



25. mars 2010

## Ræða

Más Guðmundssonar seðlabankastjóra  
flutt á 49. ársfundi Seðlabanka Íslands, 25. mars 2010

Forsætisráðherra, formaður bankaráðs, ráðherrar, sendiherrar erlendra ríkja og aðrir góðir gestir.

Þegar við komum nú saman til þessa 49. ársfundar Seðlabanka Íslands er íslenskt efnahagslíf enn að jafna sig eftir ofkeyrslu og áföll undanfarinna ára. Samdrátturinn í þjóðarbúskapnum er hluti af því ferli en hann á sér þrjár megin rætur. Í fyrsta lagi var óhjákvæmilegt að sú feykimikla ofpensla sem ríkti í þjóðarbúskapnum á árunum 2005-2007 myndi hjaðna. Í samræmi við fyrri reynslu Íslendinga og annarra þjóða stóðu miklar líkur til þess að það myndi eiga sér stað í gegnum skarpa lækkun eignaverðs og gengis og í kjölfarið kæmi tímabundinn samdráttur umsvifa og atvinnustigs. Í öðru lagi varð íslenskur þjóðarbúskapur fyrir búsigjum vegna alþjóðlegs samdráttar á seinni hluta árs 2008 og fyrri hluta síðasta árs. Í þriðja lagi er það svo bankahrunið haustið 2008. Því fylgdi mikið eignatjón auk þess sem tenging Íslands við alþjóðlegt fjármálakerfi laskaðist verulega og er enn löskuð eins og gjaldeyrishöftin eru til vitnis um.

Það er áleitin spurning hvert sé hlutfallslegt framlag þessara þriggja þátta til núverandi efnahagserfiðleika. Það verður hins vegar seint hægt að gefa óbyggjandi svar við því og síst nú þar sem öll kurl eru ekki komin til grafar, þar sem samdrættinum er ekki lokið og áhrif gjaldeyriskreppunnar og bankahrunsins eru enn til staðar. Það er þó ljóst að árin 2009 og 2010 hefðu alltaf orðið mjög erfið hér á landi, hvort sem sú alþjóðlega bankastarfsemi sem hér hafði höfuðstöðvar sínar hefði komið til sögunnar eða ekki. Er það þörf áminning um að við þurfum ekki bara að taka til í regluverki á fjármálamarkaði og bæta eftirlit, eins og ég kem nánar að hér á eftir, heldur einnig gæta þess að hagstjórn miði að því að koma í veg fyrir að hættulegt ójafnvægi skapist í þjóðarbúskapnum á ný.

Stjórnvöld á Íslandi standa nú frammi fyrir margvíslegum áskorunum sem eiga rætur að rekja til þeirra aðstæðna sem ég hef nú lýst. Ég ætla að nefna þrjár. Í fyrsta lagi þarf að láta óhjákvæmilega aðlögun efnahagslífsins eiga sér stað án þess að verðbólga eða atvinnuleysi festist í sessi. Markmiðið er efnahagsástand sem einkennist af því að slaki er horfinn, hagvöxtur er í samræmi við vöxt framléiðslugetu, verðbólga er við markmið og ytri staða þjóðarbúsins er sjálfbær. Í öðru lagi að koma fótum undir fjármálakerfi sem þjónar íslenskum

heimilum og innlendri atvinnustarfsemi og er jafnframt hvort tveggja í senn hagkvæmt og tiltölulega öruggt. Þriðja áskorunin er svo sú að endurreisa traust erlendra aðila á íslenskum stofnunum, efnahagslífi og fjármálakerfi, lagfæra tengslin við erlenda fjármálamarkaði og tryggja á ný eðlilegan aðgang ríkis og fyrirtækja að erlendum lánamörkuðum.

Ég mun víkja nánar að þessum þremur verkefnum síðar í ræðu minni en vil fyrst leitast við að varpa ljósi á hvar við erum í því aðlögunarferli sem ég nefndi fyrr og hvað nánasta framtíð gæti borið í skauti sér. Þar er fyrst að nefna að samdráttur landsframleiðslu hefur hingað til verið minni en spáð var snemma á síðasta ári og sama má segja um atvinnuleysi. Á móti kemur að gengið varð veikara en vonast var til og verðbólgan hefur reynst þrálátari. Þannig var í spá Seðlabankans í janúar í fyrra reiknað með að landsframleiðsla myndi dragast saman um 10% á milli árána 2008 og 2009 meðan nýjustu tölur benda til þess að samdrátturinn hafi verið um 6½%. Gengi krónunnar var um 15% lægra að meðaltali á síðasta ári en reiknað var með í upphafi ársins og meðal annars þess vegna varð verðbólgan hærri eða rúmlega 6% á þessum ársfjórðungi sem nú er að ljúka þegar horft er framhjá skattaáhrifum, en í spá Seðlabankans frá því í janúar í fyrra var reiknað með að 2½% verðbólgaumarkmiði bankans myndi nú þegar vera náð.

Fyrir þessum frávikum eru ýmsar ástæður aðrar en venjulegar spáskekkjur. Í fyrsta lagi hefur verið gripið til aðgerða til stuðnings heimilum og hafa þær dregið úr samdrætti einkaneyslu. Þar má nefna töliverðra hækkun vaxtabóta, ýmis úrræði til að létta greiðslubyrði á lánum og útgreiðslu séreignarsparnaðar sem samsvarar um 2½% af landsframleiðslu. Í öðru lagi örvaði lægra raungengi útflutning og greinar í samkeppni við innflutning. Í þriðja lagi varð töf á fjárhagslegri endurskipulagningu fyrirtækja sem er auðvitað slæmt mál í lengri tíma samhengi en frestaði þeim hliðaráhrifum sem oftast fylgja slíkum aðgerðum og koma fram í tímabundnum samdrætti og meira atvinnuleysi. Í fjórða lagi má ætla að eðli útflutnings Íslands hafi við þær aðstæður sem ríktu fram eftir síðasta ári hjálpað til. Þegar óvissan lamaði neytendur heimsins í framhaldi af því að fjármálakreppan náði hámarki haustið 2008 var einfaldlega betra að flytja út ál, fisk og ferðaþjónustu en bíla og flatskjái. Meiri verðbólga átti síðan fyrst og fremst rætur að rekja til lægra gengis og meiri innlendra umsvifa en reiknað var með.

Hluti þessara áhrifa var tímabundinn og mun viðsnúningur þeirra koma fram í minni efnahagsumsvifum en ella á þessu ári. Það á til dæmis við um fjárhagslega endurskipulagningu fyrirtækja og að nokkru leyti um útgreiðslu lífeyrissparnaðar. Þá skiptir máli að á þessu ári koma til framkvæmda aðhaldsaðgerðir í ríkisfjármálum en í fyrra var sjálfvirkri sveiflujöfnun þeirra leyft að virka að verulegu leyti án hindrana. Því er reiknað með að landsframleiðsla dragist saman frá fyrra ári. Hversu

mikið er hins vegar óvissu háð, sérstaklega þar sem fjárfesting er óviss, ekki síst vegna óvissu um aðgengi að erlendu lánsfé.

Aðlögunin eftir ofþenslu fyrri ára er nú að mestu yfirstaðin og á sumum sviðum hefur hún farið fram úr sér. Að meðtalinni spá Seðlabankans fyrir árið í ár nemur samdráttur þjóðarútgjalda frá árinu 2007 nærri þriðjungi sem á sér vart samjöfnuð í öðrum löndum enda átti ofþenslan það sér heldur ekki. Hinn mikli viðskiptahalli er orðinn að viðskiptaafgangi þegar horft er fram hjá reiknuðum vöxtum í þrotabúum föllnu bankanna sem er óvíst að greiðist. Gengisfallið hefur stöðvast og verðbólgan mun að óbreyttu lækka verulega á næstu mánuðum. Síðasta verðbólguáætlun sem kom fyrir í vikunni breytir engu þar um enda var hún að fullu fyrirséð af hálfu Seðlabankans og skýrist hækkun ársverðbólgu að verulegu leyti af því að vísitalan lækkaði í mars fyrir ári síðan.

Mikilvægar hagstærðir hafa nú skotið yfir markið eins og oft vill verða þegar ójafnvægi af því tagi sem var í íslenskum þjóðarþjónu leiðréttist. Þar skiptir mestu að raungengi krónunnar er nú um þriðjungi lægra en sögulegt meðaltal og líklega töluvert lægra en framtíðar jafnvægisraungengi. Raungengið mun því hækka á komandi misserum. Það er hlutverk peningastefnunnar að stuðla að því að hlutdeild hækkunar nafngengis í hækkun raungengis sé með þeim hætti að verðbólga verði í samræmi við verðbólguáætlunina þegar aðlöguninni er lokið.

----- OOO -----

Rammi efnahagsstefnunnar markast af samstarfsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Samkvæmt áætluninni var það í upphafi meginverkefni peningastefnunnar að stöðva fall krónunnar og stuðla síðan að stöðugra gengi án þess þó að um eiginlega fastgengisstefnu væri að ræða enda talið æskilegt að krónan styrktist í framhaldinu. Ástæða þessarar stefnumörkunar var gjaldeyriskreppan sem hefur sent gengið langt niður fyrir það sem áður var talið líklegt, hvað þá æskilegt, og há hlutdeild lána í skuldum heimila og fyrirtækja sem voru með beina eða óbeina gengistengingu. Vandinn var hins vegar sá að ef ná átti stöðugleika í gengið með hefðbundnum tækjum vaxta og inngripa á gjaldeyrismarkað hefði þurft himinháa vexti og/eða stærri gjaldeyrisforða en til staðar var, m.a. vegna mikillar eignar erlendra aðila í krónum. Af þessum sökum var gripið til þess ráðs að koma á tímabundnum gjaldeyrishöftum í þeirri von að þau myndu skapa svigrúm fyrir peningastefnuna til að taka mið af slakanum í hagkerfinu samfara því sem unnið yrði að gengisstöðugleika. Jafnframt var ætlunin að mynda skjól fyrir endurskipulagningu skulda heimila og fyrirtækja.

Þessi stefna hefur nú skilað þó nokkrum árangri. Gengi krónunnar hefur verið tiltölulega stöðugt síðan um mitt síðasta ár og reyndar hækkað nokkuð á síðustu vikum þótt það hafi gefið lítilla eftir á

síðustu dögum. Samhliða dró úr sölu Seðlabankans á gjaldeyri til stuðnings krónunni og hefur hún engin verið síðan snemma í nóvember. Að hluta til stafar þessi þróun af því að gengi krónunnar var þegar orðið mjög lágt og að undirliggjandi viðskiptaafgangur hefur síðan skotið sterkari stoðum undir krónuna. En fram hjá því verður ekki horft að ein veigamesta skýringin er að með breytingum sem kynntar voru um mánaðamótin október og nóvember á síðasta ári á gjaldeyrishöftunum og auknum mannafla við að fylgjast með brotum hafa þau loks virkað eins og að var stefnt í upphafi. Þar skiptir mestu að tekist hefur að verulegu leyti að rjúfa tengslin á milli aflandsmarkaðar og álandsmarkaðar fyrir krónur.

Árangurinn birtist einnig í verulegri lækkun verðbólgu. Á þessum ársfjórðungi í fyrra hafði verðlag án skattaáhrifa hækkað um nærri 17% frá sama tíma árið áður. Samsvarandi tala í ár er hins vegar rúmlega 6%. Komi ekki til frekari áfalla sem veikja gengið á ný eru góðar horfur á að verðbólga án skattaáhrifa verði nálægt markmiði undir lok ársins. Þá hafa vextir Seðlabankans lækkað umtalsvert. Þeir Seðlabankavextir sem mest áhrif höfðu á aðra vexti voru 17% þegar ársfundur Seðlabankans var haldinn í fyrra. Í dag eru samsvarandi vextir rétt rúm 8%, sem er meðaltalið af innstæðuvöxtum og hæstu vöxtum innstæðubréfa.

En þótt vextir hafi lækkað mikið er því ekki að leyna að þeir eru hærri en æskilegt væri í ljósi þess slaka sem er í efnahagslífinu og að þeir gætu verið lægri ef litið er einungis til verðbólguhorfa. Þetta er gjaldið sem við greiðum fyrir gjaldeyris- og bankakreppuna, skort á tiltrú á erlendum fjármálamörkuðum og þann skerta aðgang sem við nú höfum að þeim. Það er einfaldlega hátt áhættuálag í íslenskum vöxtum. Virki gjaldeyrishöftin vel, eins og þau virðast gera um þessar mundir, veita þau auðvitað eitthvert svigrúm til að horfa fram hjá þessu áhættuálagi. Þau hafa hins vegar enn sem komið er ekki verið látin gangast undir próf mikillar og snarprar vaxtalækkunar og mun minni vaxtamunar gagnvart útlöndum en nú er. Ekki hefur enn verið talið tilefni til að ákveða vexti miðað við þá forsendu að engin skref verði stigin á næstunni til að aflétta gjaldeyrishöftum. Vonandi skapast það tilefni ekki.

Peningastefnan er strangt til tekið ekki á verðbólgu markmiði um þessar mundir, eins og fram hefur komið. En eftir því sem dregur úr vægi gengistengdra þátta í innlendum efnahagsreikningum, traust eykst og undirstöður gengisins sjálfs styrkjast getur peningastefnan í ríkari mæli tekið mið af slakanum í efnahagslífinu og verðbólguhorfum. Í því sambandi skiptir þrennt mestu: að innlendar fjármálastofnanir verði að fullu virkar á ný, að skuldum í erlendri mynt sé breytt í innlenda og að aðgengi opnast að erlendu lánsfé og fjármagnsmörkuðum.

Mikilvægt er að vinna að því að bæta virkni stjórnækja Seðlabankans og lagfæra miðlunarferli peningastefnunnar. Á meðan traust á

fjármálamarkaði er enn takmarkað verða stjórnþæki Seðlabankans ekki að fullu virk, að hluta til, þar sem fjármálafyrirtæki hafa við þessar aðstæður tilhneigingu til að líta á það sem betri kost að eiga viðskipti við Seðlabankann en sín á milli. Seðlabankinn hefur sett ramma um peningamarkað, gjaldeyrismarkað og skuldabréfamarkað og stuðlað þannig að endurreisn þeirra í samvinnu við stjórnvöld og fjármálafyrirtækin. Enn sem komið er er það helst skuldabréfamarkaður sem hefur sýnt batamerki. Hegðun fjármálafyrirtækja ber þess hins vegar enn merki að þau eru óviss um framtíðina og forsendur viðskipta eru í einhverjum mæli skekktar. Það er verkefni næstu mánaða og missera að vinna bug á þessu.

Fjárfesting hér á landi er nú ein sú minnsta í sögu eftirstríðsáranna. Samkvæmt nýjustu spá má reikna með að fjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu verði undir 14% á þessu ári sem er lægsta fjárfestingarhlutfall frá lokum seinna stríðs. Útflutningur getur knúið hagvöxt um hríð en til að varanlegur viðsnúningur og hagvöxtur verði í þjóðarþúskapnum er nausynlegt að fjárfesting í verðmætaskapandi starfsemi hefjist á ný. Því hefur verið haldið fram að innlent vaxtastig valdi miklu um að fjárfesting hefur ekki náð sér á strik. Vissulega hlýtur fjármögnunarkostnaður að skipta máli varðandi fjárfestingu. Við núverandi aðstæður væri það hins vegar tálsýn að halda að umtalsverður viðsnúningur yrði í fjárfestingu væru vextir lækkaðir verulega. Ef tekið er tillit til þess að fjárfesting var mjög mikil á ofpensluárunum, sýna athuganir bankans að þróun fjárfestingar hér á landi um þessar mundir er svipuð því sem átt hefur sér stað í öðrum löndum sem gengið hafa í gegnum fjármálakreppu. Þá ber að hafa í huga að atvinnuvegafjárfesting er með minnsta móti um þessar mundir í flestum iðnríkjum, jafnvel þótt vaxtastig þar sé mjög lágt. Áhættufælni í framhaldi af fjármálakreppu og efnahagssamdrætti ásamt óvissu um eftirspurnarstig framtíðarinnar hamlar. Athuganir og eftirgrennslanir Seðlabankans benda til að það sama sé uppi á teningnum hér. Til viðbótar þessu kemur mikil skuldsetning, óvissa um framtíðarrekstrarumhverfi fyrirtækja og skertur aðgangur að erlendu lánsfé. Það þarf því margt fleira að koma til en lækkun vaxta til að fjárfesting taki við sér.

Ákvörðun aðhaldsstigs peningastefnu fer alltaf fram við skilyrði óvissu, bæði varðandi það hvert ástand efnahagsmála er hverju sinni og hvað framtíðin kann að bera í skauti sér, svo og varðandi það hvernig stjórnþæki peningamála komi til með að virka á hverjum tíma. Þess vegna getur ábyrga og upplýsta aðila auðveldlega greint á um hvað sé réttast að gera á hverjum tíma. Í ársskýrslu Seðlabankans sem liggur hér frammi getið þið séð hvernig einstakir meðlimir peningastefnufndar greiddu atkvæði á einstökum fundum hennar á síðasta ári en fundargerðir nefndarinnar endurspeglu þá ítarlegu yfirferð um efnahagsmál sem fram fer á hverjum fundi og þau álitamál sem við er að glíma á hverjum tíma. Ég leyfi mér að fullyrða að allir

nefndarmenn taka ákvörðun í samræmi við það sem þeir telja réttast í ljósi aðstæðna og þeirra markmiða sem nefndinni eru sett. Jafnframt er mér til efs að ákvörðun vaxta sem byggðist á annars konar fyrirkomulagi þar sem fagleg sjónarmið hefðu minna vægi og gagnsæi væri minna myndi skila betri árangri.

Við núverandi aðstæður er þó ákvörðun um aðhaldsstig peningastefnunnar flóknari en allajafna áður. Það markast af því að ekki er ljóst hvert við stefnum í allra næstu framtíð. Fæst á næstunni aðgangur að því lánsfé sem ætlað var til að styrkja gjaldeyrisforða landsins og verður þá fljótlega hægt að hefjast handa við að létta gjaldeyrishöftum án þess að taka of mikla áhættu með gengi krónunnar eða hafa áhyggjur af gjalddögum erlendra lána ríkissjóðs veturinn 2011 og 2012? Eða erum við þvert á móti að horfa fram á ástand þar sem aðgangur að erlendu lánsfjármagni er áfram verulega takmarkaður og gjaldeyrishöftin verði hér mun lengur en áður var vonast til? Það fer að verða brýnt að eyða þessari óvissu.

Verði niðurstaðan sú að haldið verður í höftin mun lengur en áður var áformað og ekki verði í brád frekari aðgangur að erlendu lánsfé nema á afarkjörum mun þurfa að móta efnahagsáætlun sem tekur mið af því. Þá yrði allt kapp lagt á að koma í veg fyrir að gjaldeyrisforði landsins yrði hættulega lítil í framhaldi af afborgunum lána ríkissjóðs veturinn 2011 og 2012. Stefnan í ríkisfjármálum þyrfti að vera aðhaldssamari en nú er áformað. Að því er peningastefnuna varðar myndi togast á að þjóðarþúskaðurinn yrði veikari en gengi krónunnar lægra. Eftir því sem höftin héldu betur gætu vextir þó verið lægri. Þetta gæti líka þýtt að Seðlabankinn myndi kaupa gjaldeyri á markaði til að styrkja forðann í aðdraganda þessara afborgana. Það hefði þá í för með sér að gengi krónunnar yrði lægra en ella. Þar sem nokkur tími er til stefnu er ekki líklegt að slíkt yrði á næstu vikum nema að gengi krónunnar taki að styrkjast að marki.

Vandséð er hins vegar að slík áætlun gæti verið án samstarfs við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn meðal annars þar sem gjaldeyrishöftin byggjast á neyðarheimildum í samningnum um Evrópska efnahagssvæðið og ganga gegn anda aðildarsamnings Íslands að OECD og áttundu grein stofnsáttmála Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem Ísland hefur undirgengist. Þá má ekki gleyma að samstarf við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn eykur að öðru jöfnu tiltrú erlendra fjármagnsmarkaða auk þess sem Ísland hefur notið góðs að tæknilegri aðstoð Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á mörgum sviðum meðan á samstarfinu um efnahagsáætlunina hefur staðið.

Skapist til þess aðstæður á næstunni tel ég að við ættum að reyna að komast sem fyrst út úr gjaldeyrishöftunum. Þau hafa gegnt mikilvægu hlutverki í þeim árangri sem hefur náðst. Kostnaðurinn af þeim hefur hingað til líklega verið minni en ella sakir þess að aðrir þættir hömluðu viðskiptum og erlendu samstarfi. En eftir því sem á líður mun

kostnaðurinn í margs konar óhagræði og glötuðum viðskiptatækifærum færast í vöxt.

----- OOO -----

Ég hef nú gerst langorður um peningastefnuna og gjaldeyrishöftin og efnahagsáætlunina með Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, enda hafa þessi mál verið mikið í deiglu. En er hér verið að mála skrattann á vegginn? Hverjar eru horfurnar varðandi erlendar skuldir Íslendinga og endurfjármögnunarpörf á næstu árum? Mikil umræða hefur átt sér stað að undanfögnu um þetta efni og sýnist sitt hverjum. Sumir ganga jafnvel svo langt að halda því fram að þjóðarbúið muni kikna undan skuldunum og ríkissjóður lenda í greiðsluþroti. Sem betur fyrir sýnist vönduð greining á fyrirliggjandi upplýsingum að líkurnar á þessum atburðum eru litlar.

Enn ríkir töluverð óvissa um það hver verður hrein erlend staða þjóðarbúsins þegar rofar til í því moldvirði sem skall á við fall gömlu bankanna. Nú er í gangi ferli þar sem erlendar eignir og skuldir einkageirans skrifast niður og kvittast út hvorar á móti öðrum í mörgum tilfellum í gegnum gjaldþrotaferli. Samkvæmt opinberu greiðslujafnaðaruppgjöri nam hrein erlend skuld þjóðarbúsins 5,6 billjónum króna í lok síðasta árs, eða tæplega fjórfaldri landsframleiðslu, en um 0,4 billjónum án föllnu bankanna eða tæplega þriðjungu af landsframleiðslu.

Undirliggjandi staða sem ætla má að komi í ljós þegar rykið er fallið verður líklega einhvers staðar á milli stöðunnar án föllnu bankanna og þeirrar stöðu sem hér var viðvarandi áratuginn fyrir hrun. Hver niðurstaðan verður nákvæmlega veltur meðal annars á því hvernig kröfuhafahópurinn og skiptist á milli erlendra og innlendra aðila og hvernig eignir föllnu bankanna skiptast í erlendar og innlendar. Seðlabankinn hefur reglubundið reynt að leggja á þetta mat. Í desember síðastliðnum gaf bankinn álit sem fól í sér að undirliggjandi hrein erlend staða gæti verið í kringum 90% af landsframleiðslu. Nýjustu athuganir benda til þess að um 80% gætu verið nær lagi að meðtöldum nýjustu áætlun um hreina skuldbindingu ríkissjóðs vegna lágmarkstryggingar innlána netútibús Landsbankans í Bretlandi og Hollandi en þar sem samningar liggja ekki fyrir er enn nokkur óvissa um hana.

Þetta er lægri nettóskuld en Ísland hefur búið við síðan á seinni hluta árs 2005 og auðvitað viðráðanleg. Þessi niðurstaða er þó enn háð óvissu. Sérfræðingar Seðlabankans munu því halda áfram að skýra þessa mynd og unnið er að greinargerð þeirra um erlendar eignir og skuldir þjóðarbúsins.

Hreina skuldin skiptir máli varðandi mat á skulðapoli þjóðarbúsins og samanburð við skuldsetningu annarra landa. Hins vegar skiptir verga skuldin einnig máli, sérstaklega þegar hugað er að endurfjármögnunarpörf og hugsanlegum þrýstingi á gengi krónunnar. Í því efni skiptir miklu hvort um er að ræða skuld einkaaðila eða skuld ríkissjóðs eða með ábyrgð hans. Mikil endurfjármögnunarpörf einkaaðila sem ekki næst að fjármagna með nýju lánsfé getur sett þrýsting á gengið sem aftur getur haft neikvæð áhrif á aðra skuldara í erlendra mynt en hún veldur ekki greiðslufalli þjóðarbúsins. Ef einkaaðilar geta ekki greitt af erlendum skuldum sínum fara þeir einfaldlega í gjaldþrot og skuldin skrifast niður á kostnað erlendra lánardrottna. Lendi ríkið í sömu stöðu getur það hins vegar haft alvarlegar afleiðingar fyrir aðgang þjóðarinnar að erlendum lánamörkuðum og þau kjör sem þar bjóðast yfir langt tímabil. Mikilvægt er að forða slíku og á það að vera viðráðanlegt, jafnvel þótt aðgangur ríkisins að erlendum lánum verði áfram skertur. Í því sambandi er lykilatriði að til sé nægilegur gjaldeyrisforði til að standa undir endurgreiðslu lána ríkissjóðs sem nemur nær 1½ milljarði evra veturinn 2011 og 2012.

Gjaldeyrisforði Seðlabankans nam í lok síðastliðins árs rétt rúmlega 480 milljörðum króna eða 2,7 milljörðum evra og hefur hann lítið breyst síðan. Forðinn samsvaraði þá nærri þriðjungi af landsframleiðslu og andvirði rúmlega 14 mánaða vöruinnflutningi. Á þessa mælikvarða er þetta stærsti gjaldeyrisforði sem Íslendingar hafa átt síðan í lok seinni heimsstyrjaldarinnar. „Átt“ er nú reyndar ekki rétta orðið því að stórum hluta er gjaldeyrisforðinn nú fenginn að láni en forðinn í lok seinni heimsstyrjaldarinnar var hins vegar skuldlaus eign Íslendinga. Samtals nema lán sem tekin voru á undanföllum árum gagnert til að styrkja forðann og gjaldeyrisinnstæður í Seðlabankanum í eigu annarra en opinberra innlendra aðila 3,8 milljörðum evra sem er um milljarð evra umfram forðann.

Skilanefndir föllnu bankanna eiga innstæður í Seðlabankanum fyrir nær einn milljarð evra. Þær munu munu greiðast út á næstu misserum og árum. Ef þessar innstæður eru dregnar frá forðanum ásamt öðru því sem ætla má að fari úr honum á næstu tólf mánuðum, standa eftir 1,4 milljarða evra. Það rétt hrekkur fyrir afborgunum af erlendum lánum ríkissjóðs veturinn 2011 og 2012 sem nema samtals 1,4 milljörðum. Hins vegar væri þá gjaldeyrisforðinn uppurinn og staðan vægast sagt erfið. Það verður hins vegar ekki látið gerast. Stefni í þessa stöðu verður að mínu viti að grípa til margvíslegra aðgerða samkvæmt áætlun B sem ég ræddi hér að framan. Til viðbótar kemur að töluverðar líkur eru á því að fyrir þennan tíma takist að innheimta eitthvað af erlendum kröfum sem eru í Eignarhaldsfélagi Seðlabanka Íslands.

Að þessu tilefni vil ég hér skýra frá því í fyrsta skipti að Seðlabanki Íslands hefur á undanföllum mánuðum keypt á eftirmarkaði



skuldabréf úr þeim flokkum sem koma til gjalddaga veturinn 2011 og 2012. Nema þessi kaup að nafnvirði 116 milljónir evra og hafa verið gerð á mjög góðum kjörum. Þessi aðgerð gerir það meðal annars að verkum að forðinn nú hrekkur fyrir þessum afborgunum. Auk þess mun hún þegar upp verður staðið lækka erlendar skuldir ríkissjóðs með minni tilkostnaði en ef ekki hefði komið til þeirra.

Fáist aðgangur að því sem eftir á að borga út af lánum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og Norðurlandanna verður hægt að styrkja forðann um 2½ milljarð evra til viðbótar. Þá yrði forðinn samtals 3,9 milljarðar evra eða sem samsvarar nær helmingi landsframleiðslu og tæplega 21 mánaða vöruinnflutningi þegar hann yrði mestur áður en til fyrrnefndra afborgana kemur. Það er auðvitað mun meiri forði en við þurfum til lengdar og kostar sitt. Þess vegna verður haldið áfram að bæta matið á því í hvaða mæli og hvenær við þurfum þessi viðbótarlán. Í þessu sambandi þarf að hafa í huga að þörfin fyrir hámarksforða mun einungis standa í stuttan tíma meðan verið er að komast út úr gjaldeyrishöftunum og sjá fyrir endann á þessum þungu afborgunum.

Seðlabankinn hefur ákveðið í tengslum við gerð þjóðhagsspár í maí að gera nýja greiðslujafnaðaráætlun fyrir næstu ár þar sem nokkurt vatn hefur runnið til sjávar síðan slík áætlun var gerð í tengslum við gerð efnahagsáætlunarinnar með Alþjóðagjaldeyrissjóðnum. Þá verður betur hægt að meta hvaða þrýsting afborganir og vaxtagreiðslur allra innlendra aðila gætu að óbreyttu sett á gengið á komandi misserum og þörfin fyrir gjaldeyrisforða mun þá einnig skýrast betur. Hitt er skýrt að við þurfum um hríð að hafa stærri forða en nú.

-----OOO-----

Endurreisn fjármálakerfisins er nú langt komin og búið er að ákveða eiginfjárgrunn og eignarhald nýju bankanna. Næst er að ljúka fjárhagslegri endurskipulagningu sparissjóðakerfisins. Þá hefur efnahags- og viðskiptaráðherra lagt fram frumvarp um fjármálafyrirtæki sem tekur á ýmsum þeim annmörkum sem komu fram í starfsemi fjármálastofnana í aðdraganda hrunsins, svo sem varðandi stórar áhættuskuldbindingar, lán til tengdra aðila og hæfi eigenda. Margvísleg verkefni blasa síðan við í framhaldinu. Bankakerfið er enn of stórt fyrir innlendar þarfir. Þá vinna fjármálastofnanir í skjóli gjaldeyrishafta og framtíðarfyrirkomulag tengsla þeirra við erlenda fjármálamarkaði er ómótað. Innlendar fjármálastofnanir búa einnig margar hverjar við of mikið misvægi milli eigna og skulda í gjaldeyri. Því fylgir mikil áhætta og eykur þörfina fyrir eigið fé. Stofnanirnar sjálfar þurfa að vinna ötullega að því að draga úr þessu misvægi en einnig kemur til álita, þar sem markaður fyrir áhættuvarnir virkar ekki, að Seðlabankinn greiði fyrir því í

einhverjum mæli að koma á gjaldeyrisskiptasamningum milli þeirra og aðila með öfugt misvægi. Þá mun bankinn endurskoða í ljósi reynslunnar varúðarreglur sem hann setur varðandi laust fé og gjaldeyrisjöfnuð fjármálafyrirtækja.

Seðlabanki Íslands hefur í samvinnu við sparisjóði og fjármálaráðuneytið unnið að lausn á endurfjármögnun sparisjóða. Sú lausn felur jafnframt í sér uppgjör á stærstum hluta þeirra krafna sem Seðlabankinn fékk sem endurgjald vegna innstæðna sem fluttar voru til bankans með ákvörðun Fjármálaeftirlitsins um ráðstöfun eigna og skulda Sparisjóðabanka Íslands í mars á síðasta ári. Uppgjöri þess endurgjalds er þó ekki lokið og er það mál til athugunar hjá Fjármálaeftirlitinu. Seðlabankinn hefur samið við átta sparisjóði um uppgjör krafna og endanlegur frágangur verður fljótlega eftir að staðfesting annarra kröfuhafa og Fjármálaeftirlits liggur fyrir. Ég geri mér grein fyrir því að sársaukafullt er fyrir stofnfjáreigendur sparisjóða og kröfuhafa að sjá á bak eignum sem áður voru hátt metnar og jafnvel keyptar nýlega með lánsfé. Engu að síður þarf að horfast í augu við staðreyndir og leitast við að bjarga verðmætum sem eftir eru. Ég hef alltaf litið svo á að sparisjóðir séu mikilvægur hluti af heilbrigðu fjármálakerfi þar sem þeir hafa visst forskot í að meta staðbundin tækifæri og áhættu og njóta trausts og velvilja í heimabyggð. En þá er mikilvægt að sparisjóðirnir takmarki starfsemi sína við þá þætti þar sem þeir eru samkeppnisfærir og fari ekki út í áhættusama fjárfestingarbankastarfsemi. Með fjárhagslegri endurskipulagningu sparisjóðanna nú verður hægt að skjóta traustum fótum undir mikilvæga sparisjóði. Margir haldast í rekstri og í heimabyggð og mun stofnfjáreigendum þeirra í framtíðinni gefast tækifæri til að kaupa aftur frá ríkinu eignarhlutdeild þess. Þótt niðurskrift stofnfjár nú sé sársaukafull aðgerð gengur hún þó skemmra en það sem hluthafar bankanna föllnu þurftu að þola. Ég skora því á sparisjóðafólk að grípa þetta tækifæri og hefja uppbyggingu til framtíðar.

Innlend greiðslumiðlun stóðst áföll árin 2008 og 2009 en hið sama verður ekki sagt um greiðslumiðlun gagnvart útlöndum eins og landsmenn þurftu að reyna haustið 2008. Seðlabankinn hyggst á næstunni vinna með fjármálafyrirtækjum og viðkomandi stjórnvöldum að því að draga úr áhættu í greiðslumiðlun. Jafnframt er nauðsynlegt að huga að styrkingu innviða og betri aðgreiningu þeirra frá samkeppnisrekstri.

-----OOO-----

Góðir fundargestir, þetta er hvorki staður né stund til að kryfja íslensku fjármálakreppuna til mergjar. Við bíðum nú skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis og í kjölfarið mun væntanlega hefjast mikil umræða sem vonandi hefur það að markmiði að komast til botns í því hvað fór úrskeiðis og móta tillögur um úrbætur þar sem við á. En þótt margt sé enn á huldu hvað gerðist innan þeirra fjármálastofnana

sem hrundu og við mótun viðbragða stjórnvalda fyrir og eftir að kreppan skall á, er ýmislegt sem við vitum nú þegar varðandi það sem úrskaiðis fór varðandi regluverk og eftirlit, ekki síst þá þætti sem Ísland á sameiginlega með mörgum öðrum löndum. Á alþjóðlegum vettvangi hefur á undanförunum misserum verið mikil umræða um þessa vankanta og umbætur eru hafnar. Seðlabanki Íslands fylgist grannt með þessari vinnu, ekki síst í gegnum aðild sína að Alþjóðagreiðslubankanum í Basel og samstarf á evrópskum og norrænum vettvangi.

Að mínu viti voru mikilvægustu veikleikarnir að því er þetta varðar eftirfarandi, og hef ég þá ekki bara Ísland í huga:

Í fyrsta lagi var einblínt of mikið á áhættu einstakra stofnana en heildstætt mat á áhættu í fjármálakerfinu í heild var mun vanþróaðra. Það gleymdist að heildin er meira en summa hinna einstöku hluta.

Í öðru lagi var hinni stofnanalega umgjörð ábótavant þar sem hún stuðlaði ekki að slíku heildstæðu mati á áhættu. Þá var óljóst hver bar ábyrgð á því að bregðast við kerfisáhættu og tæki skorti til að eiga við hana, svo sem breytilegar eiginfjárvæðir og aðrar hamlandi kröfur sem lögðust gegn útlána- og eignaverðsbólu og settu mörk við of mikilli áhættusækni.

Í þriðja lagi var lausafjáraháttu vanmetin, ekki síst áhætta tengd lausafjárstýringu á milli gjaldmiðla og endurfjármögnun fjármálastofnana í erlendum gjaldmiðlum.

Í fjórða lagi reyndist raunverulegt eigið fé í fjármálakerfinu vera of lítið til að mæta þeirri skuldsetningu og annarri áhættu sem byggst hafði upp.

Í fimmta lagi var regluverk varðandi starfsemi banka yfir landamærin meingallað, ekki síst á evrópska efnahagssvæðinu.

Í sjötta lagi er mikil áhætta því samfara að byggja hlutfallslega stórt bankakerfi með millilandastarfsemi á grundvelli lítils lands og gjaldmiðils.

Það verk er að miklu leyti óunnið hér á landi að taka á ofangreindum vandamálum og því er lítið því til fyrirstöðu í hinu eiginlega regluverki að sams konar vandamál skapist í íslensku fjármálakerfi og voru til staðar í aðdraganda bankahrunsins, þótt auðvitað sé ólíklegt að sú áhætta raungerist á næstu árum þar sem fjármálastofnanir eru enn í sárum og áhættumeðvitund er sterk. En nú er tækifærið til að laga þessa hluti því að þegar allt verður komið á fulla ferð á ný er hætt við að það verði of seint og vilja og hvata til athafna skorti. Seðlabankinn hefur einsett sér að móta á þessu ári stefnu að því er þessa þætti varðar og leggja til sameiginlegrar stefnumótunar stjórnvalda. Annars vegar lýtur þessi vinna að svokölluðum þjóðhagstengdum varúðarreglum, þ.e. reglum sem hamla á móti kerfisáhættu og útlána- og eignabólum. Hins vegar lýtur hún að stofnanalegum þáttum, ekki síst mögulegum útfærslum á nánari samvinnu eða samruna seðlabankastarfsemi og fjármálaeftirlits.

Það stendur einnig til að endurskoða peningastefnuna. Fyrir því er fyrst sú praktíska ástæða að það þarf að móta þá peningastefnu sem tekur við af efnahagsáætluninni með Alþjóðagjaldeyrissjóðnum því að hún hentar ekki þegar gjaldeyrishöftum hefur verið aflétt og Ísland er aftur orðið í fullum fjármálalegum tengslum við umheiminn. En það þarf líka að draga lærdóm af framkvæmd peningastefnunnar á ofþenslutímanum og í aðdraganda fjármálakreppunnar. Verðbólguþolmið og flotgengi ollu ekki bankahruninu enda væru þá mun fleiri bankakerfi hrunin um allan heim en raunin varð. En peningastefnan var hluti af þeirri atburðarás sem hér varð og margvíslegir erfiðleikar komu fram við framkvæmd hennar í þeim aðstæðum sem hún bjó við. Það mun gefast tækifæri til að fjalla um það nánar síðar en vandamálið var að mínu viti ekki verðbólguþolmiðið sem slíkt enda sýna rannsóknir að lönd í verðbólguvanda eru líklegri til að lenda í bankakreppum heldur en hin og fara líka verr út úr þeim. Vandinn var fremur að samspil mismunandi hluta efnahagsstefnunnar var ekki sem skyldi auk þess sem ljósara hefur orðið að framkvæmd frjáls flotgengis er flókin og erfið í mjög litlum opnum hagkerfum sem eru tengd umheiminum sterkum fjármálalegum böndum. Þá verður að endurmeta hugmyndir sem byggjast á skörpum skilum á milli peningastefnu og fjármálastöðugleikastefnu og taka verður meira mið af þeirri sérstöku áhættu sem fylgir litlum og óstöðugum gjaldmiðli. En allt verður skoðað með opnum hug og mun bankinn kryfja til mergjar tvo möguleika: Annars vegar þátttöku í Myntbandalagi Evrópu. Hins vegar þá peningastefnu sem kemur til greina ef Ísland stendur utan Evrópusambandsins og Myntbandalagsins. Sú stefna gæti líka nýst í aðdraganda aðildar ef af verður. Stefnt er að áfangaskýrslu snemma sumars og ítarlegri skýrslu snemma árs 2011.

Sú endurskoðun stefnu varðandi fjármálalegan og peningalegan stöðugleika sem ég hef hér nefnt kann að kalla á endurskoðun Seðlabankalaga, en að mínu viti þarf að skoða ýmislegt í þeim lögum hvort sem er. Ég fagna því yfirlýsingu efnahags- og viðskiptaráðherra hér fyrir á fundinum þess efnis að hann hyggist beita sér fyrir endurskoðun á lögum um Seðlabanka Íslands. Ég tel mjög brýnt að reynt verði að stuðla að eins mikilli þverpólítískri sátt um þá endurskoðun og kostur er.

-----OOO-----

Góðir fundargestir. Málefni Seðlabanka Íslands voru á könnu forsætisráðuneytisins þar til síðastliðið haust. Ég vil nota þetta tækifæri til að þakka forsætisráðherra og ráðuneyti hans gott samstarf á þessu tímabili. Þá vil ég einnig þakka efnahags- og viðskiptaráðherra og hans ráðuneyti gott samstarf á undanförunum mánuðum. Ég þakka einnig öðrum ráðuneytum og stofnunum samstarfið, ekki síst fjármálaráðuneytinu og Fjármálaeftirlitinu. Þá þakka ég fjármálastofnunum og samtökum gott samstarf svo og starfsmönnum

Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Síðast en ekki síst vil ég þakka starfsfólki Seðlabankans þess góðu störf, en án þeirra væri ekki mikill vindur í mínum seglum hér í dag.

Að lokum þetta: Ísland hefur gengið í gegnum mikla efnahagslega erfiðleika á undanförunum misserum og vissulega er ákveðin vá framundan. En það er á okkar valdi að stýra hjá henni. Við gætum verið að komast á botn öldudalsins og getum fljótlega verið komin á ágætis siglingu ef við högum seglum rétt. En þá þurfum við að búa svo um hnútana að hún sé ekki í ólgusjó og að stöðugleiki fái til frambúðar sinn viðeigandi sess. Til þess þurfum við nú þolinmæði og þor til að láta afturbataferli hagkerfis og fjármálakerfis ganga til enda. Sagan kennir okkur að bjartsýnin er mest rétt fyrir kollsteypunar og svartsýnin mest rétt áður en landið lyftist. Höfum það hugfast þegar við göngum nú mót vorinu.