

Verðstöðugleiki og fjármálastöðugleiki á Íslandi

Ávarp á ráðstefnu SUERF og Seðlabanka Íslands í Reykjavík, 3. júní 2004¹

Fyrir hönd Seðlabanka Íslands býð ég ykkur velkomin til þessarar ráðstefnu um *samspil verðstöðugleika og fjármálastöðugleika í litlum opnum hagkerfum*. Það er heiður fyrir Seðlabanka Íslands að standa að ráðstefnunni í samvinnu við SUERF. Við erum þakklát David Llewellyn, Eduard Hochreiter, Beatrix Krones og Michael Bailey hjá SUERF fyrir einkar ánægjulega samvinnu við undirbúning ráðstefnunnar. Sérstaklega býð ég velkominn aðalræðumann ráðstefnunnar Andrew Crockett, bankastjóra JP Morgan Chase International og fyrrverandi bankastjóra Alþjóðagreiðslubankans í Basel.

Viðfangsefni ráðstefnunnar er tímabært og nýtur vaxandi athygli bæði innan og utan seðlabanka. Ég er þess fullviss að framsöguerindi og umræður á ráðstefnunni muni auka skilning okkar á samspli verðstöðugleika og fjármálastöðugleika og á þáttum sem við munum kjósa að beina athygli okkar að á komandi tíð.

Í þessu efni munum við njóta leiðsagnar viðurkenndra framsögumanna og þátttakenda. Ég þakka þeim sem góðfúslega samþykktu að hafa framsögu á ráðstefnunni og leggja fram ritgerðir, og ég hlakka til að hlýða á framlag þeirra.

Í því sem hér fer á eftir mun ég stuttlega lýsa eigin reynslu okkar á sviði verðstöðugleika og fjármálastöðugleika.

Gildandi lög um Seðlabanka Íslands voru samþykkt árið 2001. Með þeim var Seðlabankanum falið það meginmarkmið að stuðla að stöðugu verðlagi. Bankanum var veitt svokallað tækjasjálfstæði, þ.e. sjálfstæði til þess að vinna óhindrað að meginmarkmiði sínu, fjárhagslegt sjálfstæði bankans var eflt, og lögin fólu í sér skýr ákvæði um gagnsæi og reikningskil gagnvart stjórnvöldum og almenningi. Í lögnum er einnig kveðið á um að Seðlabankinn skuli stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, m.a. greiðslukerfi í landinu og við útlönd. Bankanum var með öðrum orðum falið að sinna viðfangsefnum á sviði fjármálastöðugleika auk þess að vinna að meginmarkmiðinu um stöðugt verðlag.

Um svipað leyti og lögin tóku gildi var með sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabankans tekið upp verðbólguþolmarkmið. Það varð kjölfesta peningastefnunnar. Verðbólguþolmarkmiðið var skilgreint sem 2½% hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánaða tímabili. Þessi umgjörð krefst mjög vandaðra vinnubragða af hálfu Seðlabankans. Bankinn birtir reglulega þjóðhags- og verðbólguþolspár. Verðbólguþolspáin er kjölfesta verðbólguþolmarkmiðsstefnunnar. Í ársfjórðungsriti sínu, *Peningamálum*, birtir bankinn ítarlega greiningu á framvindu og horfum í efnahags- og peningamálum. Þar eru einnig birt rök bankastjórnar fyrir ákvörðunum í vaxtamálum auk þess sem gefnar eru skýrar vísbendingar um það hvers vænta megi við framkvæmd peningastefnunnar þegar litið er fram á veg. Í þessum efnum leitast bankinn við að tala eins skýrt og unnt er.

1. Ávarp við setningu ráðstefnu SUERF og Seðlabanka Íslands í Reykjavík 3. júní 2004; þýtt úr ensku. SUERF (Société Universitaire Européenne de Recherches Financières) eru samtök hagfræðinga við háskóla, viðskiptabanka og seðlabanka. Enskt heiti samtakanna er The European Money and Finance Forum.

Þegar verðbólguþáttur var gert að kjölfestu peningastefnunnar gætti mikils ójafnvægis í hagkerfinu. Mikið þensluskeið hófst á seinni hluta síðasta áratugar. Í upphafi einkenndist það af beinni erlendri fjárfestingu og útflutningi, og þá var þjóðarbúið í tiltölulega góðu jafnvægi. Síðar breyttist þenslan í ofþenslu og mikinn vöxt einkaneyslu sem var drifinn áfram m.a. af hröðum vexti útlána á fjármálamarkaði þar sem frelsi til athafna hafði verið aukið til muna. Ójafnvægi myndaðist í þjóðarbúskapnum.

Með tímanum leiddi vaxandi ójafnvægi til þess að væntingar breyttust til hins verra, a.m.k. að hluta til vegna ört vaxandi viðskiptahalla við útlönd. Gengi krónunnar tók að lækka og lækkaði um þriðjung á einu og hálfu ári þar til síðla árs 2001. Þessi framvinda hafði áhrif á verðbólgu þar sem hækkandi innflutningsverð kom fram í innlendu verðlagi. Þegar verðbólguþáttur var tekið upp var hækkun vísitölu neysluverðs síðustu tólf mánuði 4%. Gengi krónunnar hélt áfram að lækka um sinn, og verðbólga fór töluvert upp fyrir efri þolmörk verðbólguþáttur miðsins. Seðlabankinn fylgdi aðhaldssamri peningastefnu og hækkandi stýrivexti sína jafnt og þétt í sögulegt hámark. Á endanum leiddi þetta til þess að hratt dró úr verðbólgu, en hún hafði náð hámarki í janúar 2002. Undir lok þess árs var hún komin undir verðbólguþáttur, og þannig hefur staðið lengst af síðan þar til í nýjustu mælingu.

Seðlabankinn hefur nú haft verðbólguþáttur mið í liðlega þrjú ár. Við teljum að þessi stefna hafi verið árangursrík. Tiltölulega hratt tókst að koma böndum á verðbólgu eftir að hin nýja stefna var tekin upp á tíma mikils ójafnvægis í þjóðarbúskapnum. Þess eru einnig skýr merki að verðbólguþáttur mið hafi öðlast trúverðugleika á mörkuðum og í þjóðfélaginu í heild. Frekar mun reyna á þessa stefnu á næstunni, en þá mun m.a. koma til óvenju mikil bein erlend fjárfesting í áliðnaði og framkvæmdum við byggingu tengdra orkuvera sem fjármagnaðar verða með lántökum.

Reynsla okkar bendir eindregið til þess að hægt sé að fylgja stefnu verðbólguþáttur miðs í litlum opnum hagkerfum rétt eins og í stórum hagkerfum með öflugum fjármálamarkaði. Stefnan krefst mikils aga og sérþekkingar af seðlabanka.

Sú áhersla sem lögð er á fjármálastöðugleika í Seðlabankalögunum frá 2001 er eðlileg og í samræmi við viðurkennd viðfangsefni seðlabanka. Seðlabanki

Íslands hafði með höndum bankaeftirlit til loka árs 1998 þegar það var sameinað eftirliti með starfsemi tryggingarfélaganna í nýrri stofnun, Fjármálaeftirlitinu, sem Seðlabankinn á náið samstarf við. Meðan Seðlabankinn bar ábyrgð á bankaeftirliti beindist athygli hans að sjálfsögðu að einstökum stofnunum og eftirliti með því að starfsemi þeirra samrýmdist gildandi lögum og reglum. Áður en bankaeftirlitið var flutt frá Seðlabankanum hafði bankinn þegar beint athygli sinni að fjármálastöðugleika í víðari skilningi með hliðstæðum hætti og aðrir seðlabankar á þeim tíma. Það var liður í því að á árinu 2000 hóf bankinn að birta tvisvar á ári skýrslur um fjármálastöðugleika í ársfjórðungsriti sínu, *Peningamálum*.

Ein ástæða þess að bankinn beindi æ meiri athygli að fjármálastöðugleika í víðari skilningi á síðasta áratug var sú að samfara auknu frelsi á fjármálamörkuðum jókst skilningur á því að veikburða fjármálakerfi gæti grafið undan efnahagslegum og peningalegum stöðugleika með sama hætti og ójafnvægi í efnahagslífi og slök efnahagsstefna gæti grafið undan stöndugu fjármálakerfi. Traust fjármálakerfi, þ.m.t. örugg greiðslu- og uppgjörskerfi, er einnig mikilvæg forsenda árangursríkrar peningastefnu. Síðustu hömlum á fjármagnsflutninga milli Íslands og annarra landa var aflétt á miðjum síðasta áratug. Frjálsræði jókst á fjármálamarkaði, og þar urðu verulegar skipulagsbreytingar. Þannig dró ríkissjóður með tímanum úr beinni eignaraðild að innlendum bankastofnunum og hvarf alveg frá henni. Þessi framvinda leiddi til harðnandi samkeppni fjármálastofnana á innanlandsmarkaði og tengdi innlendan fjármagnsmarkað mun nánari böndum við alþjóðlega fjármagnsmarkaði. Af þessu leiðir m.a. að í greiningu sinni á fjármálastöðugleika beinir Seðlabankinn jafnan athygli sinni að næmi fjármálakerfisins fyrir breytingum í ytra umhverfi, m.a. í framboði erlends lánsfjár til endurfjármögnunar, og viðkvæmni fjármálakerfisins fyrir skyndilegum breytingum á gengi krónunnar.

Framvindan í íslenskum þjóðarbúskap á seinni hluta síðasta áratugar og fram á þennan var á margan hátt hliðstæð því sem gerðist annars staðar á Norðurlöndum fyrir liðlega áratug. Ekki þarf að hafa um það mörg orð að reynslan þar gaf tilefni til nokkurrar áhyggju af undirliggjandi styrk íslensks fjármálakerfis. Seðlabankinn lýsti hreinskilnislega yfir áhyggjum í skýrslum sínum um fjármálastöðug-

leika, e.t.v. skýrast í maí 2001. Á svipuðum tíma birti Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn úttekt sína á íslensku fjármálakerfi og lýsti áhyggjum af styrk fjármálakerfisins í ljósi gríðarlegs ójafnvægis í þjóðarbúskapnum og tiltölulega veikburða bankakerfis að mati sérfræðinga sjóðsins. Sérfræðingarnir bentu á hraða lækkun er orðið gæti á gengi krónunnar og myndi veikja stöðu bankanna og valda þeim hættu.

Á fyrri hluta þensluskeiðsins þegar útlán og erlendar lántökur uxu hvað hraðast, ekki síst erlend skammtímalán, lagði Seðlabankinn lausafjárkvöð á innlánsstofnanir. Tilgangurinn með því var að hemja vöxt erlendra lána og knýja á um lengri lánstíma þeirra. Önnur varúðarregla sem Seðlabankinn setur varðar gjaldeyrisjöfnuð bankanna. Hún takmarkar mjög möguleika þeirra til þess að taka beina gjaldeyrisáhættu. Til viðbótar þessum reglum getur Seðlabankinn leitast við að hafa áhrif á bankana með opinberum þrýstingi, t.d. í misserisskýrslum sínum um fjármálastöðugleika og með öðrum opinberum eða óopinberum yfirlýsingum og skilaboðum. Bankinn hefur nýtt allar þessar leiðir með mismiklum árangri. Í samræmi við hefðbundið hlutverk slíks banka getur Seðlabanki Íslands veitt svokölluð lán til þrautavara ef innlendur banki lendir í lausafjárerfiðleikum. Seðlabankinn hefur einnig byggt skipulega upp gjaldeyrisforða í því skyni að styrkja lausafjárstöðu hagkerfisins út á við.

Aðlögun íslenska hagkerfisins eftir ofpensluskeiðið frá 1998 til 2001 var einkar átakalítil. Ég nefndi áður að verðbólga hefði farið undir verðbólguþolmarkmið Seðlabankans síðla árs 2002. Viðskiptahalli sem nam 10% af vergri landsframleiðslu árið 2000 var horfinn með öllu árið 2002, útlánavöxtur stöðvaðist, og ólíkt því sem gerðist sums staðar annars staðar á Norðurlöndum í upphafi síðasta áratugar stóðu íslenskir bankar tiltölulega traustum fótum í lok aðlögunarinnar og hafa styrkt stöðu sína verulega síðan. Eflaust eru ýmsar skýringar á þessari fremur hagstæðu framvindu. Nefna mætti t.d. góð ytri skilyrði á aðlögunartímanum, aðhaldssama stefnu í ríkisfjármálum, skjótt

hvarf viðskiptahallans við útlönd, snarpan viðsnúning gengisins eftir að það var í lágmarki og hraða minnkun verðbólgunnar á árinu 2002. Á árinu 2003 fylgdi Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn eftir úttekt sinni frá 2001 og benti á hversu vel aðlögun íslenska hagkerfisins hefði tekist, mjög aukinn styrk fjármálakerfisins og mikilvægar breytingar á lögum og reglum um fjármálastofnanir og eftirlit með þeim.

Eins og ég hef þegar nefnt er stöðugleiki verðlags meginmarkmið peningastefnu Seðlabanka Íslands. Annað meginmarkmið er að stuðla að stöðugleika fjármálakerfisins. Í greiningu bankans á fjármálastöðugleika er athygli beint að þjóðhagslegum þáttum og styrk og stöðu fjármálakerfisins í heild. Bankinn vinnur að þessum meginmarkmiðum af miklum faglegum metnaði. Þessi tvö viðfangsefni styðja í raun hvort annað í starfi bankans og njóta þess hve starfsmenn bankans, er þeim sinna, eiga með sér nána samvinnu. Bæði viðfangsefnin hafa orðið til þess að Seðlabankinn lítur nú lengra fram á veg en ella við mat sitt á horfum í efnahags- og peningamálum og mótun stefnu sinnar. Það ætti að leiða til bættrar stjórnar efnahags- og peningamála.

Enn er margt óskýrt um samspil verðstöðugleika og fjármálastöðugleika, en ég nefndi áður að traust fjármálakerfi væri forsenda efnahagsstöðugleika og peningastöðugleika og árangursríkrar peningastefnu og að slök efnahagsstefna gæti grafið undan stöndugum fjármálastofnunum. Frá því að frelsi var innleitt á innlendum fjármálamarkaði höfum við aldrei verið í þeirri stöðu að áhyggjur af framvindu sem varðar stöðu fjármálastofnana hafi haft bein áhrif á eða strítt gegn ákvörðunum í peningamálum. Markmið okkar er að koma í veg fyrir að til slíks komi. Hættan sem kann að hafa steðjað að fjármálakerfinu í lok síðasta þensluskeiðs hvarf vegna þess hve hratt tókst að koma á stöðugu verðlagi og ná innra og ytra jafnvægi í þjóðarbúinu.

Ég endurtek að ég býð ykkur velkomin til þessarar ráðstefnu og vænti þess að dvöl ykkar hér verði ánægjuleg.