



Erindi Davíðs Oddssonar formanns bankastjórnar Seðlabanka Íslands á ársfundi Landssambands lífeyrissjóða 18. maí 2006

Ég færi forráðamönnum Landssambands lífeyrissjóða þakkir fyrir boð um að halda tölu á þessum virðulega vettvangi.

Í lögum um Seðlabanka Íslands eru honum falin ýmis viðfangsefni. Í 3. gr. laganna segir að meginmarkmið bankans sé að stuðla að stöðugu verðlagi og að með samþykki forsætisráðherra sé bankanum heimilt að lýsa yfir tölulegu markmiði um verðbólgu. Í 4. gr. laganna segir að bankinn skuli sinna viðfangsefnum sem samrýmast hlutverki hans sem seðlabanka, svo sem að varðveita gjaldeyrisvarasjóð og að stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi. Bankanum er þar með falið hlutverk sem lýtur að stöðugleika fjármálakerfisins.

Í erindi mínu í dag mun ég fjalla um þessi mikilvægu viðfangsefni Seðlabankans, þ.e. að stuðla að stöðugu verðlagi og að virku og öruggu fjármálakerfi. Ég mun í lokin víkja sérstaklega að lífeyrissjóðum.

Efnahagsframvinda og verðbólgu­markmið

Undanfarnir mánuðir hafa verið tíðindamiklir í íslensku efnahagslífi. Hagvöxtur hefur verið drjúgur síðustu árin og margvíslegar aðstæður urðu til þess að einkaneysla jókst gríðarlega hratt á síðasta ári. Að viðbættum miklum innflutningi til stóriðju- og orkuframkvæmda olli sú þróun því að viðskiptahalli varð mikill á síðasta ári og sló öll fyrri met. Aðhaldssöm stefna Seðlabankans í peningamálum leiddi m.a. til þess að gengi krónunnar hækkaði. Frá miðju ári 2004 til loka síðasta árs hækkaði það um 15% og raungengið varð hærra en það hafði áður verið. Í ljósi þess og hins mikla viðskiptahalla hafði Seðlabankinn margsinnis lýst því að svo hátt gengi fengi ekki staðist til lengdar. Það hlyti að lækka en hvenær það gerðist var mikill óvissu háð. Þess var þó vænst að það yrði ekki fyrir en tekið væri að hægja á í innlendu efnahagslífi.

Ýmsar ástæður, sem ykkur eru kunnar, urðu þess valdandi að gengi krónunnar lækkaði fyrr og hraðar en æskilegt hefði verið. Frá miðjum febrúar fram yfir miðjan apríl lækkaði það um fimmtung. Þá varð viðsnúningur og frá þeim tíma hefur gengi krónunnar hækkað töluvert á ný. Óróinn á gjaldeyrismarkaði hefur minnkað og væntingar augljóslega breyst til hins betra. Ekki er þó hægt að útiloka frekari sviptingar, m.a. af völdum breytinga á gengi gjaldmiðla annarra þjóða eins og dæmi eru um að undanfögnu.

Um þessar mundir er gengi krónunnar um 15% lægra en það var á síðustu vikum síðasta árs. Breytingin er auðvitað töluverð á skömmum tíma. En þó er það svo, að vísitala gengisskráningar er um þessar mundir á svipuðum slóðum og hún var að meðaltali á árunum frá 2001 til 2005. Ég vek athygli á þessu vegna þess að ýmsum sem skyndilega fengu áhuga á íslensku efnahagslífi yfirsást að lækkun gengisins það sem af er ári átti sér forsögu sem mikilvægt er að hafa í huga.

Meginmarkmið Seðlabanka Íslands er að stuðla að því að verðbólga verði sem næst 2½% á einu ári. Af ýmsum ástæðum hefur reynst torsótt að ná þessu markmiði að undanfögnu. Þar skipta sennilega mestu breytingarnar sem urðu á fasteignaveðlánamarkaði á árinu 2004 með rýmkun reglna Íbúðalánasjóðs og innkomu banka og sparisjóða í kjölfarið. Þessar breytingar leiddu til mikillar hækkunar á fasteignaverði og mikillar einkaneyslu. Undanfarin misseri hefur fasteignaverð skýrt stærstan hluta hækkunar vísitölu neysluverðs. Seðlabankinn gerði sér vonir um að fasteignaverðbólgan minnkaði eða stöðvaðist áður en gengi krónunnar tæki að lækka. Hóflæg eða engin hækkun fasteignaverðs gæti vegið á móti afleiðingum lækkandi gengis krónunnar þegar þar að kæmi. Því miður varð framvindan sú sem ég hef þegar nefnt, þ.e. að gengi krónunnar lækkaði fyrr og hraðar en búist var við og áður en fasteignaverðbólga hjaðnaði að marki. Því er einsýnt að verðbólga verður þó nokkuð yfir markmiði Seðlabankans á næstu mánuðum.

Framundan er nauðsynleg aðlögun í efnahagslífinu. Eitt af meginþekkingum íslensks þjóðarbúskapar er mikill sveigjanleiki og mikil aðlögunarhæfni. Þetta hefur margsinnis sannast í gegnum árin og er meðal þess sem alþjóðleg matsfyrirtæki hafa ítrekað sérstaklega í umsögnum sínum um lánshæfi íslenska ríkisins. Því er full ástæða til að ætla að hratt muni draga úr ójafnvæginu í þjóðarbúskapnum á komandi mánuðum og misserum. Í því ferli er einsýnt fjárfesting snarminnkar þegar

álframkvæmdum lýkur og að draga mun verulega úr vexti einkaneyslu þannig að á næsta ári getur hagvöxtur orðið lítill eða jafnvel enginn. Slík framvinda er nauðsynleg til þess að ná viðunandi innra og ytra jafnvægi. Eftir kröftugt hagvaxtarskeið síðustu ára er brýnt að hægja á ferðinni um sinn. Reynslan er sú að gengi krónunnar leikur lykilhlutverk í aðlögun þjóðarbúsins. Lækkun gengisins mun í ljósi sögulegrar reynslu stuðla að því að tiltölulega hratt dregur úr ójafnvæginu.

Við ríkjandi aðstæður er eðlilegt að spurt sé hvort stjórnþæki Seðlabankans dugi til þess að halda aftur af verðbólgu. Svarið við því er já. En hinu er ekki að neita, að leggist önnur öfl, verk eða væntingar mjög á aðra sveif, verður hlutverk Seðlabankans auðvitað torsóttara. Margt veldur því að verðbólga er og verður meiri um sinn en markmið Seðlabankans segir til um og ætla ég ekki að rekja það hér. Það hefur verið rækilega gert í t.d. í ritum bankans. Með nægu aðhaldi í peningamálum er bankastjórn Seðlabankans sannfærð um að verðbólguþæki verður náð og að því stefnir hún. Það mun krefjast nægilegs aðhalds í nægilega langan tíma. Í ljósi þessa ber að skoða síðustu vaxtaákvörðun bankastjórnarinnar. Rökin fyrir henni voru skýrð í frétt bankans sem gefin var út í morgun.

Eins og áður hefur komið fram skýrir hækkun húsnæðiskostnaðar mikinn hluta hækkunar vísitölu neysluverðs undanfarin misseri. Því kemur ekki á óvart að ýmsir hafa velt fyrir sér hvort eðlilegt sé að hafa húsnæðiskostnaðinn inni í vísitölunni sem verðbólguþæki byggist á. Seðlabankinn hefur talið að svo væri m.a. með vísan til þess að breytingar á húsnæðiskostnaði eru gjarnan leiðandi vísbending um einkaneyslu og verðbólgu og svo hitt að vísitala neysluverðs án húsnæðiskostnaðar hefur í árána rás sveiflast meira en vísitala neysluverðs að meðtöldum húsnæðiskostnaði. Því má segja að með því að hafa húsnæðiskostnaðinn inni í vísitölunni séu sveiflur hennar mildaðar. Auðvitað er þó sjálfsagt og eðlilegt að hugleiða hvort sú viðmiðun sem valin er fyrir verðbólguþæki sé sú rétta og Seðlabankinn er að sjálfsgöðu reiðubúinn til umræðu um slíkt. Fráleitt er hins vegar að breyta vísitölunni eða fjarlægja úr henni liði sem þykja óþægilegir á líðandi stundu. Breytingar á umgjörð og framkvæmd peningastefnunnar verða ekki gerðar nema við kyrrlátar aðstæður í efnahagslífi og þær verða aðeins gerðar með langtímasjónarmið að leiðarljósi, ekki óljósa stundarhagsmuni.

Fjármálastöðugleiki

Undanfarnar vikur og mánuði hefur athygli ýmissa innanlands og þó ekki síður utanlands beinst að íslensku fjármálakerfi. Ekki

hefur öll sú frægð endilega verið eftirsóknarverð. Í byrjun mánaðarins birti bankinn ársrit sitt *Fjármálastöðugleika*. Í því er greining á þjóðhagslegum stöðugleika og á stöðu og styrk fjármálafyrirtækja. Meginniðurstaða bankans nú var að þrátt fyrir að íslenska fjármálakerfið væri á mikilli siglingu og yrði að glíma við ójafnvægi í þjóðarbúskap næstu árin væri það í meginatriðum traust.

Á fjármálamarkaði skiptir staða stóru viðskiptabankanna mestu. Arðsemi þeirra hefur verið með ágætum og eiginfjárstaðan er mjög sterk. Þetta sýna m.a. álagspróf Fjármálaeftirlitsins og mat Seðlabankans á mögulegu útlánatapi. Þessar athuganir benda mjög eindregið til þess að eiginfjárstaða bankanna sé svo sterk að hún geti staðið af sér verulegt efnahagsáfall þar sem saman færu mjög alvarlegir skellir. Fjárhagslegar undirstöður þeirra eru því styrkar. Óvenjugóð arðsemi bankanna á liðnu ári og á fyrsta fjórðungi þessa árs skýrist að töluverðu leyti af gengishagnaði og arðstekjum en jafnvel þótt þessir liðir væru undanskildir var rekstrarafkoma þeirra mjög góð.

Öflugur rekstur íslensku bankanna og batnandi lánshæfiseinkunn þeirra og íslenska ríkisins hefur tryggt góðan aðgang íslenskra fjármálafyrirtækja að erlendum lánsfjármörkuðum á undanförunum árum. Það aðgengi var óspart notað og þau hafa orðið háðari fjármögnun á markaði.

Nýlega urðu breytingar í fjármögnun viðskiptabankanna á erlendum skuldabréfamarkaði. Þær hófust á sl. hausti og varð fyrst vart í hækkun á verði svokallaðra skuldatrygginga. Í kjölfarið hækkaði ávöxtunarkrafa á skuldabréfum íslensku bankanna á eftirmarkaði. Þessar breytingar urðu m.a. tilefni umfangsmikilla skrifa greiningardeilda erlendra banka og annarra um stöðu íslensku bankanna. Athygli þeirra sem um þessi mál fjalla hefur ekki síst beinst að viðskiptalíkani bankanna, þ.e. að reiða sig í þeim mæli sem þeir hafa gert á lánsfé til þess að fjármagna starfsemi sína. Bent hefur verið á að innlán séu minni hluti fjármögnunar bankanna en títt er meðal sambærilegra banka í öðrum löndum. Íslensku bankarnir séu því háðari greiðum aðgangi að lánsfé en algengt er. Þá hefur gríðarlega hraður vöxtur bankanna vakið athygli og ýmsir velt fyrir sér hvort þeir hafi farið of geyst. Réttmæti spurninganna sem vaknað hafa um stöðu og framgöngu bankanna skiptir ekki öllu máli. Hins vegar er nauðsynlegt að taka umræðuna alvarlega, stórauka upplýsingastreymi, leiðréttu augljósar rangfærslur og bregðast af fullri alvöru við þar sem gagnrýni á

e.t.v. rétt á sér. Það hafa bankarnir gert með ýmsum hætti og er það þegar tekið að skila árangri.

Ójafnvægi í þjóðarbúskapnum, hraður vöxtur bankanna og neikvæð umfjöllun að undanfögnu varð til þess að erlendir fjárfestar mátu áhættu meiri en áður. Hærri ávöxtunarkrafa á eftirmarkaði skuldabréfa bankanna og hærra verð á skuldatryggingum er vísbending um að fjármagnskostnaður þeirra hafi hækkað, a.m.k. um sinn. Einhver breyting af því tagi þarf ekki að vera óeðlileg en á óvart kemur hve hátt ávöxtunarkrafan fór umfram kjör sambærilegra banka með svipað lánshæfismat. Ávöxtunarkrafan hefur nú lækkað á ný á eftirmarkaði og hið sama gildir um verð á skuldatryggingum íslensku bankanna. Þá hafa þeir með góðum árangri sótt á erlenda lánamarkaði að undanfögnu og gert mun betur en að mæta fjárförf sinni það sem af er ári. Staða þeirra á markaði hefur því sannarlega styrkst á ný sem er fagnaðarefni.

Bankarnir hafa farið mikinn í útrás sinni á undanföngum misserum. Seðlabankinn telur að flest bendi til að vel hafi tekist til í fjárfestingum þeirra í útlöndum. Dótturfyrirtæki þeirra eru traust fjármálafyrirtæki sem sæta ströngu eftirliti í heimalöndunum líkt og móðurbankarnir gera heima fyrir. Þessi fyrirtæki eru sömuleiðis í löndum þar sem efnahagslegur stöðugleiki ríkir og horfur um framvindu efnahagsmála eru bjartar. Í lok síðasta árs voru tveir þriðju útlána bankanna á samstæðugrunni til erlendra lánþega. Útrás bankanna hefur því í reynd styrkt undirstöður þeirra. Þeir eru ekki lengur háðir sveiflum í efnahagslífi á Íslandi eða í nokkru einu landi. Þvert á móti er áhættan dreifð.

Lífeyrissjóðir

Ég mun þá víkja að því sem stendur ykkur næst, þ.e.a.s að stöðu lífeyrissjóðanna í landinu. Hún er merkileg hvernig sem á hana er litið og ekki síst borin saman við það sem gerist með öðrum þjóðum. Í flestum eða öllum öðrum iðnríkjum eldast þjóðirnar hratt og vaxandi og alvarlegt áhyggjuefni í ríkisfjármálum flestra iðnvæddra landa er hvernig staðið skuli að greiðslu eftirlauna í framtíðinni. Þau eru að mestu greidd með skattfé og fyrirsjáanlegt að framlög til þeirra þurfa að hækka mjög mikið á komandi áratugum. Ástæða þessa er að fjölmennir árgangar nálgast eftirlaunaaldur, íbúar landanna ná hærri aldri og eignast færri börn en áður. Aðstæður eru að töluverðu leyti frábrugðnar á Íslandi. Breyting á aldurskiptingu gengur hægar yfir en í flestum löndum sem búa við svipaðan efnahag. Eftirlaunakerfið hér á landi miðast að mestu við að hver starfandi maður spari hluta af

launum sínum og geymi í sjóði sem síðan er varið til að greiða eftirlaun hans. Því þarf ekki að auka skattheimtu þótt eftirlaunabæjum fjölgi hlutfallslega. Auk lífeyrissjóðanna er lífeyrir að nokkru greiddur í gegnum almannatryggingakerfið og í þriðja lagi byggjum við á frjálsum lífeyrissparnaði. Lífeyriskerfið hér á landi uppfyllir því þær kröfur sem á alþjóðavettvangi hefur verið talið að gera eigi til bestu lífeyriskerfa.

Í lok síðasta árs svöruðu heildareignir íslenskra lífeyrissjóða til 120% af vergri landsframleiðslu. Ekkert lífeyrissjóðakerfi í heiminum er svo stöndugt sem hið íslenska. Í lok ársins 2004 þegar heildareignir íslenskra lífeyrissjóða námu yfir 100% af vergri landsframleiðslu voru eignir hollenskra lífeyrissjóða liðlega 100% af landsframleiðslu og Bandaríkjanna á milli 80 og 90%. Í langflestum iðnríkja svöruðu heildareignir lífeyrissjóða til minna en 20% af landsframleiðslu og jafnvel undir 10% af landsframleiðslu í mörgum þeirra. Þar á meðal eru lönd eins og Þýskaland, Ítalía, Belgía, Austurríki, Svíþjóð og Finnland. Þá má nefna til samaburðar að olúsjóður Norðmanna svaraði í fyrra til um 60% af landsframleiðslu þeirra. Af þessu leiðir m.a. að framtíðarbyrðar ríkissjóðs Íslands vegna lífeyrisgreiðslna eru hverfandi miðað við það sem gerist með flestum öðrum iðnríkjum. Auðvitað er þetta gríðarlegur styrkur fyrir íslenskt þjóðarbú og samfélag. Miklar eignir lífeyrissjóðanna leggja stjórnendum þeirra einnig miklar skyldur á herðar. Þeir þurfa að ávaxta sjóðina með tryggum og arðbærum hætti. Þegar þeir eru orðnir svo stórir sem raun ber vitni í íslenskum þjóðarbúskap geta áhrif þeirra á framvindu íslensks fjármálakerfis einnig orðið gríðarleg.

Á undanförunum árum hafa lífeyrissjóðirnir jafnt og þétt fest hluta ráðstöfunarfjár síns í erlendum verðbréfum. Svigrúm þeirra til slíkra fjárfestinga er töluvert og í lok mars sl. má ætla að erlendar eignir lífeyrissjóðanna hafi numið tæpum 30% heildareigna þeirra. Þær eru að stórum hluta í erlendum hlutabréfasjóðum, en einnig að nokkru í blönduðum verðbréfasjóðum og í einstökum hlutabréfum. Lífeyrissjóðirnir hafa einnig verið umsvifamiklir á innlendum hlutabréfamarkaði. Í lok mars sl. má ætla að þeir hafi átt innlend hlutabréf að andvirði liðlega 200 milljarða króna, sem voru um 16% heildareigna þeirra. Í árslok 2004 er talið að lífeyrissjóðirnir hafi átt um 12% af öllum skráðum hlutabréfum í Kauphöll Íslands. Lán sjóðanna til fyrirtækja hafa einnig vaxið hratt. Miklu skiptir að ýrtruðu varfærni sé gætt í fjárfestingum lífeyrissjóða í innlendum hlutabréfum og að lífeyrissjóðirnir fari gætilega með það vald sem í þeim fjárfestingum felst. Að sama

skapi hlýtur að vera mikilvægt að lífeyrissjóðir vandi vel til undirbúnings lánveitinga til fyrirtækja þannig að ekki sé tekin áhætta umfram það sem eðlilegt getur talist af lífeyrissjóði. Ég tel að auknar fjárfestingar lífeyrissjóðanna erlendis, sem gerðar eru með þrengstu hagsmuni sjóðanna sjálfra fyrir augum séu líklegar til að hafa jákvæð áhrif á þróun gjaldmiðilsins. Þegar gengið stendur lengi í hæstu hæðum eru lífeyrissjóðirnir líklegri en ella til að selja krónur og festa fé í erlendum gjaldmiðlum og taka því óbeint á móti öfgafullri styrkingu krónunnar. Þegar hinn gallinn væri á krónunni eru þeir líklegir til að taka inn hagnaðinn og kaupa krónur og tosa hana um leið upp úr þeim botni sem hún kynni að vera komin í. Lífeyrissjóðirnir myndu við þessar aðstæður vera með eins konar aukahlutverk sem gjaldeyrisvarasjóður, jafnvel þótt þeir væru ekki að gæta neinna hagsmuna annarra en sinna umbjóðenda.

Í *Peningamálum* sem gefin voru út í desember sl. var ítarleg grein um lífeyrissjóði, framtíðarhorfur og óvissuþætti eftir Guðmund Guðmundsson og Kristíonu Baldursdóttur. Þar kom m.a. fram að eignir lífeyrissjóðanna gætu orðið meira en tvöföld landsframleiðsla þegar þeir verða stærstir. Talsverð óvissa ríki hins vegar um afkomu lífeyrissjóðanna í framtíðinni. Mest muni þar um ávöxtun þeirra en breytingar á henni geti haft stórfelld áhrif á iðgjöld sem nauðsynleg verða til þess að greiða þann lífeyri sem ætlast er til af sjóðunum. Nokkru geti munað um breytingar á ævi- og örorkulíkum þótt þær séu ekki jafn stórvægilegar og óvissan um ávöxtun. Af þessu má ráða að mikilvægasta viðfangsefni forsvarsmanna lífeyrissjóða á komandi tíð verður að stýra ávöxtun sjóðanna þannig að hún verði eins góð og kostur er að teknu tilliti til þess öryggis í fjárfestingum sem lífeyrissjóðir verða að virða. Fyrirsjáanleg stækkun lífeyrissjóðanna bendir til þess að þeir verði með árunum að auka fjárfestingu sína erlendis og að þar af leiðandi muni ávöxtun erlendra verðbréfa skipta sköpum fyrir framtíð þeirra. Nauðsynlegt er að þeir byggi fjárfestingar sínar á skýrri langtímastefnu.

Góðir áheyrendur

Ég nefndi fyrr í erindi mínu að undanfarna mánuði hefði mikið verið fjallað á alþjóðlegum vettvangi um íslensk efnahagsmál og stöðu bankanna. Þar hafa ýmsir þóst spámannlega vaxnir. Meðal þeirra sem best þekkja til íslenskra efnahagsmála eru alþjóðlegu fyrirtækin þrjú sem meta lánshæfi íslenska ríkisins og alþjóðastofnanir á borð við OECD og Alþjóðagjaldeyrissjóðinn. Öll matsfyrirtækin staðfestu nýlega óbreytt mat á lánshæfi ríkissjóðs en eitt þeirra breytti horfunum um matið úr stöðugum í

neikvæðar. Þau tvö fyrirtækjanna sem meta lánshæfi allra bankanna hafa einnig staðfest mat sitt á þeim og það þriðja gaf íslenskum banka í fyrsta sinn einkunn og hana góða. Fyrr í vikunni birti Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn álit sérfræðinganefndar sem hér var á dögnum til reglubundinna viðræðna við fulltrúa íslenskra stjórnvalda. Í því kemur m.a. fram að staða Íslands sé öfundsverð þegar horft er til framtíðar. Stofnanir séu sterkar og hið sama gildi um umgjörð efnahagsstefnunnar. Við ríkjandi skilyrði sé þörf á ströngu aðhaldi í peningamálum og ríkisfjármálum til þess að draga úr ójafnvæginu í þjóðarbúskapnum. Seðlabanki Íslands mun leggja sitt af mörkum í þeirri viðleitni.