

*Birgir Ísl. Gunnarsson*

*bankastjóri og formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands*

## Lítil verðbólga einn af hornsteinum hagvaxtar og velmegunar

*Ræða flutt á ársfundum Seðlabanka Íslands 21. mars 2003*

Fyrir hönd stjórnar Seðlabanka Íslands býð ég ykkur öll velkomin á 42. ársfund bankans. Reikningar bankans fyrir árið 2002 hafa í dag verið staðfestir af forsætisráðherra. Ársskýrsla bankans hefur jafnframt verið birt. Þar er að finna yfirlit yfir starfsemi bankans og afkomu auk greinargerðar um stefnu hans og aðgerðir í peningamálum, um fjármálakerfi, fjármálastöðugleika og fjármálamarkaði, svo og það sem helst einkenndi efnahagsþróun síðastliðins árs.

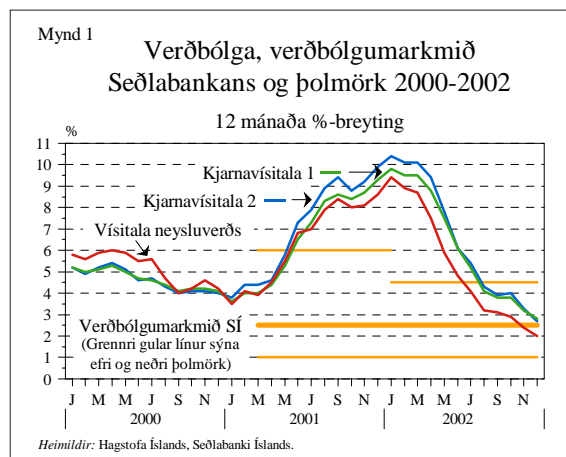
### *Verðbólguþætti*

Árið 2002 var fyrsta heila árið eftir að Seðlabankanum voru sett ný lög og verðbólguþætti var tekið upp með sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans á árinu 2001. Þeim þjóðum hefur fjölgað mjög sem hafa tekið upp verðbólguþætti við stjórn peningamála eftir að Nýja-Sjáland tók upp þá stefnu í febrúar 1990. Nú hefur 21 ríki tekið upp formlagt verðbólguþætti, og meðal þeirra má nefna Kanada, Bretland, Noreg, Svíþjóð, Sviss og Ástralíu.

Aðaleinkenni þessa fyrirkomulags er að stöðugt verðlag er meginþætti í stjórn peningamála. Jafnframt er gefin yfirlýsing um að verðbólgu verði haldið innan vissra marka á tilteknu tímabili. Seðlabanka er veitt sjálfstæði til að ná því þætti með þeim tækjum sem hann hefur yfir að ráða. Þessu fylgir einnig að gagnsæi í stjórn peningamála og upplýsingaflæði frá seðlabanka til almennings og stjórnvalda er aukið. Í flestum löndum hefur þetta haft í för með sér að umræður um stjórn peningamála og aðgerðir seðlabanka hafa aukist mjög, og sýnist sitt

hverjum eins og gengur. Verðbólguþætti gegna afar mikilvægu hlutverki við stjórn peningamála í þessu kerfi. Væntanleg verðbólguþætti samkvæmt spá er grundvöllur ákvarðana í peningamálum.

Ein afleiðing þessarar stefnu er sú að gengisfesta er ekki lengur akkeri peningastefnunnar. Þetta kemur ekki til af því að gengi hlutaðeigandi gjaldmiðils sé létt á metum í þróun efnahagslífsins, heldur hefur reynslan sýnt að þegar fjármagn flæðir frjálst á milli landa duga tæki seðlabanka ekki til að halda gengi stöðugu. Við skilyrði frjálsra fjármagnshreyfinga milli landa er stjórnþætti seðlabanka fyrst og fremst vextir, og það stjórnþætti getur til lengdar aðeins náð einu þjóðhagslegu þætti, þ.e. að tryggja stöðugt verðlag. Raunin er sú að öðrum þjóðum hefur reynst farsælt að taka upp þetta fyrirkomulag.

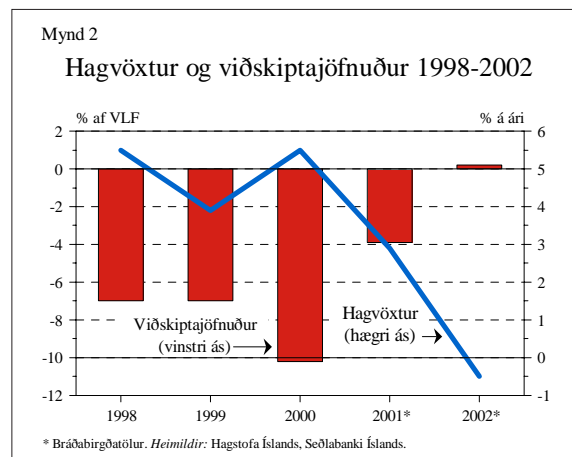


Það var í ljósi þessarar alþjóðlegu reynslu sem umgjörð um peningastefnu Seðlabanka Íslands var breytt fyrir tveimur árum og formlegt verðbólgu-markmið tekið upp. Samkvæmt því ber Seðlabankanum að stefna að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%. Verðbólgu-markmiðið var tekið upp við mikið þensluástand í efnahagslífinu. Þess vegna var bankanum settur aðlögunartími, og skyldi stefnt að því að verðbólgu-markmiðið næðist eigi síðar en í árslok 2003. Ástæða er til að fagna þeim árangri að verðbólgan náði hinu setta marki þegar í nóvember 2002.

### Hagvaxtarskeið

Árið 1996 hófst hér mikið hagvaxtarskeið sem lauk ekki fyrr en á árinu 2002. Áætlað er að hagvöxtur á árinu 2001 hafi verið 2,9%, þ.e.a.s. meiri en í flestum iðnríkjum það ár. Þetta hagvaxtarskeið endaði í mikilli ofpenslu. Hún birtist meðal annars í því að viðskiptahalli fór yfir 10% af landsframleiðslu á árinu 2000 og tólf mánaða verðbólga náði hámarki í byrjun ársins 2002 þegar hún mældist 9,4%. Árið 2002 urðu mikil umskipti í þjóðarbúskapnum. Þar gætti mjög áhrifa aðhaldssamrar stefnu Seðlabankans í peningamálum. Lítils háttar afgangur varð í viðskiptum við útlönd, og betra ytra jafnvægi í þjóðarbúskapnum skaut styrkum stöðum undir gengi krónunnar. Gengið hækkaði verulega á árinu eftir að það hafði fallið mjög á árinu 2001, en þá fór það reyndar niður fyrir jafnvægisgengi. Hraða hjöðnun verðbólgunnar í fyrra má ekki síst þakka verulegri hækkun á gengi krónunnar, en þá hækkun má aftur rekja til betra jafnvægis í utanríkisviðskiptum, lægri verðbólguvæntinga þegar leið á árið, aukinnar tiltrúar á stöðugleika og væntinga um stóriðju. Hjöðnun verðbólgunnar á síðasta ári má einnig rekja til þess að töluverð lægð var í innlendri eftirspurn. Þjóðarútgjöld drögust saman um 2½% á árinu öllu. Mestur samdráttur var í fjármunamyndun, en einkaneysla dróst einnig saman. Þrátt fyrir samdrátt þjóðarútgjalda minnkaði landsframleiðsla aðeins um ½%. Má þakka það hagstæðum utanríkisviðskiptum, minni innflutningi og vexti útflutnings.

Sjaldan hefur orðið jafn skyndileg breyting á viðskiptajöfnuði þróaðs ríkis og varð á Íslandi árin 2000 til 2002. Á árinu 2002 var 1,8 milljarða króna afgangur á viðskiptajöfnuði, um 0,2% áætlaðar



landsframleiðslu. Árið 2000 var halli sem nam liðlega 10% af landsframleiðslu eins og ég hef áður getið um. Hér kom fram mikil aðlögunarhæfni íslensks efnahagslífs, og má að miklu leyti þakka það margvíslegum skipulagsbreytingum sem gerðar hafa verið á umgjörð efnahagslífsins á undanförmum árum, meðal annars breytingu á umgjörð stefnunnar í peningamálum.

### Verðlagsþróun

Ég mun nú víkja nánar að verðlagsþróun síðasta árs. Á árinu 2001 steig verðbólgan hratt eða úr 5,6% í byrjun ársins í 9,4% í janúar 2002, þegar hún náði hámarki. Á síðasta ári hjaðnaði verðbólgan svo jafnt og þétt og fór niður í 1,4% í janúar sl. Í tveimur verðmælingum sem síðan hafa verið gerðar hefur hún stigið að nýju og mældist í byrjun mars 2,2%. Það kom ekki á óvart.

Í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans um verðbólgu-markmið og breytta gengisstefnu var gert ráð fyrir því að Seðlabankinn mótaði í samráði við Hagstofu Íslands einn eða fleiri mælikvarða á undirliggjandi verðbólguþróun sem bankinn gæti haft til hliðsjónar er hann markaði peningastefnuna. Tvær slíkar vísitölur, svokallaðar kjarnavísitölur, hafa verið birtar frá því í nóvember. Báðar eru byggðar á sama grunni og vísitala neysluverðs, en í kjarnavísitölu I er undanskilið verð á grænmeti, ávöxtum, búvöru og bensíni, og í kjarnavísitölu II er undanskilið til viðbótar verð á opinberri þjónustu. Þeir verðþættir sem haldið er utan kjarnavísitalanna beggja eru ýmist töluvert sveiflukenndir, meira eða minna utan áhrifasviðs peningastefnu.

unnar eða þeir sýna verðbreytingar sem ekki er að jafnaði æskilegt að Seðlabankinn bregðist við með aðgerðum í peningamálum. Undanfarna 12 mánuði hefur kjarnavísitala I hækkað um 2,6%, þ.e.a.s. lítið eitt umfram verðbólgu markmiðið, og kjarnavísitala II um 2,3%. Ég vil árétta að þrátt fyrir birtingu kjarnavísitalna er vísitala neysluverðs hin opinbera viðmiðun verðbólgu markmiðsins.

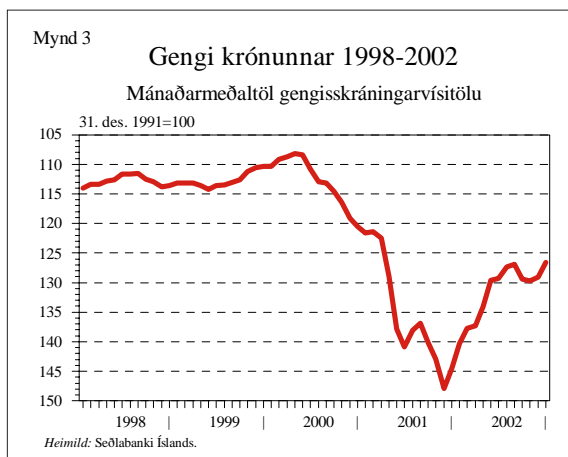
Áratugum saman var allt of mikil verðbólga eitt mesta vandamál íslensks efnahagslífs. Hún kom illa niður á fyrirtækjum sem áttu þá erfitt með að gera marktækar áætlanir, og hún kom illa niður á heimilum, m.a. vegna þess að mikill hluti heimilisskuldur er verðtryggður. Það er vissulega ánægjulegur árangur í íslenskum efnahagsmálum að sigur vannst á verðbólgunni. Ég get hins vegar ekki látið hjá líða að nefna það hér að mér finnst að margir tali af helst til mikilli léttúð um verðbólgu og telji að of mikil áhersla sé lögð á að stemma stigu við henni. Ég vara við þeim sjónarmiðum og tel að hið sama eigi við hér og í öllum þeim iðnríkjum sem við viljum bera okkur saman við, að lítil verðbólga sé einn af hornsteinum hagvaxtar og velmegunar í þjóðfélaginu - og því eigi Seðlabankinn áfram að hafa það sem aðalmarkmið að halda verðlagi stöðugu eins og gildandi lög segja fyrir um. Framvinda annarra þátta, svo sem opinberra fjármála og launaákvæðana, ræður síðan miklu um það hvert aðhald peningastefnunnar þarf að vera hverju sinni.

### Horfið frá fastgengisstefnu

Það fólst í hinni nýju umgjörð peningastefnunnar að

horfið var frá svonefndri fastgengisstefnu og gengið var látið fljóta og ráðast á markaði. Engum blandast hugur um að gengi íslensku krónunnar skiptir miklu máli fyrir efnahagslífið. Gengið hefur mikil áhrif á verðlag og afkomu útflutnings- og samkeppnisgreina. Mikil umræða hefur orðið að undanförunu um gengi krónunnar, og hefur spjótum mjög verið beint að Seðlabanka Íslands. Í umræðunni gætir þess miskilnings að Seðlabankinn geti stýrt genginu. Menn verða að átta sig á því að Seðlabankinn hefur takmörkuð áhrif á raungengið til lengdar. Gengi er háð ýmsum þáttum efnahagslífsins. Þar má nefna utanríkisviðskipti, fjárfestingu erlendra aðila innanlands og fjárfestingu innlendra erlendis og síðast en ekki síst væntingar um framvindu efnahagslífsins. Lítið vafi er til dæmis á því að vonir sem bundnar eru við stóriðjuframkvæmdir hafa nú þegar haft áhrif á gengi krónunnar, og gengið er herra nú en það væri ef ekki lægju fyrir ákvarðanir um stórfellda fjárfestingu í álframleiðslu.

Vextir hafa vissulega áhrif á gengið, en reynslan hér og annars staðar sýnir að þau áhrif hverfa þegar frá líður ef peningastefnan miðar til lengdar að svipaðri verðbólgu og í viðskiptalöndunum. Á sama hátt getur íhlutun Seðlabankans einungis haft stundaráhrif. Stefni gengið hins vegar með miklum þunga í tiltekna átt getur enginn seðlabanki til lengdar veitt viðnám gegn því. Sú er reynslan hvarvetna þar sem fjármagnsflutningar eru frjálsir milli landa. Sú var líka reynsla Seðlabanka Íslands þegar hann reyndi að hamlar gegn lækkun krónunnar frá miðju ári 2000 til hausts 2001. Krafa um að Seðlabankinn setji sér nú gengismarkmið er óraunsæ. Eina ráðið til að festa gengið og halda jafnframt í eigin mynt er að fara í gamla farið og taka upp gjaldeyrishöft, en hver vill hverfa aftur til þeirra háttá? Besta ráðið til að koma í veg fyrir miklar gengissveiflur er að halda þannig á hagstjórn að sem best jafnvægi ríki í þjóðarbúskapnum, en þar koma fleiri við sögu en Seðlabankinn einn. Þar varðar miklu að langtímasjónarmið séu höfð að leiðarljósi. Hér er hins vegar rétt að minna á það að Seðlabankinn hefur frá því í september sl. keypt gjaldeyri reglulega á gjaldeyrismarkaði til að styrkja gjaldeyrisforðann. Bankinn hefur nú keypt gjaldeyri fyrir rúmlega 13 milljarða króna, og vafalaust hafa þau kaup hamlað eitthvað gegn hækkun krónunnar í bráð þótt áhrifin til langframa verði hverfandi ef nokkur.

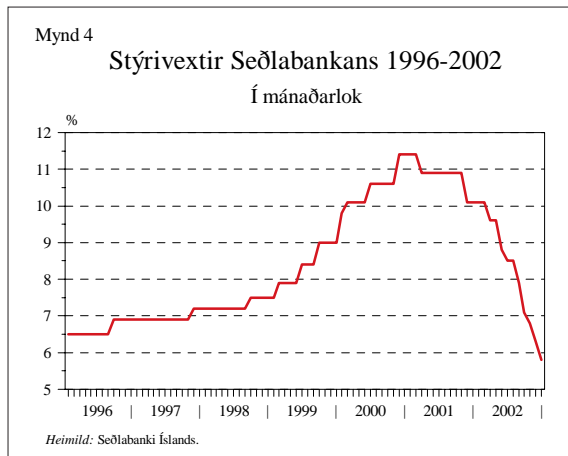


### Stýrivextir Seðlabankans

Aðalstýritæki Seðlabankans eru vextir í viðskiptum við lánastofnanir. Til að bregðast við fyrirsjáanlegri ofpenslu í efnahagslífinu hóf Seðlabankinn að hækka vexti sína þegar á árinu 1997 og hækkaði þá ört á árunum 1999 og 2000. Í ársbyrjun 2001 voru stýrivextir Seðlabankans komnir í 11,4%. Bankinn hefur síðan lækkað vexti sína 13 sinnum, og eru stýrivextir hans nú 5,3%. Það eru vissulega hærrí vextir en í grannlöndum okkar, t.d. á evru-svæðinu, enda eiga menn þar við langvarandi efnahagslega stöðnun að glíma og mikið atvinnuleysi. Útlitið er ekki heldur gott, t.d. í Þýskalandi eins og marka má af fréttum undanfarinna daga. Þá hefur Seðlabanki Evrópu endurskoðað hagvaxtarspá á þessu ári fyrir evru-svæðið í heild og spáir nú 1% hagvexti. Samkvæmt því

verður enginn hagvöxtur í Þýskalandi því að hann er meiri á ýmsum jaðarsvæðum Evrópu. Viðfangsefni hagstjórnar á Íslandi og evru-svæðinu hafa því verið og eru ólík um þessar mundir. Seðlabankavextir í Noregi eru á hinn bóginn 5,5% svo að tekið sé dæmi af iðnríki í næsta nágrenni okkar. Raunstýrivextir Seðlabanka Íslands eru nú um 2<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% þegar horft er fram á veginn, en það er nokkuð undir núverandi mati á jafnvægisvöxtum. Vextir Seðlabankans hafa því örvandi áhrif á efnahagslífið, enda eru raunvextirnir lægri nú en nokkru sinni síðan vorið 1996. Þá er einnig rétt að hafa í huga að vaxtabreytingar hafa áhrif á eftirspurn og verðbólgu með töluverðum tölum. Enn gætir því áhrifa af miklum vaxtalækkunum undanfarinna mánaða.

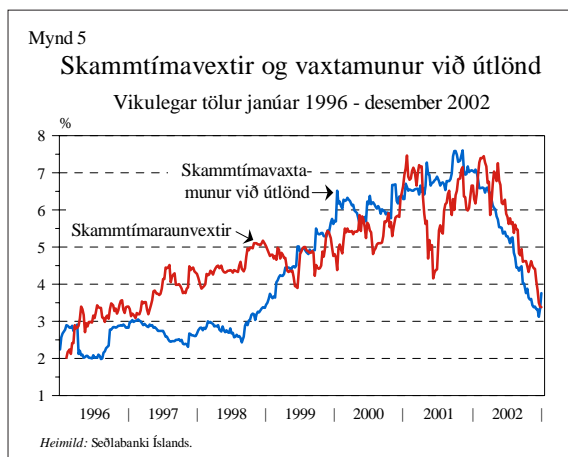
Bindiskylda lánastofnana í Seðlabanka Íslands hefur verið eitt af stýritækjum bankans, en dregið hefur úr vægi þess með árunum. Bankinn hefur á undanförmum árum stefnt að því að búa íslenskum lánastofnunum starfsumhverfi er sé sambærilegt við það sem tíðkast í flestum Evrópuríkjum eftir því sem aðstæður leyfa. Í þessu skyni hefur Seðlabankinn breytt reglum sínum á liðnum árum. Bankastjórn hefur nýlega tekið ákvörðun um að breyta reglum um bindiskyldu, og kemur fyrsti áfangi breytinganna til framkvæmda í dag. Bindihlutföll verða lækkuð og þannig losað um fé fyrir bankakerfið að fjárhæð um 8 milljarðar króna. Það ætti að geta verið tilefni vaxtalækkana í bankakerfinu. Frekari breytingar eru svo fyrirhugaðar síðar á árinu.



### Greiðslu- og uppgjörskerfi

Samkvæmt lögum um Seðlabanka Íslands skal bankinn stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, meðal annars greiðslukerfi innanlands og við útlönd. Greiðslukerfi og verðbréfauppgjörskerfi eru mikilvægir þættir í fjármálakerfinu og því einkar mikilvægt að sjá til þess að þeir séu virkir og tryggir. Þetta lætur ekki mikið yfir sér, en því má líkja við hús sem gengið er inn í, og allir sjá að það þjónar vel tilgangi sínum. En við hugsam sjaldan um þær lagnir og leiðslur sem huldar eru augum okkar og eru þó nauðsynlegar til að tryggja notagildi hússins. Sama má segja um greiðslu- og uppgjörskerfi. Fjármálakerfið stæðist engan veginn ef ekki kæmu til tryggar aðferðir við greiðslumiðlun og uppgjör.

Seðlabankinn hefur mótað stefnu í þessum málaflokki. Hún hefur það að markmiði að sníða íslensku



kerfin að alþjóðlegum kröfum. Við þá stefnumótun hefur einkum verið tekið mið af úttekt sem Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerði árið 2000 á því hvernig íslensk greiðslumiðlunarkerfi stæðust alþjóðlegar kröfur. Það var mat sjóðsins á þeim tíma að einungis þrjár af hinum tíu svokölluðu alþjóðlegu kjarnareglum væru uppfylltar hér á landi. Sérstaklega var bent á nauðsyn þess að upplýsa þátttakendur um kerfisáhættu og koma á áhættustýringu og uppgjörstryggingum í kerfunum, setja skýrari reglur um starfsemi þeirra, móta viðbúnaðaráætlun og auka gagnsæi í starfsemi kerfanna. Þarna var því mikið verk að vinna, og hefur Seðlabankinn lagt þunga áherslu á það í samvinnu við fjármálastofnanir að hin íslensku kerfi næðu að uppfylla alþjóðlegar kröfur.

#### *Jöfnunarkerfi og stórgreiðslukerfi*

Ákveðið var að í fyrstu yrði lögð höfuðáhersla á þróun jöfnunarkerfis fyrir greiðslur undir stórgreiðslumörkum. Jafnframt var ákveðið að þegar vinna við það kerfi væri komin vel á veg yrði unnið að frekari mótun stórgreiðslukerfisins. Þá var talið nauðsynlegt að huga að uppgjöri vegna verðbréfavíðskipta í kjölfar breytinga á greiðslukerfunum.

Rekstur jöfnunarkerfisins er á höndum Fjölgreiðslumiðlunar hf. sem er í eigu viðskiptabanka, greiðslukortafyrirtækja og Seðlabankans. Jöfnunarkerfið annast jöfnun uppsafnaðra greiðslufyrirmæla sem eru lægri en 25 milljónir króna. Unnið hefur verið að gagngerum endurbótum á kerfinu, og er þeim nú að mestu lokið. Undir lok ársins 2002 var gerð áætlun um fjárhæð trygginga í kerfinu, og lögðu þátttakendur fram þær tryggingar gagnvart Seðlabankanum 1. janúar á þessu ári.

Stórgreiðslukerfi Seðlabankans var tekið í notkun árið 2000. Kerfið gerir endanlega upp einstök greiðslufyrirmæli að fjárhæð 25 milljónir króna eða meira um leið og innstæða á reikningi greiðanda leyfir. Stórgreiðslukerfið færir þannig greiðslufyrirmæli yfir stórgreiðslumörkum beint á viðskiptareikninga þátttakenda í Seðlabankanum eða af þeim.

Hlutverk stórgreiðslukerfisins er þrjúþætt. Í fyrsta lagi notar Seðlabankinn kerfið við framkvæmd peningastefunnar, í öðru lagi er það notað í viðskiptum lánastofnana við Seðlabankann og í þriðja lagi er það notað í innbyrðis stórgreiðsluviðskiptum lánastofnana. Öryggi og virkni stórgreiðslukerfisins eru því forsendur þess að Seðlabankinn nái markmiðum sín-

um bæði að því er varðar stöðugt verðlag og fjármálastöðugleika. Það leiðir af þessu að Seðlabankanum er falin ábyrgð á rekstri stórgreiðslukerfisins eins og víða þekkist erlendis. Honum ber því að efla öryggi kerfisins, skilvirkni og sjálfstæði. Í lok árs 2002 voru gerðir samningar við alla þátttakendur í kerfinu, og kveða þeir á um heimildir og uppgjörstryggingar. Með því var stigið stórt skref í þá átt að færa tilhögun á viðskiptum lánastofnana við Seðlabankann til samræmis við það sem best gerist erlendis. Sú tíð er liðin að Seðlabankinn ábyrgist sjálfkrafa uppgjör í stórgreiðslukerfinu. Enn er unnið að mótun kerfisins, og er þess að vænta að á þessu ári verði unnt að endurskoða reglur um kerfið, auka sjálfstæði þess, endurmeta uppgjörstryggingar, stytta afgreiðslutíma og lækka stórgreiðslumörkin.

#### *Verðbréfauppgjörskerfi*

Á árinu 2002 voru af hálfu Seðlabankans kynntar tillögur um þróun verðbréfauppgjörskerfisins sem rekið er á grundvelli samkomulags um samskipti Seðlabanka Íslands, Verðbréfasráningar Íslands hf. og Kauphallar Íslands hf. Meðal þess sem lagt var til má nefna að reglur um starfsemi kerfisins yrðu gerðar skýrari, komið yrði á áhættustýringu, flýtt sendingu greiðslufyrirmæla Verðbréfasráningar Íslands hf. til Seðlabankans og þeim jafnað þannig að tilkynna megi lánastofnunum um stöðu þeirra úr verðbréfavíðskiptum og undirbúa uppgjör sem fram fer að morgni næsta dags.

Í kjölfar breytinga á hlutafélagalögum sem gerðar voru á árinu 2002 komu fram óskir um uppgjör verðbréfa í erlendum gjaldmiðlum. Seðlabankinn hefur tekið þátt í að kanna hverjir kostir séu á því að móta uppgjörskerfi fyrir verðbréf í erlendum gjaldmiðlum í samstarfi við Verðbréfasráningu, Kauphöllina og viðskiptabankana. Ljóst er að slíkt kerfi hefði í för með sér nýjar áhættur í uppgjörinu. Í þessum efnum væri væntanlega æskilegt að leita leiða til að koma upp kerfi hér á landi sem að öllu leyti yrði rekið á vegum viðskiptabanka.

Í allri þeirri vinnu sem hér hefur verið lýst hefur verið mjög góð samvinna milli Seðlabankans og fjármálastofnana og annarra þeirra sem málin snerta, og vil ég þakka gott samstarf og góðan skilning milli aðila.

### *Stórframkvæmdir í vændum*

Nokkrar mikilvægar breytingar hafa átt sér stað frá því að Seðlabankinn birti þjóðhagsspá sína í byrjun febrúar. Ákveðið hefur verið að flýta ýmsum opinberum framkvæmdum og hefjast handa við stækkun álvers Norðuráls á Grundartanga. Að auki mun meiri þungi verða í framkvæmdum við Kárahnjúkavirkjun á þessu ári en áður var gert ráð fyrir. Þetta þrennt ásamt lækkun stýrivaxta Seðlabankans í febrúar leiðir til meiri eftirspurnar á árinu 2003 og 2004 en reiknað var með í þjóðhagsspánni, og mun það að óbreyttu auka hagvöxt.

Ríki og sveitarfélög hafa ákveðið að flýta framkvæmdum sem nemur alls um 10 milljörðum króna, og er talið að u.þ.b. 5½ milljarður króna falli á árið 2003 og um 4½ milljarður króna á árið 2004.

Í ráði mun vera að stækka álver Norðuráls í tveimur áföngum. Framleiðslugeta á ári verður aukin um 90 þús. tonn árið 2005 og um 60 þús. tonn til viðbótar árin 2008 og 2009. Í tengslum við þessa stækkun verður unnið að framkvæmdum vegna orkuöflunar við Norðlingaöldu, á Nesjavöllum og á Reykjanesi. Alls eru framkvæmdir vegna stækkunar Norðuráls upp á 2½ milljarð króna 2003 og um 14 milljarða króna 2004.

Í nýjum áætlunum Landsvirkjunar um framkvæmdir við Kárahnjúkavirkjun er gert ráð fyrir útgjaldaaukningu sem nemur 5 milljörðum króna árið 2003 og ríflega hálfum milljarði 2004.

Samanlagt er því um að ræða beina aukningu fjárfestingar um 13 milljarða króna á yfirstandandi ári og um 19 milljarða króna á hinu næsta umfram það sem búist var við þegar þjóðhagsspá Seðlabankans var gefin út í fyrra mánuði.

Vegna breyttra forsendna benda athuganir til að hagvöxtur gæti í ár hæglega orðið á bilinu 2-2½% og farið vel yfir 3% á næsta ári. Þetta er allt að 1% meiri hagvöxtur hvort árið um sig en áður var reiknað með. Einnig batna atvinnuhorfur umtalsvert. Í ljósi þess að framleiðslulaki varð aldrei mikill og árstíðaleiðrétt atvinnuleysi í febrúar var um 3,2% og hefur lítið breyst frá því í september er ljóst að mun styttra er nú í það en áður var talið að spenna geti farið að gera vart við sig á ný. Líklegt er að verðbólga á þessu ári

verði nálægt 2½% verðbólgu markmiði bankans, en geti að óbreyttu farið hækkandi á næsta ári.

Fyrirsjáanlegt er að þessar stórframkvæmdir falli að einhverju leyti saman árin 2004 og 2005, en mestur þunginn kemur á árin 2005 og 2006. Hagstjórnarvandinn verður því meiri en talið var þegar eingöngu var reiknað með álverinu í Reyðarfirði og tengdum raforkuverum. Þessar horfur kalla á viðbrögð í hagstjórn, bæði við stjórn peningamála og ríkisfjármála. Umfang viðbragðanna mun ráðast af gengisþróun, en ljóst er að það verður mjög mikilvægt verkefni næstu misserin að koma í veg fyrir ofpenslu og verðbólgu. Raunhæfar aðgerðir í ríkisfjármálum eru nauðsynlegar til þess að álagið verði ekki fyrst og fremst á peningastefnunna og bitni þannig í of miklum mæli á útflutnings- og samkeppnisgreinum. Því öflugri sem aðhaldsaðgerðir í ríkisfjármálum verða í hátoppi framkvæmdanna, því minni verður sú hækkun raungengis sem þeim mun óhjákvæmilega fylgja og því betur mun núverandi útflutnings- og samkeppnisgreinum farnast.

### *Góðir fundarmenn*

Á alþjóðavettvangi er mikil óvissa í efnahagsmálum. Hagvöxtur hefur verið lítil í flestum iðnríkjum frá árinu 2001 og batinn gengur hægar en vænst var. Stríðið í Írak eykur enn á óvissuna. Það skiptir miklu máli fyrir viðskiptakjör Íslands að ástand efnahagsmála í helstu viðskiptalöndum okkar sé gott. Því er sérstök ástæða til að hafa áhyggjur af versnandi horfum á evru-svæðinu sem er mikilvægt fyrir viðskipti Íslands.

Ástandið hér er með öðrum hætti. Eftir langt hagvaxtarskeið kom eitt ár 2002 þar sem lítils háttar samdráttur varð en nú sjáum við fram á nýtt vaxtarskeið þar sem viðfangsefnið verður að halda jafnvægi. Víða sjást nú væntingar um aukna hagsæld.

Ég vil að lokum þakka forsætisráðuneytinu og öðrum stjórnvöldum ágætt samstarf. Fjármálastofnunum þakka ég góða samvinnu. Síðast en ekki síst vil ég þakka starfsfólki Seðlabankans gott samstarf, en án okkar góða starfsfólks hefði bankinn ekki náð þeim árangri sem raun ber vitni.