að minni spennu í þjóðarbúskapnum en ella.

Í fimmta lagi er það svo árangur af peningastefnunni síðustu misserin. Þessi árangur birtist m.a. í því að verðbólguvæntingar til lengri og skemmri tíma hafa verið við markmið síðan um mitt ár í fyrra. Kjölfesta þeirra við verðbólgu markmiðið virðist einnig hafa styrkst, sem birtist í því að gengissveiflur og óvæntar breytingar á verðbólgu hafa minni áhrif en áður. Trúverðugleiki markmiðsins hefur aukist. Því þarf meira til að koma verðbólgu frá markmiði en áður og hægt er að halda verðbólgu við markmið til lengri tíma litið með lægri vöxtum en áður. Möguleikar peningastefnunnar til að draga úr sveiflum í efnahagsumsvifum án þess að stefna verðbólgu markmiði í hættu hafa að sama skapi aukist.

Hver er þá staðan nú í ljósi þessara skýringa? Að sumu leyti erum við í svipaðri stöðu og fyrir ári. Því er spáð að hagvöxtur á þessu ári verði áfram yfir langtímavexti framleiðslugetu og að spennu muni enn aukast en verðbólga verði

eigi að síður undir verðbólguþröngunni lungann úr árinu. En þessar horfur eru óvissar og ýmsar breytingar hafa orðið og frekari breytingar gætu verið framundan sem kunna að hafa áhrif á framvinduna. Útflutnings- og samkeppnisgreinar finna nú mun meira fyrir ruðningsáhrifum ferðapjónustunnar eftir mikinn vöxt síðustu ára. Miklar launahækkunir undanfarnar misseri og umtalsverð gengisstyrking á síðasta ári þröngja að afkomu þeirra. Geta þeirra til að taka á sig launahækkunir hefur minnkað. Hækkun gengis krónunnar að undanfögnu er afleiðing vaxtar ferðapjónustunnar og annarrar velgengni en stuðlar að því að beina eftirspurn út úr landinu og draga þannig úr innlendri framleiðsluspennu.

Þótt spár sem eru byggðar á gefnum forsendum og fyrirbyggjandi líkönum skili þeirri niðurstöðu að gengið haldi áfram að hækka er rétt að hafa í huga að um þetta ríkir töluverð óvissa. Losun hafta getur bæði stuðlað að herra og lægra gengi til skemmri tíma lítið eftir því hvernig væntingar breytast. Virk sérstök bindiskylda sem í júní sl. var lögð á fjármagnsstreymi erlendis frá inn á skuldabréfamarkað og hávaxtainnstæður hefur haldið aftur af styrkingu gengisins og dregur í framhaldinu úr líkunum á snarpri hækkun gengisins vegna vaxtamunarviðskipta. Frá því að tilkynnt var um losun fjármagnshafta hinn 12. mars sl. og til gengisskráningar í gær lækkaði gengi krónunnar um 3,8%.

Um þessar mundir eru breytingar að verða í alþjóðlegum efnahagsmálum sem munu að einhverju leyti breyta myndinni. Hagvöxtur í heimsbúskapnum er að aukast, einkum í iðnríkjum. Hrávöruverð er farið að hækka og verðbólga í iðnríkjum virðist á uppleið. Vextir hafa þegar verið hækkaðir í Bandaríkjunum og nú virðist sjá fyrir endann á tímabili mjög lágra eða neikvæðra vaxta á evrusvæðinu. Áhrifin af þessu á íslenskan þjóðarbúskap eru ekki á einn veg. Ekki er á vísan að róa með frekari viðskiptakjarabata og draga mun úr innfluttri verðhjöðnun. Verðbólga hér á landi gæti því stefnt hraðar upp fyrir markmið nema innlend spennan hjaðni á móti. Hins vegar mun vaxtamunur gagnvart útlöndum að óbreyttu minnka sem auðveldar framkvæmd peningastefnunnar og dregur úr bókfærðu tapi Seðlabankans vegna gjaldeyrisforða, eins og ég kem nánar að síðar.

Framkvæmd peningastefnunnar er yfirleitt mun flóknari þegar miklar breytingar eiga sér stað en í rólegri ástandi. Viðmiðunarpóstar stefnunnar eins og jafnvægisgildi vaxta, framleiðslu, atvinnuleysis og gengis geta þá farið á hreyfingu. En þar sem þetta eru ekki stærðir sem eru mældar á hverjum tíma heldur þarf að leiða að þeim líkur á grundvelli þróunar annarra stærða er mikil óvissa á líðandi stund um hversu mikið þær hafa breyst eftir að þær fara á annað borð á hreyfingu. Þá breytast hlutfallsleg verð meira en endranær en peningastefnan getur ekki haft áhrif á þau nema til skamms tíma. Stundum getur verið erfitt að greina á milli slíkra hlutfallslegra verðbreytinga og almennrar hækkunar verðlags sem ræðst til lengdar af peningastefnunni. Til viðbótar þessu getur oft verið erfitt að greina á líðandi stund hvaða breytingar eru tímabundnar og má kannski milda með hagstjórn og hverjar eru varanlegar og lítið að gera við, a.m.k. með peningastefnunni.

Þetta eru einmitt aðstæðurnar sem við búum við nú. Skýrar vísbendingar eru um að jafnvægisraungengi hafi hækkað með bættum viðskiptakjörum, meiri þjóðhagslegum sparnaði og stórbættri erlendri stöðu. Þá eru vísbendingar um að jafnvægisvextir hafi lækkað frá því sem var fyrir fjármálakreppu og þeir hafa líklega lækkað enn frekar með auknum trúverðugleika peningastefnunnar og betri kjölfestu verðbólguvæntinga við markmið. Í báðum tilfellum er þeirri spurningu ósvarað hversu mikið.

Hvað gengið varðar benda hefðbundnar mæliaðferðir ekki til þess að raungengið sé augljóslega komið yfir jafnvægisgildi sitt. Það styður þessa niðurstöðu að athugun bankans sem birt verður í *Fjármálastöðugleika* í næstu viku sýnir að um 85% af innstreymi á gjaldeyrismarkað á síðasta ári átti rætur að rekja til viðskiptaafgangs og viðskipta innlendra aðila sín á milli. Fjármagnsinnstreymi frá erlendum aðilum skipti mun minna máli og á seinni hluta ársins þegar gengisstyrkingin var sem mest var fjármagnsinnstreymi tengt vaxtamun nánast ekkert. Mat á jafnvægisgengi er hins vegar háð mikilli óvissu og Seðlabankinn hefur í varúðarskygni lagst gegn mögulegu ofrиси krónunnar með miklum gjaldeyriskaupum.

Í þessu ljósi er erfitt að komast að annarri niðurstöðu en að styrking krónunnar hafi að verulegu leyti verið góðkynja í þeirri merkingu að hún byggðist á undirliggjandi efnahagsaðstæðum og stuðlar að betra jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Sviðsmyndir bankans benda til að ef Seðlabankinn hefði með tækjum sínum stöðvað gengisstyrkingu undanfarinna ára hefði ójafnvægið orðið mun meira í þjóðarbúskapnum og verðbólga töluvert meiri.

Það er langt síðan Seðlabanki Íslands gat einhliða ákveðið gengi krónunnar frá degi til dags. Það ákvarðast á millibankamarkaði og endurspeglar undirliggjandi eftirspurn og framboð á gjaldeyri. En bankinn getur auðvitað haft áhrif á gengið með vaxtaákvörðunum, gjaldeyrisviðskiptum og beitingu fjárstreymistækja eins og þeirri sérstöku bindingu á vissar tegundir fjármagnsinnstreymis sem nú er virk. Gengið væri auðvitað mun hærra ef bankinn hefði ekki beitt þessu tæki og keypt gjaldeyri í miklum mæli.

En hefði hann getað gengið lengra, t.d. með enn meiri gjaldeyriskaupum og lækkun vaxta umfram það sem efnahagsaðstæður og verðbólguhorfur gáfu tilefni til? Vissulega hefði hann getað það og jafnvel í þeim mæli að stöðva gengishækkunina að mestu leyti. Þá hefðu verulegar vaxtalækkningar líklega þurft að bætast við gjaldeyriskaupin jafnvel þannig að raunvextir hefðu orðið neikvæðir sem samræmist reyndar illa þjóðarbúskap í spennu og með mjög mikinn hagvöxt. Ástæðan er sú að til að lækka vexti í þeim mæli að innlendum aðilum finnist af þeim sökum fýsilegt að fjárfesta í erlendum verðbréfum duga í ljósi mikils vaxtamunar engar 0,25 eða 0,5 prósentur. Þá er ekki víst að lengri vextir á skuldabréfamarkaði hefðu fylgt að fullu eftir en þeir skipta meira máli fyrir fjárfestingu lífeyrissjóða og annarra fjárfesta en skammtímavextir Seðlabankans. Ástæðan hefði þá verið sú að verðbólguvæntingar hefðu hækkað og ef lækkun skammtímavaxtanna hefði ekki verið í samræmi við ástand og

horfur í efnahagsmálum gætu hafa myndast væntingar um að þeir hækkuðu fljótlega aftur.

Þetta hefði ekki verið án alvarlegra hliðarverkana. Í því sambandi verður að hafa í huga að seðlabankar geta til lengdar ákvarðað verðbólgu og haft samsvarandi áhrif á nafngengi. En þeir geta ekki til lengdar ákvarðað raungengið. Ef raungengi hækkar vegna hækkunar jafnvægisraungengis og seðlabanki stöðvar nafngengishækkunina mun raungengið eigi að síður hækka að lokum en þá í gegnum meiri launahækkunir og verðbólgu.

Hefði bankinn stöðvað hækkun gengisins hvað sem það kostaði væri verðbólga nú þegar líklega komin þó nokkuð yfir verðbólguþröng og mjög ólíklegt að verðbólguvæntingar væru við markmið. Slíkt hefði gengið á svig við lögbundið markmið bankans um verðstöðugleika. Það hefði einnig verið dýru verði keypt því að trúverðugleiki peningastefnunnar væri farinn og það myndi kalla á enn hærri vexti síðar til þess að öðlast hann á ný. Ef vilji stendur til að hamla hækkun raungengis og milda ruðningsáhrif mikils vaxtar ferðaþjónustunnar á aðrar greinar, sem vissulega er þörf á, en án þess að fórnar verðstöðugleika, þá þarf að gera það með tækjum sem geta haft varanleg áhrif á raungengið svo sem eins og með aðhaldssamari stefnu í ríkisfjármálum. Í þessu sambandi er það áhyggjuefni að aðhaldsstig ríkisfjármála mælt með hagsveifluleiðrættum frumjöfnuði hefur slaknað tvö síðastliðin ár og útlit er fyrir að það sama gerist í ár. Þá er einnig hægt að ráðast að rótum gengisstyrkingarinnar með því að beita því sem sumir talsmenn ferðaþjónustunnar hafa svo ágætlega kallað „aðgangstakmarkanir og verðlagningu“.

Margir hafa að undanfögnu kvatt sér hljóðs og talið meginvexti Seðlabankans allt of háa miðað við ríkjandi aðstæður og vísa þá til mun lægri vaxta í helstu viðskiptalöndum, þess að verðbólga hafi verið við eða undir markmiði í þrjú ár og að Seðlabankinn hafi á undanföngum misserum spáð of mikilli verðbólgu. Umræða um hvort aðhaldsstig peningastefnunnar sé í samræmi við markmið bankans og ástand og horfur í efnahagsmálum á hverjum tíma er eðlileg. Sitt sýnist hverjum í því efni, stundum líka innan peningastefnunefndarinnar, enda erum við ekki með áreiðanleg gögn um núverandi og nýliðna þróun fyrr en eftir einhvern tíma og framtíðin er alltaf óviss.

Meginnafnvextir bankans eru nú 5% og samsvarandi raunvextir því um 2½%. Miðað við stöðu hagsveiflunnar og verðbólgu undir markmiði jafngildir þetta því að jafnvægisraunvextir séu 1½% sem verður að teljast lágt í ljósi þess að vöxtur framleiðslugetu er til lengdar töluvert meiri. Sögulega eru þetta ekki háir vextir þótt þeir séu það um þessar mundir í alþjóðlegu samhengi. Skýringanna á því er hins vegar að leita í sögulega séð mjög lágum vöxtum erlendis fremur en óeðlilega háum vöxtum hér á landi. Mjög víða um heim hefur verðbólga verið fyrir neðan verðbólguþröng og seðlabankar hafa ofspáð verðbólgu síðustu misserin og virðist þá ekki skipta miklu máli hvert vaxtastigið er og hvar í hagsveiflunni viðkomandi lönd eru stödd. Það bendir sterklega til þess að um alþjóðlega þætti sé að ræða eins og lágt hrávöruverð og viðnám gegn launahækkunum í iðnríkjum, m.a. vegna aukinnar beinnar og óbeinnar

samkeppni frá vinnuafli annarra landa og óvissu um framtíðina í framhaldi af fjármálakreppunni.

Aðhaldsstig peningastefnunnar nú markast ekki af fyrri ofspám Seðlabankans á verðbólgu. Peningastefnunefnd tekur mið af spám en setur vextina ekki í blindni eftir þeim og aðlagar aðhaldsstigið í ljósi framvindunnar. Spárnar sjálfar eru svo aðlagðar í hverjum ársfjórðungi. Spár fyrir einum til tveimur árum byggðust á óbreyttu gengi krónunnar og mun lægra gengi en nú er, og á viðsnúningi í alþjóðlegum hrávöruverðum sem átti samkvæmt alþjóðlegum spám að gerast fyrir og meir en raunin hefur orðið. Þessum spám fylgdi vaxtaferill inn í framtíðina sem aldrei varð. Það verður því að meta aðhaldsstigið á hverjum tíma á eigin forsendum. Það hefur peningastefnunefndin gert og heldur áfram að gera. Hvernig nafnvextir og raunvextir munu þróast á næstunni ræðst því af framvindu efnahagsmála og verðbólguhorfum. Á hverjum tíma reynir nefndin að halda vöxtum ekki hærra en þarf til þess að halda verðbólgu við markmið til lengri tíma litið. Byggt á þessum sjónarmiðum og að því gefnu að ekki verði miklar óvæntar breytingar á þeirri mynd sem nú blasir við gæti á næstunni skapast svigrúm fyrir frekari lækkun nafnvaxta.

Ríkisstjórnin hefur nú sett af stað ferli til að endurskoða ramma peningastefnunnar. Seðlabanki Íslands styður það ferli og mun taka virkan þátt í því. Mikilvægt er að tekið verði mið af því sem peningastefna getur gert og að gætt verði að því sem hún getur ekki gert. Þá er mikilvægt að hafa í huga að miklar breytingar hafa þegar verið gerðar á framkvæmd peningastefnunnar frá því sem var fyrir fjármálakreppu, eins og ég hef áður rakið ítarlega á þessum vettvangi. Ýmsar frekari breytingar þarf hins vegar að skoða og Seðlabankinn einn getur ekki breytt því sem er með því mikilvægara í þessu sambandi: að peningastefna, ríkisfjármál, önnur hagstjórn og ákvarðanir á vinnumarkaði spili sem best saman. Að lokum legg ég áherslu á mikilvægi þess að sá árangur peningastefnunnar sem ég hef hér gert að umtalsefni verði varðveittur.

Ágætu fundargestir. Gjaldyrisforði Seðlabankans nam í lok febrúar sl. rúmum 810 ma.kr. eða um 7½ milljarði Bandaríkjadala. Forðinn svaraði til um þriðjungs landsframleiðslu og var yfir þeim lágmarkum sem stefnt var að í aðdraganda losunar fjármagnshafta. Miðað við landsframleiðslu er gjaldyrisforðinn um þessar mundir hinn stærsti sem íslenska þjóðin hefur átt síðan í lok seinni heimsstyrjaldar.

Enginn vafi er á því að við höfum þegar haft mikinn hag af þessum tiltölulega stóra forða. Það er hann sem hefur gert okkur kleift að losa fjármagnshöftin án þess að taka of mikla áhættu varðandi efnahagslegan og fjármálalegan stöðugleika. Hann leikur stórt hlutverk í nýlegri hækkun á lánshæfismati eins og sjá má af tilkynningum lánshæfismatsfyrirtækjanna. Það leiðir síðan til þess að lánakjör ríkissjóðs, bankanna og stærri fyrirtækja á erlendum lánamarkaði batna. Síðast en ekki síst gerir stór forði okkur kleift að milda áföll framtíðarinnar. Hann eykur t.d. umtalsvert líkur á því að ef gengið lækkar vegna þess að jafnvægisgengið hefur lækkað aftur og spenna er horfin úr þjóðarbuínu þá verði það með hætti sem ekki ógnar stöðugleika. Margar þjóðir hafa gengið í gegnum

slíka aðlögun og skyndilegt gengishrun af því tagi sem varð hér í fjármálakreppunni er miklu frekar undantekningin heldur en hitt.

Ábatinn af forðanum er því mikill. Vandinn er hins vegar sá að ábatinn dreifist víða en Seðlabankinn ber allan kostnaðinn. Á síðasta ári varð tap á rekstri Seðlabankans sem nam 35 ma.kr. Þetta tap varð vegna nærri 90 ma.kr. gengistaps á gjaldeyrisforða vegna hækkunar gengis krónunnar á árinu. Það tap er hins vegar bókhaldslegt og óinnleyst og myndi ganga til baka færi gengi krónunnar í hina áttina. Engin verðmæti hafa tapast. Forðinn er hinn sami og áður í erlendri mynt og kaupmáttur hans gagnvart því sem hann kann að vera notaður í er óskertur.

Hitt er meira áhyggjuefni að mikill neikvæður vaxtamunur er til staðar sem tengist annars vegar forðanum, þar sem hann er fjárfestur á sögulega lágum vöxtum erlendis, og hins vegar vaxtakostnaði af krónuskuldum Seðlabankans sem bera mun hærri vexti. Af þessum sökum sýna framreikningar til ársins 2025 að afkoma Seðlabankans verði að óbreyttu neikvæð frá og með árinu 2018 um 18 ma.kr. ári og að eigið fé Seðlabankans verður neikvætt í framhaldinu. Það eru í sjálfu sér engin Ragnarök og margir virtir seðlabankar hafa starfað með ágætum með neikvætt eigið fé. Eigi að síður er af margvíslegum ástæðum heppilegra að Seðlabankinn hafi þokkalega eiginfjárstöðu. Framreikningar Seðlabankans sýna að með margvíslegum aðgerðum og eðlilegri dreifingu kostnaðarins af forðanum á milli þeirra aðila sem njóta góðs af honum sé hægt að loka þessu gati. Þar með telst möguleg aukin ávöxtun forðans með því að skipta honum upp í tvo eða fleiri hluta með tilliti til bindingar og ávöxtunar.

Sú spurning hefur vaknað hvort gjaldeyrisforðinn sé orðinn of stór eða með öðrum orðum að ávinningurinn sé orðinn minni en kostnaðurinn. Þegar litid er til sambærilegra landa og þeirrar áhættu sem þau standa frammi fyrir er alls ekki augljóst að svo sé. Þá má ekki gleyma því að gjaldeyrisforði getur aukist hratt hjá litlum löndum eins og saga okkar sýnir en hann minnkar einnig yfirleitt hraðar en hjá stærri löndum þegar áföll verða. Ýmis lítil lönd með eigin gjaldmiðil og sjálfstæða peningastefnu eru með gjaldeyrisforða sem nemur um þriðjung af landsframleiðslu eða meira. Hér má nefna lönd eins Ísrael, Perú, Singapúr, Sviss og Tékkland. Ísland er nú um miðbik þess þriðjungs landa sem mestan forða hafa en, með einni undantekningu, með hlutfallslega minni gjaldeyrisþignir en þau lönd sem hafa sett á laggirnar svokallaða auðlegðarsjóði.

Ágætu gestir. Ég hef að þessu sinni gerst langorður um peningastefnu, gengi og gjaldeyrisforða enda eru þessir málaflokkar mikið í deiglu um þessar mundir. Minna færi hefur að þessu sinni verið á að fjalla um fjármálakerfið, en það fékk meira rými í ræðu minni í fyrra. Ritið *Fjármálastöðugleiki* kemur hins vegar út í næstu viku og þar verður fjallað ítarlega um áhættu í fjármálakerfinu. Því er ekki að leyna að vaxandi áhyggjur eru af aðstæðum á fasteignamarkaði og til þess kann að koma á næstunni að tiltæk þjóðhagsvarúðartæki verði virkjuð til að draga úr áhættu sem tengist þeim. Ritið *Fjármálainnviðir* kemur síðan út snemma í júní en mikil gerjun er á þeim vettvangi í sambandi við endurnýjun greiðslukerfa og áhrif tækniþróunar á banka og greiðslumiðlun.

Ágætu fundargestir. Uppgjöri vegna fjármálakreppunnar er að langmestu leyti lokið. Við göngum nú á vit nýrra tíma óheftra fjármagnshreyfinga. Í því felast bæði tækifæri og áhætta. Við þurfum að grípa tækifærin, greina áhættuna og grípa til viðeigandi ráðstafana. Seðlabankinn mun eftir bestu getu stuðla að því að svo verði þar sem hann á hlut að máli.

Ég vil að lokum þakka bankaráði og peningastefnunefnd samstarf á liðnu ári, hinum margvíslegu samstarfsaðilum Seðlabankans þakka ég einnig fyrir samvinnuna, ekki síst forsætisráðuneyti, fjármála- og efnahagsráðuneyti og Fjármálaeftirlitinu. Þá þakka ég þeim fjármálastofnunum sem eiga viðskipti við Seðlabankann fyrir samstarfið. Einnig vil ég þakka samstarfið við Alþingi, einkum efnahags- og viðskiptanefnd. Síðast en ekki síst vil ég þakka starfsfólki Seðlabankans fyrir mikið og árangursríkt starf á liðnu ári.