

*Davíð Oddsson*

*bankastjóri og formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands*

## Ögrandi tímar

*Ræða flutt á ársfundi Seðlabanka Íslands 31. mars 2006*

Fyrir bankastjórnarinnar hönd býð ég ykkur velkomin til 45. ársfundar Seðlabanka Íslands, en stofndagur bankans telst vera 7. apríl 1961. Reikningar Seðlabankans hafa í dag verið staðfestir af forsætisráðherra. Jafnframt hefur ársskýrsla bankans verið gefin út. Auk greinargerðar um afkomu bankans er þar yfirlit yfir með hvaða hætti hann hefur gegnt lögbodnu hlutverki sínu.

### **Efnahagsþróunin lakari en spár gerður ráð fyrir í fyrra**

Formaður bankaráðsins vék í máli sínu sérstaklega að Birgi Ísleifi Gunnarssyni, fyrrverandi formanni bankastjórnar, og gerir bankastjórnin orð hans að sínum. Samhengisins vegna vil ég leyfa mér að vekja sérstaka athygli á tveimur atriðum sem fyrrverandi formaður bankastjórnarinnar nefndi á síðasta ársfundi. Fyrra atriðið sneri að spá bankans um verðbólgu og viðskiptahalla. Bankinn spáði þá, að viðskiptahalli yrði 12% af vergri landsframléiðslu árið 2005 og verðbólga yrði um 2½% á þessari stundu. Nú er orðið ljóst að þróunin hefur orðið mun lakari en spár og vonir stóðu til. Viðskiptahallinn varð 16,6% af landsframléiðslu og verðbólga er nú 4,4%.

Það er vissulega ekki venja stofnana að vekja sérstaka athygli á því ef spár þeirra ganga ekki fullkomlega eftir. En hverjar eru skýringarnar?

### **Mikill hagvöxtur og atvinnuleysi í lágmarki**

Nú er komið á daginn að hagvöxtur var meiri á s.l. ári en spár gerðu ráð fyrir og uppgjör sýna einnig, að árið 2004 var stórlega vanmetið. Þá varð hagvöxtur 8,2% og hafði ekki verið meiri hér á landi síðan 1987 á hinu svokallaða skattleysisári. Síðastliðið ár var viðburðaríkt í hagrænu tilliti. Einkaneyslan jókst hraðar en á nokkru ári frá 1987 og fjármunamyndun hraðar en á nokkru ári frá 1971. Innflutningur hefur ekki aukist jafnmikið á einu ári frá 1953 og viðskiptahallinn sló öll fyrri met, þótt nauðsynlegt sé að geta þess að mikil aukning erlendra eigna Íslendinga sem gefa góðan arð, verður til þess að hrein erlend staða þjóðarþúsins versnar lítið. Kaupmáttur var í hámarki, atvinnuleysi í lágmarki og erlend fjárfesting stórfelld. Þessa bólgnu mynd verður að skoða í ljósi hins mikla hagvaxtar ársins á undan, ársins 2004, og ágæts vaxtar árið 2003. Við þessar miklu hræringar bætist uppstokkun á innlendum lánamarkaði, með stóru auknum aðgangi landsmanna að fé gegn fasteignaveði. Vöxtur ráðstöfunartekna og hreins auðs bætist við og gerir þetta tímabil einstakt í íslenski hagsögu.

### Undur að frávikin eru ekki meiriverðbólgu

Pegar til alls þessa er horft er líklega meira undur en hitt að frávikin frá spám um verðbólgu og viðskiptahalla séu ekki meiri en að framan er vikið. Enn sem komið er veldur húsnæðisverð mestu um of háar verðbólgutölur. Ef sá eini liður er skorinn frá er verðbólga hér á landi í góðu horfi, einnig í alþjóðlegum samanburði t.a.m. við önnur Evrópulönd. Flestir hafa talið að hækkun húsnæðisverðs myndi stöðvast fyrr en raun er á. Í Peningamálium, sem út komu í gær, er gerð grein fyrir því að fjármálaleg skilyrði hafi þrengst nokkuð vegna hækkunar skammtímavaxta, hækkunar lægstu mögulegra vaxta á nýjum fasteignaveðlánum, lækkunar gengis og aukinnar verðbólgu. En af ýmsum kunnum ástæðum gætir þessara peningalegu atriða lítið enn sem komið er og dregur bitið úr viðleitni til að hægja á efnahagslífinu. Hækkun vaxta á fasteignaveðlánunum í kjölfar vaxtahækkunar Seðlabankans í gær er þó mikilvægt framlag nú.

### Vaxtastýring Seðlabankans hefur skipt sköpum

Einkaneysla jókst um tæp 12% í fyrra. Slíkur vöxtur er fáséður og getur ekki varað nema skamman tíma. Ráðstöfunartekjur hafa hækkað vegna launahækkana, aukinnar atvinnu og lækkunar skatta. Auður heimilanna hefur einnig vaxið með verðhækkun fasteigna og verðbréfa. En flest bendir til að vöxtur eignaverðs eigi mestan þátt í vexti einkaneyslu. Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 45% s.l. hálf t. ári og hlutabréfaverð hækkaði um tæp 96% á sama tíma. Seðlabankinn telur að á næstunni hægi mjög á fasteignamarkaðnum og vöxtur einkaneyslu muni á næsta ári færast í eðlilegt horf. Þá mætti spyrja hvort verðbólguáhyggjur bankans muni ekki hverfa eins og dögg fyrir sólu, þar sem fasteignaverðsbreytingar hafa einar að undanfögnu haldið uppi verðbólgutölum. Því miður er málið ekki svo einfalt. Ekki er efi á að vaxtastýring Seðlabankans hefur skipt sköpum um að aðrir þættir verðbólgunnar höfðu jákvætt mótvægi gegn húsnæðishækkunum á undanförunum misserum. Þær breytingar, sem hafa orðið á gengi hinnar íslensku krónu síðustu vikunnar, auka á erfiðleika við að festa verðbreytingar á ný í hófstílltan farveg.

Nú er auðvitað hægur kostur að benda á fjölmörg ummæli og yfirlýsingar Seðlabankans um það, að hin sterka staða íslensku krónunnar fengi ekki staðist til lengdar og fyrir því voru færð fjölmörg rök. En vonir bankans stóðu til þess, að sú gengisaðlögun, sem hlyti að verða, kæmi til nokkru síðar en raun varð á og yrði jafnframt hægari en varð. Eftirsóknarvert var að gengisaðlögunin kæmi til eftir að húsnæðisverðbólga hefði hjaðnað og dregið hefði verulega úr þeirri spennu sem verið hefur og nýbirtar tölur sýna raunar að var meiri en áður hafði verið talið.

### Seðlabankinn getur ekki hleypt verðbólgunni í gegn

Verkefni Seðlabankans við þessar aðstæður eru skýr og hann á ekkert val. Sá kostur, sem stundum er nefndur, að bankinn hleypi tiltekinni verðbólgu í gegn án viðbragða, eins og það er kallað, er ekki fær, hvorki að efni til, né samkvæmt þeim lögum sem stýra málefnum bankans. Þess vegna ákvað bankastjórnin í gær að hækka stýrivexti

bankans um 0,75 prósentur. Þessi hækkun er meiri en falist hefur í ákvörðunum bankans upp á síðkastið og endurspeglar í senn þær gengisbreytingar, sem orðið hafa og þær spár um efnahagsþróunina, sem bankinn hefur nú kynnt. Á þessari stundu er ekkert fullyrt um framhald vaxtaákvæðana eða hvort næstu skref verða stór eða smá. Það ræðst af margvíslegri rás efnahagslegra atburða. En verkefni sem bankanum eru falin liggja fyrir og viljinn til að framfylgja þeim er til staðar. Aðhald í peningamálum kann að leiða til tímabundins samdráttar í þjóðarbúskapnum um leið og viðunandi jafnvægi er endurreist. Næsta víst er að ónógt aðhald myndi leiða til harkalegrar aðlögunar þjóðarbúsins.

Stundum háttar þannig til í efnahagslífinu að verkefni Seðlabankans er við þær aðstæður að ýta undir vöxt og örva framtak og framtaksvilja. Þá sjá menn starfsemi bankans í því jákvæða ljósi. Svo skipast veður í lofti og bankinn verður að breyta um kúrs. Þá verður að hamlar á móti ofvexti og þenslu og ýta undir sparnað, varúð og varfærni. Bankinn beitir þá meðulum sínum og þau eru ekki án óþægilegra aukaáhrifa fremur en mörg önnur meðöl. Áferð bankans og ímynd er önnur í því ljósi. Það má ekki breyta því að hann beiti því afli sem hann hefur, þegar aðstæður krefjast þess. Það afl er verulega takmarkað og áhrifin af beitingu þess oft lengi að koma fram.

### **Bankarnir þurfa að spila með**

Ég gat þess áðan að ég vildi rifja upp tvö atriði úr ræðu fyrrverandi formanns bankastjórnar og hafa sem eins konar yfirskrift yfir umfjöllun mína á ársfundinum um tvö þýðingarmestu verkefni bankans um þessar mundir og reyndar endranær. Það fyrra, laut að verðbólgu-markmiðinu og kennitölum sem því tengjast, en hið síðara að stöðu og framgöngu fjármálafyrirtækja. Nú er það svo að þetta tvennt verður ekki auðveldlega sundur skilið, þar sem ákvarðanir fjármálafyrirtækja hafa mikil áhrif á fyrra verkefnið og ójafnvægi í íslenskum þjóðarbúskap getur haft truflandi áhrif á mat alþjóðlegra stofnana á stöðu fjármálakerfisins. En nóg um það.

Það vakti athygli að hinn gætni fyrirrennari minn í starfi hér í bankanum sagði í síðustu ræðu sinni á þessum vettvangi að mikill vöxtur útlána bankanna sýndi að þeir hefðu farið offari. Það var orðið sem hann notaði. Í því sambandi var hann að ræða um áhrif á vöxt, hita og loks verðþenslu í efnahagslífinu. En orðrétt sagði hann einnig: "Útlánaþenslan undanfarin tvö ár er áhyggjuefni, bæði fyrir fjármálalegan stöðugleika og verðbólgu-markmið Seðlabankans. Útlán lánakerfisins í heild jukust um 16% að raungildi á síðasta ári." Því miður virtust þessi varnaðarorð hafa minni en engin áhrif, því til viðbótar 16% raunútlánaaukningu hér innanlands á árinu 2004 bættist við 25% raunútlánaaukningu á árinu 2005. Þessu verður að breyta.

Bankastjórn Seðlabankans hefur átt góða fundi með forráðamönnum bankakerfisins og m.a. rætt um þetta atriði. Á þessum fundum hafa verið gefnar yfirlýsingar um að aukin varfærni verði sýnd á komandi tíð. Bankastjórnin telur sig ekki hafa neinar ástæður til að efast um að full heilindi búi að baki þeim fyrirheitum. Enn sem komið er heldur þó útlánaaukningin áfram á fyrstu mánuðum þessa árs og það á meiri hraða en árið 2004. Þær skýringar eru gefnar á

Þessu misræmi orða og athafna, að það taki tíma að tæma loforðin í útlánapípunum. Seðlabankinn treystir því enn að áform um breytingar til hins betra gangi eftir, enda er mikið í húfi.

### **Bankarnir næmari fyrir áföllum á erlendum mörkuðum**

Í ræðu sinni, sem ég hef vitnað til, sagði fyrirverandi formaður banka-  
stjórnar einnig að breytingar á starfsemi og stefnu bankanna leiddu til  
þess að þeir yrðu "næmari fyrir áföllum sem eiga upptök sín á erlend-  
um mörkuðum." Við höfum að undanförunu fengið smjörþefinn af  
slíku. Vissulega er margt af því sem fram hefur komið í margfrægum  
skýringum erlendra greiningardeilda missagt og annað byggt á mis-  
skilningi, röngum upplýsingum og í undantekningartilfellum á aug-  
ljóstri andúð á íslenskum bönkum og starfsemi þeirra. Allt slíkt verður  
að harma og jafnvel fordæma þar sem tilefni eru til. En alvara málsins  
snýst ekki um þessi atriði. Hún snýr að því, að bankakerfið í heild eða  
einstakir bankar, hafi þá stöðu að umfjöllun af þessu tagi sé ekki hægt  
að kveða í kútinn í einu vetfangi. Alvaran snýr einnig að því, að þessar  
stofnanir séu á tilteknum tíma of veikar fyrir breytingum á framboði  
eða trausti á erlendum banka- og skuldabréfamarkaði.

### **Staða bankakerfisins mjög traust**

Af hálfu Seðlabanka Íslands er ítrekað á þessum fundi að innri staða  
íslenska bankakerfisins er mjög traust og það uppfyllir ströngustu  
kröfur sem gerðar eru til þess, og hefur staðist með ágætum öll  
áhættupróf sem gerð hafa verið. Þetta skiptir auðvitað meginmáli. Á  
hinn bóginn á að taka þá atburðarás sem við höfum upplifað síðan í  
nóvember mjög alvarlega. Sníða þarf af íslenska bankakerfinu þá ann-  
marka sem erlendir álitsgjafar hnjóta aftur og aftur um, jafnvel þótt  
þeir annmarkar séu iðulega miklaðir og oftúlkaðir. Hægja þarf á vexti  
útlána eins og lofað hefur verið. Bæta þarf verulega upplýsingagjöf  
einstakra fjármálastofnana og til álita kemur sameiginlegt átak allra  
aðila í þeim efnum. Forðast þarf í því sambandi hvers konar skrum  
sem lítið skilur eftir.

Erlendar greiningardeildir hafa haldið því fram að markaðurinn  
hafi þegar lækkað mat á íslenskum bönkum töluvert niður fyrir það  
sem alþjóðlegu matsfyrirtækin hafa gefið út. Segja ýmsir greiningar-  
menn að óhjákvæmilegt sé að matsfyrirtækin muni fyrr eða síðar laga  
sig að þessum markaðsaðstæðum. Ég lét þess getið í nýlegu viðtali  
við Viðskiptablaðið að tækist vel til hjá öllum sem að fjármálastofn-  
unum koma, gæti niðurstaðan orðið önnur og mun hagfelldari. Þegar  
útskýringum og umbótum væri lokið eða vel á veg komnar þá væri  
líklegra að markaðsaðilar myndu laga sig að áliti matsstofnananna en  
hið gagnstæða. Nú hefur matsfyrirtækið Standard & Poor's gefið út  
gott mat á Glitni. Kjör íslenskra bréfa á eftirmarkaði breyttust til betri  
vegar í kjölfarið. Matsfyrirtækin hafa betri þekkingu á íslensku efna-  
hagslífi og fjármálakerfi en flestar aðrar stofnanir sem um það fjalla.

### **Samstarf ríkisvaldsins, Seðlabanka og Fjármálaeftirlits**

Ég hef hér nefnt nokkur atriði sem óhjákvæmilegt er að íslensk fjár-  
málafyrirtæki hugi að. En við megum ekki á þessum vettvangi láta  
við það sitja að predika bara yfir bankastofnunum. Við þurfum að

horfa í eigin barm og þeirra stofnana sem eiga að setja ramma og skilyrði, fylgjast með að reglum sé sinnt og skapa trausta umgjörð um fjármálamyndina. Tryggja þarf að þær stofnanir, sem í hlut eiga, geti keppt um hæfan mannskap sem fengist getur fljótt við vandmeðfarin viðfangsefni og notið trausts og virðingar markaðarins. Ríkisvaldið, Seðlabanki og Fjármálaeftirlit hafa þegar gert með sér formlegt samkomulag um, hvernig eigi að fylgjast sameiginlega með vísbendingum um veikleika í fjármálastofnunum og hvernig við eigi að bregðast. Sá samstarfssamningur hefur verið lengi í burðarliðnum, er áþekkur því sem gerist með öðrum þróuðum þjóðum og hefur í sjálfu sér ekkert með núverandi óróa að gera.

### Núverandi fyrirkomulag Íbúðalánasjóðs fær ekki staðist

Eftir að umbreytingarnar urðu á húsnæðismarkaði, hafa mál þróast svo að núverandi fyrirkomulag Íbúðalánasjóðs fær ekki staðist. Mjög hefur dregist að úr þessu yrði bætt. Það hefur leitt til þess að vaxta-myndun á þessum markaði hefur verið óraunhæf, sem aftur hefur haft neikvæð áhrif á viðleitni Seðlabankans til að kæla efnahagskerfið. Nýleg yfirlýsing forsætisráðherra varðandi Íbúðalánasjóð er þýðing-armikil og hefur fengið jákvæð viðbrögð. En þessari yfirlýsingu þarf að fylgja eftir í verki, svo fljótt sem verða má.

### Eftirlitsstofnanir verða að vera trúverðugar

Fyrir fáeinum árum var ákveðið að skilja að Seðlabanka og Fjármálaeftirlit og var þar horft til þróunar erlendis, ekki síst í Bretlandi, sem hafði mikil áhrif í öðrum löndum. Vel má vera að þetta hafi ekki alls staðar tekist eins vel og til stóð. Í Bretlandi eru flestir bankar gistibankar og hlutfall heimabanka lítið. Þessu er öfugt farið hér á landi. Þrátt fyrir mikla og vaxandi starfsemi utan landsteina teljast allar íslenskar fjármálastofnanir til íslenskra fyrirtækja. Umræður erlendis eru nú í gagnstæða átt við þá sem við tókum mið af þegar Fjármálaeftirlit var flutt frá Seðlabanka. Ísland er lítið land með hratt stækkandi fjármála- og bankaviðskipti. Áhyggju efni er að eftirlits- og aðhaldsstofnanir hafa ekki styrkst að sama skapi þótt þær hafi sinnt hlutverki sínu vel. Íslensku bankarnir hafa góðan skilning á því, að það hefur grundvallarþýðingu fyrir álit matsfyrirtækja og erlendra greiningardeilda, að stofnanir á borð við Seðlabanka og Fjármálaeftirlit séu taldar öflugar og trúverðugar. Þetta er nefnt hér af hálfu bankastjórnar til umhugsunar um hugsanlegar endurbætur á umhverfi fjármálastofnana á Íslandi. En fleira þarf að koma til.

### Efla þarf grunn íslenska skuldabréfamarkaðarins

Eftir samráð ríkisstjórnar og Seðlabanka hefur verið ákveðið að auka gjaldeyrisforða bankans á næstu misserum og bæta enn eiginfjárstöðu hans, væntanlega með erlendu lánsfé en ekki með gjaldeyriskaupum á markaði. Þá er auðvitað verið að horfa til lengri framtíðar og þeirra breytinga sem eru að verða í alþjóðlegu efnahagslegu umhverfi frekar en til tímabundins óróa nú. Jafnframt hefur Seðlabankinn komið þeim tilmælum til fjármálaráðuneytis og ríkisstjórnar að gert verði átak til að efla grunn íslenska skuldabréfamarkaðarins. Ríkissjóður er óvenju vel aflögufær um þessar mundir og skuldir hans lækka ár frá ári. Þótt

hann þurfi ekki að sækja fé á markað er vel þekkt annars staðar frá að það kemur ekki í veg fyrir að ríkisskuldabréf séu sé hryggstykkið í virkum markaði. Ráðuneytið og ríkisstjórnin hafa tekið umleitunum bankans vel og eru þær nú í athugun.

#### **Taka verður aðvörunarbjöllum alvarlega**

Staða ríkissjóðs Íslands er mjög sterk og sveigjanleiki og viðbragðskraftur íslensks efnahagslífs er mikill. Íslenskar fjármálastofnanir hafa aldrei haft betri grunn til að byggja á en nú. Það er fullvissa mín að þau aðvörunarmerki, sem hafa blikkað verði til góðs, þegar til lengri tíma er horft. Á tækni- og tölvuöld upplifum við stundum að það eru aðvörunarbjöllurnar sjálfar sem eru bilaðar og ekki þarf annað að gera en laga þær. Það má vera að það eigi við um einhverjar þeirra sem hringt hafa að undanfögnu. En við skulum samt taka þær allar alvarlega og bæta úr hverju og einu því sem réttilega er fundið að, jafnvel því sem smávægilegast þykir. Þá stöndum við með tímanum ennþá sterkari eftir. Traust og öflugt banka- og fjármálakerfi er forsenda öflugs þjóðlífs. Í þessum sal eru nú staddir flestir þeir sem geta haft mest áhrif á góða stöðu þess. Á þá alla er heitið að bregðast hvergi. Það varðar miklu.