



29. mars 2012

## Ræða

Más Guðmundssonar seðlabankastjóra.  
Flutt á 51. ársfundi Seðlabanka Íslands, 29. mars 2012.

Forsætisráðherra, fjármálaráðherra, formaður bankaráðs, bankastjórar, forstjórar stofnana, ráðuneytisstjórar, sendiherrar erlendra ríkja og aðrir góðir gestir!

Þegar við nú komum saman til 51. ársfundar Seðlabanka Íslands einkennist ástand íslenskra efnahagsmála af því að sá efnahagsbati sem hófst síðla árs 2010 hefur sótt í sig veðrið þrátt fyrir alþjóðlegan mótvind, á sama tíma og verðbólga hefur reynst meiri og þrálátari en margir töldu í umræðu síðastliðins árs að yrði raunin. Þá er það ekki síður mikilvægt að verðbólgan er um þessar mundir í mun ríkari mæli en um líkt leyti í fyrra af innlendum rótum runnin, sem einkum birtist í launahækkunum töluvert umfram framleiðniaukningu og í lækun nafngengis krónunnar á undanförunum mánuðum.

Samkvæmt bráðabirgðatölum var hagvöxtur á síðasta ári 3,1%. Í alþjóðlegu samhengi telst það nokkuð gott, enda var hagvöxtur í aðildarríkjum Efnahags- og framfarastofnunarinnar um 2% á síðasta ári, en þá verður að hafa í huga að efnahagsbati hófst síðar á Íslandi en í flestum þeim löndum. Atvinnuvegafjárfesting og einkaneysla lögðu jafnt til hagvaxtarins, um tvö prósent hvor. Hlutdeild annarra þátta var hins vegar neikvæð. Þessi hagvöxtur var ekki fenginn að láni, enda nam undirliggjandi viðskiptaafgangur á síðasta ári u.þ.b. þremur prósentum af landsframleiðslu.

Samsetning hagvaxtar á síðasta ári er að ýmsu leyti góður grundvöllur fyrir áframhaldandi efnahagsbata. Vöxtur atvinnuvegafjárfestingar skiptir þar miklu, en hann nam ríflega 25% á árinu. Atvinnuvegafjárfesting í hlutfalli við landsframleiðslu var 9½%. Það er nokkuð undir 30 ára sögulegu meðaltali fyrir fjármálakreppuna, sem er 13%, en það er þó á vissan hátt góðs viti að á fjórða ársfjórðungi ársins var hlutfallið komið í 12,2%. Auðvitað ætti atvinnuvegafjárfesting að sveiflast upp fyrir meðaltalið í venjulegri uppsveiflu. En okkar uppsveifla, ekki frekar en annarra landa sem urðu illa úti í fjármálakreppunni, er ekki venjuleg. Ástæðan er sú að hér skall á djúp banka- og gjaldeyriskreppa á árinu 2008. Rannsóknir sýna að samdráttur eftir slíka „tvíburakreppu“ er jafnan meiri og langvinnari en ef eingöngu önnur hvor kreppan skellur á þjóðarbúið. Einnig sýna rannsóknir að efnahagsbati í kjölfar fjármálakreppna er jafnan hægfara þar sem skuldsetning innlendra einkaaðila er mikil. Þá sýna rannsóknir að bati fjárfestingar eftir fjármálakreppu er gjarnan hægfara hafi fjárfestingarstigið verið óvenjuhátt í aðdraganda kreppunnar. Allt

á þetta við hér á landi og er vert að hafa í huga í almennri umræðu um hraða og kraft efnahagsbatans.

Vinumarkaður hefur í stórum dráttum þróast í samræmi við efnahagssveifluna og sögulega reynslu Íslands og annarra landa. Í niðursveiflunni virðast fyrirtæki hafa reynt að forðast uppsagnir og í stað þess dregið úr vinnutíma og aukið hlutastörf. Viðsnúningur á vinnumarkaði kemur jafnan nokkru síðar en viðsnúningur í almennum umsvifum og þá fyrst í því að vinnutíma tekur að lengja fremur en að störfum fjölgi. Þetta kemur skýrt fram í tölum síðustu missera. Á síðustu mánuðum hafa hins vegar komið fram vísbendingar um að þetta ferli sé komið að sínum endamörkum og að störfum sé tekið að fjölga.

Í ágúst á síðasta ári spáði Seðlabankinn því að verðbólga myndi fara mjög vaxandi á komandi mánuðum og myndi ná hámarki á fyrsta fjórðungi þessa árs í um 6,8%. Þessi spá ásamt því mati að innlendir efnahagsbati væri nægilega sterkur þrátt fyrir alþjóðlegan mótvind til að þola hóflegar vaxtahækkningar lágu að baki því að bankinn hóf að hækka vexti á síðasta ári. Vísitala neysluverðs fyrir mars var birt í gær. Að henni fenginn liggur fyrir að verðlag á fyrsta ársfjórðungi hafði hækkað um 6,4% frá fyrra ári. Ársverðbólgan skýrist einkum af verðhækkun almennrar og opinberrar þjónustu, húsnæðis, bensíns og annarrar innfluttrar vöru og hefur verðbólgan því verið nokkuð almenn enda mælist kjarnaverðbólga líka há eða 6%.

Lækkun á gengi krónunnar á síðustu mánuðum á töluverðan þátt í aukinni verðbólgu að undanförunu. Í litlum opnum hagkerfum eins og því íslenska er gengið auðvitað lykilþáttur í verðbólguferlinu. Til lengdar er hins vegar ekki hægt að skýra verðbólguna með nafngengisþróun því að hún endurspeglar annars vegar hækkun launa og verðlags umfram það sem gerist í umheiminum og hins vegar þær breytingar á raungengi sem stafa af þróun undirliggjandi efnahagsaðstæðna eins og viðskiptakjara. Viðvarandi verðbólga umfram það sem yfirlýst markmið kveður á um verður því ekki skýrð nema með veikleikum í skipulagi hagkerfisins og hagstjórn, einkum peningastefnu. Til skamms tíma hins vegar geta yfir- og undirskot nafngengis miðað við jafnvægisgengi valdið sveiflum í verðbólgunni, sérstaklega ef verðbólguvæntingar eru laustengdar verðbólgu markmiðinu og gengisbreytingarnar eru miklar.

Viðskiptavegið gengi krónunnar hefur lækkað um 5,8% frá áramótum og um rúm 7½% frá síðasta hátoppi í byrjun nóvember í fyrra. Nokkrar skýringar virðast vera á þessari lækkun. Svo virðist sem hreint innstreymi gjaldeyris vegna vöru- og þjónustuviðskipta hafi verið lítið síðustu vikur og mánuði. Það er að hluta til árstíðarbundið en kann líka að stafa af því að skilaskyldur gjaldeyris skili sér ekki í þeim mæli sem ætti að vera. Það mál er í sérstakri skoðun hjá gjaldeyriseftirliti Seðlabankans. Þá hafa fyrirtæki og sveitarfélög verið að greiða niður erlend lán. Í mörgum tilfellum eru þau þvinguð til þess þar sem þau hafa ekki aðgang að erlendri endurfjármögnun og lentu ella í greiðslufalli. En það eru líka vísbendingar um að vaxtastigið hér á landi sé orðið það lágt miðað við væntingar fyrirtækja um verðbólgu og gengisþróun að þau sjái sér beinlínis hag í því að breyta erlendum lánnum í innlend, sem getur

verið jákvætt til lengdar en setur þrýsting á gengi krónunnar hér og nú. Hér er því eitt dæmið um hvernig innlenda vaxtastigið hefur áhrif á gengið þrátt fyrir gjaldeyrishöft. Að lokum má nefna að undanþágur frá gjaldeyrishöftum sem Seðlabanki Íslands hefur veitt vegna mála sem eru mikilvæg fyrir vöxt og viðgang viðkomandi fyrirtækja og þjórðarbúsins til lengdar hafa haft töluverð áhrif á gjaldeyrismarkaðinn á undanförunum vikum. Þessar undanþágur hafa í sumum tilfellum skammtímaútlæði í för með sér jafnvel þótt þær geti stuðlað að meiri gjaldeyriskjóm þegar fram í sækir. Þetta var ástæða inngrípa Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði fyrr í þessum mánuði.

Af umræðunni að dæma virðist það algengur misskilningur að það að krónan lækki þrátt fyrir höft á útlæði fjármagns sé í sjálfu sér vísbending um alvarlega meinsemd. Krónan getur og á að sveiflast innan hafta jafnvel þótt þau virkuðu fullkomlega. Vöru- og þjónustuviðskipti eru frjáls, fyrirtæki og stofnanir geta auðvitað greitt af sínum erlendu lánnum, allt fjármagnsinnstreymi og það útstreymi sem af því leiðir er frjálst og allir þessir þættir geta sveiflast. Höftin stöðva fyrst og fremst óheft útstreymi gjaldeyris vegna fjármagnsviðskipta. En höftin hafa auðvitað áhrif á gengi krónunnar og eiga að hafa það. Á alla tiltæka mælikvarða og í alþjóðlegum samanburði sveiflaðist krónan minna á síðustu misserum en hún gerði á mjög löngu tímabili fyrir banka- og gjaldeyriskreppuna.

Ég hef nú rætt um nýliðna þróun og ástand efnahagsmála, en hverjar eru horfurnar? Samkvæmt spá bankans frá því í febrúar er spáð 2½% hagvexti á þessu ári og svipuðu næstu tvö árin þar á eftir. Atvinnuleysi mun smám saman lækka á tímabilinu gangi þessi spá eftir og verða um 5% á árinu 2014. Þá mun slakinn í þjórðarbúskapnum samkvæmt spánni vera horfinn. Reiknað er með undirliggjandi viðskiptaafgangi allt spátímabilið. Horfur eru á að verðbólga hjaðni þegar líður á þetta ár, verði komin nálægt markmiði á næsta ári og við það á árinu 2014. Þessar horfur eru hins vegar háðar fjölmörgum þáttum, ekki síst gengisþróuninni, en gengi krónunnar er um þessar mundir nokkru lægra en reiknað var með í spánni.

Efnahagshorfur eru auðvitað eins og jafnan áður óvissar, ekki síst vegna ástands alþjóðlegra efnahagsmála. Nýjustu vísbendingar um einkaneyslu og umsvif á fyrsta ársfjórðungi eru reyndar í stórum dráttum í samræmi við hagvaxtarspána og kannski gott betur. Hins vegar hafa verðbólguhorfur til skemmri tíma versnað og það gæti tekið lengri tíma en áður var reiknað með að verðbólgu markmið náist nema gengi krónunnar styrkist á næstu mánuðum. Samkvæmt spánni er fjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu undir sögulegu meðaltali allt spátímabilið en nýjasta þróun sem ég vísaði til fyrr í ræðu minni og það ferli að veita aflandskrónum í fjárfestingu gætu eitthvað breytt því. Það myndi hins vegar auðvitað bæta hagvaxtar- og atvinnuhorfur enn frekar ef fjárfesting tæki enn meira við sér.

Það ríkti mikil svartsýni um alþjóðlegar efnahagshorfur undir lok síðastliðins árs, sérstaklega á evrusvæðinu. Sú mynd hefur hins vegar breyst eftir því sem liðið hefur á þetta ár. Alþjóðlegir mælikvarðar á áhættufælni hafa lækkað meira

og minna samfellt frá upphafi vetrar. Áhættuálag á skuldavandalönd evrusvæðisins hefur lækkað eftir að Seðlabanki Evrópu bauð bönkum svæðisins 3 ára lágvaxtalán, gripið hefur verið til aðgerða varðandi skuldavanda einstakra ríkja og ákvarðanir teknar varðandi bættar leikreglur til framtíðar. Þar með er hins vegar ekki sagt að hönnunargallar svæðisins hafi enn sem komið er verið lagaðir til frambúðar. Eigi að síður eru vísbendingar um að tekið sé að draga úr samdrættinum á evrusvæðinu á sama tíma og hagvöxtur í öðrum hlutum heimsins er meiri en búist var við. Vöxtur heimsbúskaparins heldur því áfram og gæti hafist á ný á evrusvæðinu á seinni hluta ársins, en þessar horfur eru óvissar og hið alþjóðlega efnahagsástand er viðkvæmt. Í því sambandi skulum við hafa í huga að þó að Ísland hafi búið við þokkalegan hagvöxt á síðasta ári þrátt fyrir alþjóðlegan mótvind á seinni hluta ársins er það lítið land og getur ekki til lengdar vaxið í einangrun frá alþjóðlegri efnahagsþróun.

Eins og stundum áður hefur orðið töluverð umræða um framkvæmd peningastefnunnar og sýnist sitt hverjum um æskilegt taumhald hennar. Straumhvörf urðu í þessu efni í ágúst sl. Þá birti Seðlabankinn spá um vaxandi verðbólgu á komandi mánuðum, sem myndi ná hámarki á fyrsta ársfjórðungi þessa árs. Jafnframt var því spáð að efnahagsbati myndi halda áfram og að ekki væri víst að blikur sem þá voru uppi í alþjóðlegum efnahagsmálum myndu snúast upp í svo sterkan mótvind að hann setti batann af sporinu. Þessar horfur lágu að baki þeirri ákvörðun peningastefnunefndar að hækka vexti Seðlabankans um 0,25 prósentur og boða frekari vaxtahækkunir í framhaldinu sem komu í nóvember og nú í mars. Var þá einnig tekið tillit til þess að taumhald peningastefnunnar mælt með raunstyrivöxtum hafði slaknað töluvert vikurnar á undan. Þessar ákvarðanir og greiningin sem þær byggðust á hafa reynst réttar. Efnahagsbatinn sótti í sig veðrið og þoldi alþjóðlegan mótblástur og hóflegar nafnvaxtahækkunir, enda gerðu þær lítið annað en að hamla gegn því að raunstyrivextir yrðu enn neikvæðari.

Vaxtahækkunir bankans voru mjög umdeildar í upphafi, en dregið hefur úr hita umræðunnar eftir því sem staðfest hefur verið að sú greining sem þær byggðust á var rétt. Nú er svo komið að gagnrýnisraddir koma úr báðum áttum og ýmsir halda því fram að vaxtastigið sé orðið á eftir þróun verðbólgu og framvindu efnahagsbatans. Hvort svo er mun skýrast á næstu mánuðum og verður leiðrétt komi það í ljós. Á fundi sínum nú í mars boðaði peningastefnunefnd að líklegt væri að hækka þyrfti nafnvexti Seðlabankans frekar á komandi mánuðum, en hve mikið þyrfti að hækka þá væri háð gengi krónunnar og þróun verðbólgu á næstunni. Lítið lengra fram á veginn er nauðsynlegt að taka slakann úr peningastefnunni samhliða því sem hann hverfur úr þjóðarbúskapnum. Að hve miklu leyti það á sér stað með hærri nafnvöxtum Seðlabanka Íslands fer eftir framvindu verðbólgunnar.

Til að skilja framkvæmd peningastefnunnar um þessar mundir og viðfangsefni hennar á næstunni er nauðsynlegt að setja hana í stærra samhengi aðlögunar og bata eftir fjármálakreppu. Á vissan hátt má segja að verðbólgan sem gengið hefur yfir Ísland frá hrúni sé þríþætt. Í fyrsta lagi var um að ræða afleiðingar

gengisfalls sem var hluti af óhjákvæmilegri aðlögun þjóðarbúskaparins eftir ofpenslu árána 2005-2007 og fjármálakreppuna í kjölfarið. Peningastefnan hvorki átti að kæfa þessa verðbólgu né gat það. Áskorunin var frekar, eins og ég nefndi í ársfundarræðu minni árið 2010, að láta aðlögunina eiga sér stað án þess að verðbólga eða atvinnuleysi yrðu viðvarandi eftir að henni var lokið. Í öðru lagi jókst verðbólga um tíma af völdum hækkunar erlends hrávöru- og olíuverðs. Ekki er heldur ástæða til að peningastefnan bregðist við þessari tegund verðbólgu, enda gerði hún það ekki. Það er hins vegar viðfangsefni peningastefnunnar að koma í veg fyrir að slíkar hækkanir skapi viðvarandi verðbólgu í gegnum viðbrögð launa og annarra innlendra kostnaðarþátta. Þá kemur einmitt að þriðja þætti verðbólgunnar, þeim sem er af innlendum rótum runninn. Í vaxandi mæli er verðbólgan sem nú er við að glíma af því tagi, svo sem glögg má sjá í miklum hækkunum launa frá seinni hluta síðasta árs. Við slíkri verðbólgu verður peningastefnan að bregðast og sérstaklega þegar verðbólguvæntingar eru töluvert umfram markmið eins og nú er.

Eitt stærsta álitamálið í þessu sambandi er það hvers vegna þessi þróun hefur átt sér stað, þrátt fyrir að atvinnuleysistölur og aðrir mælikvarðar bendi til þess að enn sé nokkur slaki í þjóðarbúskapnum. Auðvitað koma þar ýmsar skýringar til greina svo sem að traust skorti á því að vilji og geta til að beita stjórnþækjum eins og þarf til að ná verðbólgu markmiðinu sé fyrir hendi, að útflutnings- og samkeppnisgreinar sem búa við góða stöðu vegna lágs gengis krónunnar séu leiðandi í launaþróun og að gengi krónunnar sé lágt um sinn vegna uppgreiðslna á erlendum lánnum sem eru að sumu leyti þvingaðar og hraðari en æskilegt væri. Það er hins vegar áleitinn spurning hvort slakinn í hagkerfinu sé í raun minni en núverandi mat gefur til kynna. Það er viðvarandi verkefni Seðlabankans og peningastefnunefndar að glíma við þá spurningu.

Á undanförunum misserum hefur glíman við skuldakreppu einkageirans, sem er afleiðing ofpenslu fyrri ára og fjármálakreppunnar, markað peningastefnuna. Eftir því sem skuldakreppan linast og slakinn í þjóðarbúskapnum minnkar, verður brýnna að ráðast með afli að verðbólguvandana. Söguleg og alþjóðleg reynsla sýnir að það verður ekki gert án þess að það komi um sinn niður á umsvifum og atvinnustigi. Við skulum því vona að verðbólgan hjaðni eins og spáð er á komandi misserum.

Losun hafta á útflæði fjármagns er eitt flóknasta viðfangsefni sem íslensk stjórnvöld standa frammi fyrir um þessar mundir. Líklega komu höftin á sínum tíma í veg fyrir umtalsvert frekara fall krónunnar í framhaldi af bankahruninu, en enginn veit hversu lengi hið afarlaga gengi hefði varað. Höftin veittu þannig skjól fyrir endurskipulagningu fjármálakerfis og skulda einkageirans og svigrúm fyrir peningastefnuna að taka meira tillit til innlendra efnahagsaðstæðna en ella.

Ávinningur af höftunum er mestur á meðan undið er ofan af ójafnvægi greiðslujafnaðar sem leiddi af hruni fjármálakerfisins. Ef allar kvikar kröfur erlendra aðila á innlenda yrðu greiddar á skömmum tíma myndi Ísland greiða niður erlendar skuldir mun hraðar en æskilegt er. Í versta tilviki gæti lækun

skulda numið u.þ.b. hálfri landsframleiðslu Íslands á tiltölulega fáum árum. Í slíku ferli myndi gengi krónunnar lækka mikið, a.m.k. yfir umtalsvert tímabil, lausafjárstaða bankanna myndi veikjast og ætti sama við um fjármál hins opinbera. Innlend og erlend lánsfjármögnun ríkissjóðs yrði mun erfiðari og dýrari.

Í þessu sambandi er vert að undirstrika að vandinn sem Ísland stendur frammi fyrir er ekki skuldavandi heldur greiðslujafnaðarvandi. Vergar erlendar skuldir Íslands nema nú um 224% af landsframleiðslu og hreinar erlendar skuldir um 52%, þegar skuldir föllnu bankanna eru frátaldar. Undirliggjandi skuldastaða er hins vegar enn betri. Áætlanir sem unnar voru af sérfræðingum Seðlabankans fyrir ári bentu til þess að þegar rykið hefði fallið eftir uppgjör föllnu bankanna myndu vergar skuldir nema u.þ.b. 230-240% af landsframleiðslu og hreinar skuldir miðað við áætlað uppgjör gömlu bankanna 60-80%. Sé áhrifum víkjandi skuldar eins fyrirtækis við eigendur sína haldið til hliðar lækkar hrein skuld um 40-50% af landsframleiðslu til viðbótar.

Um þessar áætlanir ríkir mikil óvissa og unnið er að endurmati þessara talna í ljósi nýjustu upplýsinga. Útlit er þó fyrir að undirliggjandi skuldastaða verði komin í svipað horf og hún var fyrir aldamót þegar öll kurl eru komin til grafar. Vandinn er hins vegar sá að of stór hluti þessara skulda er til skamms tíma og ekki í skipulegu samningsferli. Höftunum er meðal annars ætlað að veita svigrúm og samningsstöðu til að laga þá stöðu. Í því sambandi skiptir miklu að greiðslur úr fjármálafyrirtækjum í slitameðferð, þ.e. föllnu bönkunum, eru ekki lengur undanþegnar ákvæðum gjaldeyrislaga um hömlur á fjármagnsflutninga. Með því að skipuleggja upplausn og útgreiðslur úr búunum í heild má koma í veg fyrir að þær valdi óstöðugleika.

Á næstunni mun Seðlabankinn gera nánari grein fyrir hvernig hann mun beita auknum heimildum til að stýra greiðslum úr búum föllnu bankanna. Það er hins vegar ljóst að fyrirkomulagið mun ekki draga úr endurheimtum búanna en reynt verður að búa svo um hnútana að útborgun þeirra valdi ekki greiðslujafnaðarvanda. Þær greiðslur sem ekki tengjast greiðslujafnaðarvanda Íslands eiga því að geta runnið greiðlega til kröfuhafa. Það á sérstaklega við um kröfur á erlenda aðila sem eru í erlendum gjaldeyri. Þegar öllu er á botninn hvolft er það sameiginlegt hagsmunamál Íslands og kröfuhafa föllnu bankanna að efnahagslegum og fjármálalegum stöðugleika sé ekki teft í tvísýnu og nægir þar að minna á að ein stærsta eign kröfuhafanna liggur í eignarhlut þeirra í nýju bönkunum.

Það er skylda stjórnvalda að sjá til þess að fjármagnshöftin séu ekki hagnaðarlind fyrir þá sem sniðganga höftin eða beinlínis brjóta lög og reglur, en sá hagnaður getur í sumum tilfellum verið mjög mikill. Þessi hagnaður byggist ekki á nýjum verðmætum sem verða til í viðkomandi viðskiptum né fellur hann af hinnum ofan. Nei, hann er á kostnað allra hinna sem annaðhvort hafa ekki möguleika til sniðgöngu eða tilheyra þeim meirihluta sem fer að lögum og reglum. Kostnaðurinn kemur fram í of lágu gengi krónunnar, aukinni verðbólgu og hærri vöxtum. Þess vegna var mikilvægt að loka þeirri glufu sem

fólst í flutningi yfir landamærin á afborgunum af skuldabréfum með jafngreiðslufyrirkomulagi. Það má deila um hvort eigi að hafa gjaldeyrishöft eða ekki, en séu þau til staðar er verið að mismuna þegnunum ef þeim er ekki framfylgt eins og kostur er. Af þessum sökum er eftirlit og rannsóknir Gjaldseyrseftirlits Seðlabanka Íslands og málarekstur Sérstaks saksóknara svo mikilvægur.

Í stóru samhengi held ég að það sé gagnlegt að hugsa um gjaldeyrishöftin þannig að þau hafi í för með sér skammtímaávinning í formi efnahagslegs og fjárhagslegs stöðugleika, en langtímakostnað sakir viðskiptahindrana sem vaxi með tímanum. Ótímabær og óskipuleg losun þeirra gæti hins vegar teflt efnahagslegum og fjárhagslegum stöðugleika í tvísýnu og leitt til mikils skammtímakostnaðar. Með því að skipuleggja losunina má draga verulega úr þessari áhættu þótt hún hverfi ekki. Vandinn er sá að við þekkjum aðeins formerki þessara áhrifa en ekki stærð. Þannig liggja mjög takmarkaðar rannsóknir fyrir á því hver kostnaðurinn við höftin sé um þessar mundir og hve mikið hann vaxi með hverju ári, enda erfitt áætlunarverk og e.t.v. ekki gerlegt fyrir en eftir nokkur ár. Hins vegar er hægt að færa fyrir því rök að hann hafi verið lítil til að byrja með vegna ástandsins í miðri alþjóðlegri fjármálakreppu. Auk þess hefur Seðlabankinn í framkvæmd haftanna reynt að draga úr þessum kostnaði eftir því sem kostur er með því að nota undanþágur. Þá má á næstunni vænta frumvarps sem losar um einstakar hömlur gagnvart almenningi og fyrirtækjum.

En ekkert af þessu breytir því að við þurfum að kappkosta að losna við gjaldeyrishöftin. Ég nefndi áður langtímakostnaðinn, en til viðbótar kemur það að höftin voru sett á sem neyðarráðstöfun og fela í sér frávik frá samningsskuldbindingum okkar við EES. Þetta frávik hefur að vísu verið samþykkt af gagnaðilum okkar en á okkur hvílir sú skylda að reyna eftir bestu getu að losa höftin án þess þó að setja efnahagslegan og fjármálalegan stöðugleika í of mikla hættu. Þýðir þetta að við förum alla leið til þeirrar skipunar sem ríkti fyrir hrun? Ég held að varðandi fjármagnsflutninga fyrirtækja og heimila sé svarið í stórum dráttum já. Hins vegar mun reynast nauðsynlegt að takmarka gjaldeyrisáhættu fjármálafyrirtækja í meiri mæli en var fyrir hrun, þ.m.t. gjalddagamisræmi í efnahagsreikningum í erlendum gjaldmiðli og stærð slíkra efnahagsreikninga í erlendum gjaldmiðli. Einnig þarf að setja stífar hömlur við lánveitingum í erlendum gjaldmiðli til heimila og fyrirtækja sem ekki hafa tekjur sem fylgja erlendum gjaldmiðlum. En þessar takmarkanir eru varúðarreglur fremur en gjaldeyrishöft. Seðlabankinn sendi efnahags- og viðskiptaráðherra skýrslu um þetta efni í lok árs 2010 og mun senda honum ítarlegri skýrslu um sama efni sem kallast *Varrúðarreglur eftir höft* upp úr páskum.

Þegar litið er til næstu ára er spurningin ekki hvort heldur hvernig við losum höftin. Hér er ekki tími til að gera því máli ítarleg skil enda hafa Seðlabankinn og talsmenn hans að undanfögnu fjallað ítarlega um hvernig þeir sjá ferlið fyrir sér og væntanlega verður framhald á þeirri umræðu. Aðalatriðið er hins vegar að með því að undirbúa losun hafta, eins og nú er gert, má draga verulega úr

líkunum á því að efnahagslegur og fjármálalegur stöðugleiki raskist. Mikið hefur þegar áunnist í þeim efnum og mikið getur gerst á komandi misserum. Það er til mikils að vinna, því að skammtímaávinningur sem höftin hafa þegar haft í för með sér gæti glatast á lokametrinum og langtímaávinningur margra ára af óheftum fjármagnshreyfingum brunnið upp ef of glannalega er farið.

Í þessu efni er lykilatriði að færa hugsanlega óstöðugar aflandskrónur úr höndum þeirra sem hvorki vilja né mega halda í þær í hendur aðila sem eru tilbúnir að fjárfesta til lengri tíma á Íslandi. Þá er líka mikilvægt að þau almennu skilyrði sem sett eru í áætluninni um losun hafta verði sem best uppfyllt. Þannig má draga úr líkum á óstöðugleika við almenna losun hafta. Þessi skilyrði lúta að nægum gjaldeyrisforða, aðgangi ríkissjóðs að erlendum lánamörkuðum og traustu bankakerfi sem getur fjármagnað sig utan hafta.

Mikið hefur áunnist í þessum efnum eins og sjá má á lántöku ríkissjóðs á erlendum lánamarkaði á síðasta ári, miklum gjaldeyrisforða, fyrirframendurgreiðslu lána frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og Norðurlöndunum, bættu lánshæfismati ríkissjóðs á síðasta ári, lækkun skuldtryggingarálags og traustri eiginfjárstöðu bankanna þrátt fyrir áföll vegna gengislánadóma. Hins vegar er líka mikilvægt að hrein lánsfjárbörf ríkissjóðs á innlendum markaði verði sem minnst þegar að almennri losun hafta kemur því að hætt er við að fjármögnunarkostnaður hans muni aukast verulega þegar þar að kemur. Í þessu sambandi er athyglisvert að raunfjármögnunarkostnaður ríkissjóðs á innlendum markaði var á síðasta ári neikvæður um 0,7%, gróflega áætlað. Það er því lykilatriði að haldið verði fast við áætlun um afgang á ríkissjóði á árinu 2014.

Góðir gestir. Ég hef nú eytt miklu rými í efnahagsmál, peningastefnu og gjaldeyrishöft, enda það sem mest brennur á Seðlabankanum um þessar mundir. En eins og kom fram í ávarpi efnahags- og viðskiptaráðherra hér fyrir á fundinum stöndum við nú frammi fyrir því verkefni að móta stefnu til lengri tíma varðandi gjaldmiðilinn, ramma peningastefnunnar, skipulag fjármálakerfisins og innihald og stofnanabyggingu fjármálastöðugleikastefnu. Önnur tækifæri munu gefast á komandi mánuðum til að tjá sig um efnið sjálft. Hins vegar vil ég hér og nú nefna tvennt í þessu sambandi: Það fyrra er að við þurfum að vanda þetta verk og nýta okkur þann tíma sem við höfum. Sumt er brýnna en annað en á öðrum sviðum er umræðan langt í frá að vera nægilega þroskuð og viðfangsefnið í mikilli deiglu á alþjóðlegum vettvangi. Það á til dæmis við um það í hvaða mæli og með hvaða hætti er skilið á milli annars vegar þeirra innviða og grunnstoða fjármálakerfisins sem hið opinbera mun alltaf reyna að halda gangandi, svo sem greiðslumiðlun og aðgangur hins almenna manns að innstæðum sínum, og hins vegar skuldsettra veðmála eigenda og viðskiptavina banka. Þetta á einnig að nokkru leyti við, þótt í minna mæli sé, um mótun skipulags í kringum yfirvöku og viðbrögð við áhættu í fjármálakerfinu í heild. Vissulega er nú lag til umbóta sem þarf að nýta meðan vitundin um fjármálakreppuna er fersk. Hættan er hins vegar sú að ef við vöndum okkur ekki og í flýti verða teknar ákvarðanir gæti komið í ljós að þær voru óheppilegar næst þegar fjármálakerfið steytir á skeri, en það gæti eins



verið eftir áratugi. Hitt sem ég vil nefna er að Seðlabanki Íslands mun leggja sitt af mörkum til að þessi stefnumótun verði sem vönduðust enda mikil sérfræðipækning á öllum þessum málum til innan bankans. Næsta stóra framlag bankans til þess verður ítarleg skýrsla um valkosti Íslands í gjaldmiðlamálum sem mun koma út í vor eða snemma sumars.

Áður en ég sný mér að lokaorðum mínum vil ég þakka hinum margvíslegu samstarfsaðilum Seðlabankans fyrir samvinnuna á liðnu ári. Það á ekki síst við um þau ráðuneyti sem Seðlabankinn á mest samskipti við, efnahags- og viðskiptaráðuneytið og fjármálaráðuneytið, en einnig forsætisráðuneytið og utanríkisráðuneytið. Einnig vil ég þakka samstarfið við Alþingi, einkum efnahags- og viðskiptanefnd. Þá vil ég þakka Fjármálaeftirlitinu gott samstarf en árið í fyrra var fyrsta ár nýs og endurbætts samstarfssamnings þessara stofnana. Síðast en ekki síst vil ég þakka starfsfólki Seðlabankans fyrir þess störf á árinu.

Að lokum þetta: Við höfum tilhneigingu til að hugsa lítið um mikilvæga innviði efnahagslífs og samfélags fyrr en þeir gefa sig og á það jafnt við um dreifingu rafmagns og hita, vatns- og skólperfi sem og greiðslumiðlun. En sem betur fer höfum við sérhæfða hópa sem fylgjast með þessum kerfum. Innan Seðlabankans og dótturfélags hans Greiðsluveitunnar er slíkur hópur sérfræðinga að störfum varðandi greiðslumiðlun. Það reyndi á þolrif innlendrar greiðslumiðlunar í bankahrúninu en hún stóðst álagið. Í framhaldinu hefur samt verið unnið mikið starf til að auka öryggi í greiðslumiðlun og draga lærdóma af þeim veikleikum sem sjá mátti í hrúninu. Á árinu 2011 komu til framkvæmda breytingar á áratuga samrekstri banka, sparisjóða og Seðlabankans varðandi eignarhald og rekstur á innviðum greiðslumiðlunar og eru þeir nú algerlega í höndum bankans. Auk þess að vinna að því að auka öryggi greiðslumiðlunar hefur verið lögð áhersla á að auka gagnsæi og miðla upplýsingum um greiðslumiðlun. Meðal annars í því skyni hefur Seðlabankinn gefið út tvær skýrslur um kortaviðskipti, aðra á síðasta ári um kreditkortaviðskipti og hina nýlega um debetkortaviðskipti. Er það von okkar að báðar þessar skýrslur verði til að auka þekkingu og skilning allra hagsmunaaðila á kortamarkaði um leið og dregið er fram hvaða atriði þarfnast úrbóta.

Þótt debet- og kreditkort séu mikilvægustu greiðslumiðlar almennings er reiðufé (seðlar og mynt) enn mikilvægur greiðslumiðill og hefur reyndar vaxið ásmegin að undanfögnu. Um langt árabil var hlutfall reiðufjár í umferð í hlutfalli við verga landsframleiðslu um 1% en nemur nú um 2½%.

Verðlagsþróun og aukið seðlamagn í umferð hefur gefið tilefni til að meta þörfina fyrir útgáfu nýs peningaseðils með herra ákvæðisverði. Seðlabankinn hefur því hafið undirbúning að útgáfu nýs peningaseðils. Ákvæðisverð hins nýja seðils verður kr. 10.000 og verður hann búinn fleiri og fullkomnari öryggisþáttum en hingað til hafa verið til staðar. Útlit seðilsins verður í svipuðum stíl og þeirra sem fyrir eru og myndefnið tengist Jónasi Hallgrímssyni en seðillinn skartar einnig lóunni. Stefnt er að því að hinn nýi seðill geti komist í umferð að hausti eða snemma vetrar 2013.

Af þessu tilefni og með tilliti til þess að við stöndum frammi fyrir mörgum flóknum viðfangsefnum eins og ég hef hér rakið í ræðu minni finnst mér við hæfi að enda þessa ræðu með því að fara með ljóð eftir Jónas sem ég vil túlka svo að frammi fyrir slíkum áskorunum þurfi vissulega skipulag og fyrirbyggju. Við förum ekki yfir ána nema þar sem fært er. En til að komast yfir þarf að lokum þrek og þor. Með orðum Jónasar:

*„Að vaði liggur leiðin  
lífs á fljótið, en brjóta  
háa bakka hvekkir;  
hafurmylkingar fylkja;  
yfir ættum að klifa  
ofar þá, ef guð lofar;  
drögum ei þar að duga,  
en dengjum oss í strenginn!“*

*(Að vaði liggur leiðin, 1845)*