



21. mars 2013

## Ræða

Más Guðmundssonar seðlabankastjóra.  
Flutt á 52. ársfundi Seðlabanka Íslands, 21. mars 2013.

Forsætisráðherra, ráðherrar, formaður bankaráðs, stjórar ráðuneyta, banka og stofnana, sendiherrar erlendra ríkja og aðrir góðir gestir!

Þegar við nú komum saman til 52. ársfundar Seðlabanka Íslands einkennist ástand íslenskra efnahagsmála af því að efnahagsbatinn sem hófst undir mitt ár 2010 hefur haldið áfram en hefur hægt á sér á síðustu mánuðum. Á það a.m.k. að nokkru leyti rætur að rekja til alþjóðlegrar þróunar. Slakinn í þjóðarbúskapnum heldur áfram að minnka. Verðbólgan hefur hins vegar reynst þrálátari en vonir stóðu til. Launahækkunar langt umfram framleiðniaukningu áttu í upphafi veigamikinn þátt í því að hún fór umtalsvert umfram verðbólguþrálátari en frá haustmánuðum hefur lækkun gengisins vegna verri viðskiptakjara og þungrar afborgunarbyrði á erlendum lánum átt meiri hlut að máli. Peningastefnan brást við þessari þróun með hækkun vaxta sem hófst í ágúst 2011. Seðlabankavextir hafa hins vegar verið óbreyttir síðan í nóvember sl. en inngríp á gjaldeyrismarkaði hafa stutt við gengið að undanfögnu og þannig stutt við viðleitni peningastefnunnar til að ná verðbólgu í markmið á ný.

Á alþjóðavettvangi dró úr hagvexti á síðasta ári. Þeirri þróun var þó misdreift. Þannig varð samdráttur á evrusvæðinu og mjög lítil hagvöxtur víða annars staðar í Evrópu, t.d. á Bretlandi. Hér með teljast því nokkur helstu viðskiptalönd Íslands en samanveginn hagvöxtur viðskiptalanda okkar var 0,8% á síðasta ári samanborið við 1,7% 2011. Fjármagnshöftin hlífðu vissulega íslensku fjármálakerfi í einhverjum mæli við áhrifum kreppunnar á evrusvæðinu. Áhrifin sem koma í gegnum utanríkisviðskipti urðu hins vegar ekki umflúin og versnuðu viðskiptakjör landsins þegar leið á árið og kaupmáttur útflutningstekna gagnvart innflutningi staðnaði. Það átti sinn þátt í hægari hagvexti þótt hagvöxtur hafi áfram verið mun meiri en í viðskiptalöndunum.

Samkvæmt fyrstu mælingum Hagstofunnar fyrir árið í heild nam hagvöxtur 1,6% á síðasta ári. Þetta er þó nokkru minni hagvöxtur en Seðlabankinn spáði í febrúar sl. sem var 2,2%. Hagvöxtur á árinu 2011 var aftur á móti endurmetinn til hækkunar, úr 2,6% í 2,9%. Er það í góðu samræmi við fyrstu spár Seðlabankans um hagvöxt á því ári. Ekki er óalgengt að hagvaxtartölur séu endurskoðaðar til hækkunar í uppsveiflu þegar ítarlegri tölur um fjárfestingu liggja fyrir. Það verður spennandi að fylgjast með hvernig mat á árinu 2012 muni þróast.

Hagvöxtur á síðasta ári var drifinn áfram af aukinni einkaneyslu og fjárfestingum atvinnuvega en aðrir liðir eins og utanríkisviðskipti og samneysla voru með lítilsháttar neikvætt framlag til hagvaxtarins. Þetta er svipað og segja má um uppsveifluna í heild á árunum 2010-2012 en þar leggja fjárfestingar atvinnuvega og einkaneysla nokkuð jafn til hagvaxtarins, atvinnuvegafjárfestingin þó ívígð meira. Hagvöxtur á síðasta ári var að því leyti traustur að hann var ekki fenginn að láni, enda undirliggjandi viðskiptaafgangur á árinu 2012 sem nam tæplega 4% af landsframleiðslu.

Þrátt fyrir hægari hagvöxt á síðasta ári hélt slakinn í þjóðarbúskapnum áfram að minnka. Efnahagsbatinn heldur síðan áfram samkvæmt fyrirliggjandi spá um rúmlega 2% hagvöxt á þessu ári og hagvöxt á bilinu 3½-4% á næstu tveim árum þar á eftir. Tölur af vinnumarkaði styðja þessa mynd minnkandi slaka. Þannig nam árstíðarleiddrétt atvinnuleysi 4½% af vinnuafli í febrúar sl. og hefur ekki verið lægra síðan í nóvember 2008. Þá sýnir könnun sem Seðlabankinn gerir reglulega í samstarfi við Samtök atvinnulífsins að í fyrsta skipti síðan í mars 2008 vilja nú fleiri af 400 stærstu fyrirtækjum landsins fjölga starfsmönnum en þau sem vilja fækka.

Enn er þó slaki í þjóðarbúskapnum, en framangreind þróun ásamt vonbrigðum varðandi verðbólgu sem ég kem að hér á eftir vekur spurningu um hversu mikill hann sé. Þeir sem taka ákvarðanir í peningamálum þurfa að spyrja sig um þetta hvert sinn sem ákvörðun er tekin um vexti, þvístór hagstjórnarmistök fyrri tíma, bæði hér á landi og erlendis, sem endað hafa með verðbólgu og óstöðugleika hafa oft átt rætur að rekja til þess að slaki og hagvaxtargeta eru ofmetin. Mikilvægt er að leita að skipulagsumbótum sem geta örvað hagvaxtargetu og nú er í gangi mikilvægt starf hvað það varðar. En það er jafn mikilvægt að ekki séu vaktar óraunsæjar væntingar um hver þessi geta er að óbreyttu. Greiningarstarf og spár Seðlabankans miða að því að svara þessari spurningu á hverjum tíma, enda ein sú mikilvægasta varðandi framkvæmd peningstefnunnar.

Verðbólga hjaðnaði síðastliðið ár, eða úr um 6½% í upphafi ársins í rúm 4% í lok þess. Í spá Seðlabankans frá því í febrúar sl. var reiknað með því að sú þróun héldi áfram að því gefnu að gengi krónunnar gæfi ekki frekar eftir. Samkvæmt spánni á verðbólga að vera við markmið undir mitt næsta ár. Hvort það gerist fyrr eða seinna ræðst að mestu leyti af þróun gengis krónunnar. Það voru því vonbrigði hversu mikið verðlag hækkaði í febrúar sem jók á ný á ársverðbólgu. Alltaf er varhugavert að gera of mikið úr einstökum mælingum og það á eftir að koma í ljós hve mikið af þeirri hækkun byggðist á sérstökum tímabundnum þáttum. Þá hefur gengi krónunnar hækkað um rúm 5% frá áramótum sem gæti skilað sér í næstu mælingum. Eigi að síður er þessi mæling tilefni mikillar árvekni og reynist hlutdeild tímabundinna þátta minni en nú gæti virst og verðbólga lækkar að marki hægar en áður var spáð mun að öðru óbreyttu þurfa að draga úr slaka peningastefnunnar fyrr en ella.

Vextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir frá því í nóvember síðastliðnum þegar þeir voru hækkaðir um 0,25 prósentur. Í yfirlýsingu peningastefnunefndar í nóvember var gefið í skyn að nafnvextir Seðlabankans gætu orðið óbreyttir á komandi mánuðum ef þróunin yrði í samræmi við spána og ekki yrði samið um viðbótarlaunahækkanir í tengslum við mögulega endurskoðun kjarasamninga snemma á þessu ári. Þetta hefur hingað til gengið eftir og nefndin hélt vöxtum óbreyttum á fundum sínum í desember, febrúar og nú í mars.

Virkir raunvextir Seðlabankans eru um þessar mundir jákvæðir um tæplega 1%. Þó svo að þeir hafi hækkað verulega síðastliðið ár, eða um tæplega 2 prósentur, eru þeir enn fyrir neðan það sem verða jafnvægisraunvextir Seðlabankans þegar þjóðarbúskapurinn hefur náð sér og slakinn er horfinn. Haldi efnahagsbatinn krafti sínum á næstu misserum mun því þurfa að draga frekar úr slaka peningastefnunnar. Hversu hratt það gerist ræðst af efnahagsþróuninni og að hve miklu leyti aðlögunin á sér stað með hærri nafnvöxtum Seðlabankans fer eftir framvindu verðbólgunnar.

Undir lok síðastliðins árs og á síðustu vikum hefur Seðlabankinn selt gjaldeyri á millibankamarkaði. Jafnframt lýsti bankinn því yfir að hann væri hættur í bili reglulegum vikulegum kaupum á gjaldeyri. Þessar aðgerðir voru samþykktar á sérstökum fundi peningastefnunefndar snemma í janúar. Alls nema þessi inngríp bankans 7 ma.kr., þar af 4 ma.kr. á þessu ári. Til samanburðar má nefna að á árunum 2010-2012 keypti bankinn gjaldeyri umfram það sem hann seldi sem nam tæplega 60 ma.kr. og voru þau kaup gerð á töluvert lægra verði gjaldeyris en gjaldeyrisalan nú að undanfögnu. Þá gerði Seðlabankinn framvirk gjaldeyrisviðskipti við Landsbankann hf. hinn 19. febrúar sl. að fjárhæð 6 ma.kr. sem höfðu það í för með sér að Landsbankinn hefur ekki þörf á að safna gjaldeyri til að haldast innan gjaldeyrisjafnaðarreglna Seðlabankans.

Það er mat peningastefnunefndar að inngríp af þessu tagi séu réttlæt看leg til að draga úr tímabundnum sveiflum í gengi krónunnar sem ekki er heppilegt að bregðast við með vaxtatakinu. Á síðustu vikum hafa ríkt sérstakar aðstæður á gjaldeyrismarkaði þar sem saman hefur farið veiking viðskiptakjara, gjaldeyrisöfnun vegna þungrar afborgunarbyrði erlendra lána, gjaldeyrisójafnvægi í efnahagsreikningum bankanna, og að hluta til sjálfuppfylltar væntingar um lækkun gengis. Þar sem þessar aðstæður eru að hluta til tímabundnar og vænta má meira gjaldeyrisinnstreymis með vorinu getur tímabundin gjaldeyrisala af hálfu Seðlabankans komið í veg fyrir of mikla veikingu krónunnar og stemmt stigu við sjálfuppfylltum væntingum markaðsaðila. Þetta er í samræmi við þá stefnumörkun sem lýst er í skýrslu bankans *Peningastefnan eftir höft* sem kom út seint árið 2010.

Höft á fjármagnsflutninga voru innleidd snemma vetrar 2008 sem hluti af áætlun stjórnvalda með Alþjóðagjaldeyrissjóðnum. Auk breytinga á gildistíma haftanna hafa veigameiri breytingar verið gerðar tvisvar, þ.e. í október 2009 þegar lokað var fyrir krónuflutning yfir landamærin og útflæði í framhaldi af nýfjárfestingum var gert frjálst, og í mars 2012 þegar útgreiðslur úr búum föllnu bankanna urðu háðar undanþágum frá Seðlabanka Íslands.

Nýverið samþykkti Alþingi svo breytingar á lögum um gjaldeyrismál í fullri samstöðu allra þingmanna. Seðlabankinn styður þá lagasetningu og vann að undirbúningi hennar. Hún skapar traustari grundvöll en áður undir þá vinnu sem framundan er að finna lausn á uppgjöri búa bankanna sem samrýmist stöðugleika í gengis- og peningamálum og auðveldar stærri skref að losun hafta. Aukinn skilningur á eðli og illri nauðsyn hafta sem samstaðan um málið ber vitni um er fagnaðarefni.

Markmið haftanna var að stöðva fall krónunnar, veita skjól fyrir endurskipulagningu fjármálakerfisins og skulda einkageirans og skapa svigrúm fyrir hagstjórn til þess að draga úr efnahagssamdrætti og síðar að styðja við efnahagsbata. Í stórum dráttum hafa þessi markmið náðst. Án haftanna hefði peningastefnan þurft að vera mun aðhaldssamari í upphafi kreppunnar. Svigrúm ríkissjóðs til þess að milda samdráttinn á árinu 2009 hefði verið mun minna þar sem innlend fjármögnun hallans hefði orðið mun dýrari. Í því sambandi má nefna að raunvextir á nýjum lántökum ríkissjóðs á innlendum markaði voru að meðaltali neikvæðir um tæpt hálf prósent á árunum 2009-2012.

En þó svo fjármagnshöftin hafi hingað til haft þennan þjóðhagslega ávinning þá dregur úr honum með tímanum. Þau hafa viðskiptakostnað í för með sér sem var líklega lítill til að byrja með en fer vaxandi með tímanum. Litlar sem engar rannsóknir liggja fyrir um hversu mikill þessi kostnaður er um þessar mundir og fullyrðingar þar að lútandi standa því ekki á traustum grunni. Enn erfiðara er að leggja talnalegt mat á þá áhættu sem fylgir því að losa höftin, sem er þó væntanlega því meiri eftir því sem það er gert hraðar og þjóðarbúskapurinn er verr undir það búinn. Fræðilega séð ættum við hins vegar að losa höftin um leið og núvirði viðskiptakostnaðar framtíðarinnar er meiri en núvirði framtíðarábata varðandi stöðugleika að meðtalinni þeirri áhættu sem fylgir hraðri losun. Um það jafnvægi verður aldrei vitað með neinni vissu, en flest bendir til þess að þessum punkti hafi ekki verið náð, enda stæði þá hröð losun yfir. Ábatinn af því að fara hægar í losunina er því líklega enn sem komið er meiri en kostnaðurinn við að halda þeim í einhvern tíma í viðbót. Munar þar auðvitað mest um það hvaða tæki þau gefa okkur til að hamla því að uppgjör búa föllnu bankanna raski fjármálalegum stöðugleika.

Ekkert af þessu breytir þó því að við þurfum að losna við fjármagnshöftin eins fljótt og það er óhætt, bæði vegna þess efnahagslega kostnaðar sem af þeim hlýst og vegna alþjóðlegra skuldbindinga okkar. Í ræðu minni í fyrra sagði ég það vera eitt flóknasta viðfangsefni sem íslensk stjórnvöld stæðu þá frammi fyrir. Það hefur ekkert breyst. Það er forsenda þess að vel takist til að byggja á sem bestri greiningu á eðli þess vanda sem við er að glíma og þeim lausnum sem koma til greina. Hingað til hefur verið litið svo á að höftin séu til þess að veita skjól á meðan undið er ofan af ójafnvægi greiðslujafnaðar sem leiddi af hruni fjármálakerfisins. Ef allar mögulega 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 lækkun 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.

En er þessi greining rétt? Er vandi Íslands í þessu sambandi greiðslujafnaðar- og endurfjármögnunarvandi fremur en skuldavandi? Munurinn á þessu tvennu liggur í því að heimili, fyrirtæki, ríki eða þjóð á við skuldavanda að glíma ef afgangur af tekjum nægir ekki fyrir greiðslum vaxta hversu mikið sem lengt er í skuldunum. Þá vaxa skuldirnar sem hlutfall af tekjum án takmarkana. Lausnirnar eru þá bara þrjár, þ.e. meiri tekjuafgangur, lækkun skulda eða lækkun vaxta. Hins vegar er um greiðslu- eða endurfjármögnunarvanda að ræða þegar lengri lánstími myndi eyða tímabundinni greiðslubyrði umfram afgang. Við þetta verður þó að gera tvo fyrirvara. Í fyrsta lagi eru mörkin ekki alltaf skýr. Endalaus lánstími er ekki í boði. Greiðsluvandi getur leitt til greiðslufalls ef endurfjármögnun er ekki að fá og verður þá að skuldavanda. Hann getur einnig breyst í skuldavanda ef vextir hækka umtalsvert við endurfjármögnun. Í öðru lagi eru skuldir þjóðar nokkuð annars eðlis en skuldir einstakra aðila. Í seinna tilvikinu er um margra lögaðila að ræða og þó svo að einverjir þeirra ráði ekki við skuldir sínar þarf það ekki að hafa alvarlegar afleiðingar fyrir aðra hluta heildarinnar svo lengi sem ekki er um að ræða ríkissjóð. Ef gengi gjaldmiðilsins er sveigjanlegt, leiðir greiðslubyrði skulda þjóðar umfram afgang að auki til þess að gengið lækkar og afgangurinn eykst. Það ferli er þó ekki án takmarkana.

Fyrr í þessari viku gaf Seðlabankinn út rit undir heitinu *Undirliggjandi erlend staða og greiðslujöfnuður* þar sem þeirri spurningu er m.a. svarað hvort Ísland eigi við skulda- eða greiðslujafnaðarvanda að stríða eins og ég skilgreindi þau hugtök rétt í þessu. En til þess að geta svarað þeirri spurningu þarf að horfa í gegnum uppgjör búa og þrotabúa fjármálakreppunnar, sem er auðvitað hvergi nærri lokið og leiðrétt fyrir áhrifum vissra alþjóðlegra fyrirtækja sem starfa hér á landi og hafa mikil áhrif á erlenda skuldastöðu þjóðarbúsins eins og hún er mæld samkvæmt alþjóðlegum stöðlum en hefðu sáralítil áhrif á stöðu þjóðarbúsins færu þær skuldir í vanskil. Því er um áætlunarverk að ræða og nokkur óvissa í matinu, eins og fyrri niðurstöður sýna. Matið er þó orðið traustara en áður þar sem tíminn hefur skýrt margt varðandi bú föllnu bankanna, auk þess sem tryggður var aðgangur greinenda að bestu tiltæku gögnum.

Niðurstaðan er þó hin sama og í fyrri slíkum úttektum að því leyti að ekkert bendir til þess að um skuldavanda sé að ræða í þeirri merkingu sem lögð var í það hugtak hér að framan. Hrein undirliggjandi skuldastaða er metin um 60% af landsframleiðslu og leita þarf aftur til ársins 1999 til að finna lægri hreina erlenda skuldastöðu. Skuldastaðan er lægri en hjá ýmsum ríkjum sem ráða vel við sínar skuldir. Þannig hefur hrein skuldastaða Nýja-Sjálands sveiflast í kringum 80% í á annan áratug. Miðað við horfur um undirliggjandi afgang á viðskiptum Íslendinga við önnur lönd og innlendar hagvaxtarhorfur, nægir hann til að lækka þessa skuldastöðu um 18 prósentur af landsframleiðslu fram

til ársins 2017. Þegar horft er til óvissunnar í matinu er talið líklegt að hrein erlend skuldastaða hafi verið á bilinu 35- 80% af landsframleiðslu í árslok 2012. En hærri talan nægir ekki til að skapa skuldavanda. Verði hún niðurstaðan mun skuldin eftir sem áður lækka sem hlutfall af landsframleiðslu á tímabilinu. Til viðbótar er þess að gæta að í þessari skuldastöðu eru núverandi aflandskrónur metnar á álandsgengi og krónueignir föllnu bankanna á nær fullu verði og álandsgengi. Það verður auðvitað ekki niðurstaðan. Til að átta sig á hvaða upphæðir hér gæti verið um að ræða þá má nefna að hver 25% til lækkunar á því verðmati í framhaldi af sölu þessara eigna úr búunum og lausn þeirra úr landi lækkar mældu skuldastöðu um rúmar sex prósentur af landsframleiðslu. En niðurstaðan verður auðvitað mun stærri tala en það.

Er þá enginn vandi á ferð? Jú, vissulega. Skýrslan sýnir að greiðslujafnaðarvandinn gæti orðið verulegur á næstu árum ef aðgangur innlendra aðila að erlendu lánsfjármagni og endurfjármögnun batnar ekki frá því sem nú er. Talið er að nokkur afgangur verði á undirliggjandi viðskiptajöfnuði á þessu ári, eða tæplega 4% af landsframleiðslu, en þá er horft í gegnum bú föllnu bankanna og framhjá áhrifum lyfjafyrirtækisins Actavis. Íslendingar geta því lækkað hreinar erlendar skuldir sínar sem því nemur. Vandinn er hins vegar sá að framreikningarnir sem sýndir eru í skýrslu bankans gefa til kynna að þessi afgangur geti minnkað á komandi árum og muni jafnvel snúast í halla á sama tíma og sammingsbundnar afborganir erlendra lána aukast hjá aðilum sem ekki hafa enn aðgang að erlendum lánamörkuðum til endurfjármögnunar skulda. Opnist markaðsaðgangur þessara aðila ekki á næstu árum á viðráðanlegum kjörum eða annað fjármagnsinnstreymi komi til mun óhjákvæmilega myndast töluverður þrýstingur á íslensku krónuna. Í þessu sambandi vegur þungt skuld nýja Landsbankans við þann gamla, en nú standa yfir viðræður um mögulega lengingu hennar.

Hægt er að færa rök að því að þessar horfur byggja á mjög svartsýnum forsendum. Markaðsaðgangur hefur þegar opnast, eins og nýleg erlend lántaka Arion banka er til vitnis um. Útreikningarnir í skýrslu bankans gera ráð fyrir því að erlendir vextir leiti á næstu árum á það stig sem þeir voru fyrir fjármálakreppu, en um það eru lítil merki nú. Þá er gert ráð fyrir að innlend innflutningshneigð hækki á tímabilinu upp í það sem hún var hér fyrir fjármálakreppuna. Seðlabankinn mun í framhaldinu skoða fleiri sviðsmyndir um mögulega þróun greiðslujafnaðar á komandi árum auk þess sem þróun markaðsaðgangs á næstu mánuðum hefur töluverð áhrif á horfurnar.

Þrátt fyrir þessa fyrirvara og nauðsyn þess að við setjum ekki fram óraunhæfar sviðsmyndir í svartsýna átt sem gætu að óþörfu grafið undan trausti þá gengur þessi mynd ekki svo langt og nauðsynlegt er að við skoðum hvað við getum gert til að koma í veg fyrir að þróunin verði þessi. Hagstjórn og skipulagsumgjörð þarf að stuðla að því að samkeppnisstaðan versni ekki umfram það sem leiðir af eðlilegri hækkun raungengis frá sögulega mjög lágu stigi og að því að hér verði viðskiptaafgangur meðan við erum að komast í gegnum mesta skuldaskaflinn. Þar skiptir miklu að myndarlegur afgangur náist hjá hinu opinbera á því tímabili sem hér er til skoðunar og að stuðlað verði að

mun hærri þjóðhagslegum sparnaði til lengri tíma en reyndin var fyrir fjármálakreppuna. Þá er ljóst að svigrúmið til að nýta viðskiptaafgang til þess að hleypa út krónueignum erlendra aðila er ákaflega takmarkað á næstu árum.

En hversu líklegt er að við getum losnað við fjármagnshöftin á allra næstu árum? Það segir sig sjálft að það yrði mun auðveldara ef til kæmi nýtt fjármagnsinnstreymi, hvort sem það er vegna þess að nýir lánamöguleikar erlendis opnast fyrir innlenda aðila sem á því þurfa að halda eða vegna beinnar erlendra fjárfestingar. Þá er ljóst að ekki verði hægt að stíga afgerandi skref varðandi losun hafta fyrir en fundin hefur verið lausn á uppgjöri búna föllnu bankanna sem samrýmist henni. Sú lausn getur tekið á sig ýmsar myndir en þær hafa síðan áhrif á það hvernig farið yrði í losun haftanna í framhaldinu. Þannig myndi endurskoðuð áætlun um losun hafta líta töluvert öðruvísi út eftir því hvaða leið verður ofan á við uppgjör föllnu bankanna. Niðurstaða í því máli þarf því að koma fyrst.

Ég ætla ekki að fjölyrða frekar nú um þessar mögulegu lausnir þar sem framundan eru margvíslegar kannanir og þreifingar þar sem ekki er rétt að sýna of mikið á spilin. Þá er nauðsynlegt að hafa fleiri en einn möguleika að grípa til ef sú leið sem í upphafi virðist best reynist torfær þegar á reynir. Nokkrar almennar athugasemdir er þó hægt að gera sem auka skilning á því sem þarf að gerast. Ef farin verður leið nauðsamninga við uppgjör hluta búanna er lykilatriði að krónuendurheimtur þeirra bætist sem minnst, ef nokkuð, við núverandi stöðu hvikra krónueigna í eigu erlendra aðila. Þá er mikilvægt að hafa í huga að sala á bönkunum á tiltölulega lágu verði til erlendra aðila sem horfa meir til skamms tíma og myndu vilja miklar arðgreiðslur í framhaldinu leysir ekki vandamálið og gæti jafnvel gert það verra.

Það er hlutverk búanna að koma eignunum í verð og greiða út til kröfuhafa. Spurningin snýst því ekki um niðurskrift krónueigna eins og ætla mætti af opinberri umræðu um þessi mál heldur hitt hvað sé raunhæft verð eigna og á hvaða gengi þeim verður skipt í erlendan gjaldeyri. Það veltur á því hverjir vilja kaupa og geta og vilja koma með þann nýja gjaldeyri sem þarf, því hann getur ekki komið af útflutningstekjum þjóðarinnar né gjaldeyrisforða Seðlabankans.

Við losun fjármagnshafta stöndum við frammi fyrir þeirri spurningu hversu langt við viljum fara í því efni. Alla leið aftur til þess fyrirkomulags sem var hér fyrir fjármálakreppuna? Sagan sýnir að Íslandi hefur yfirleitt vegnað best þegar það er í nánum viðskiptasamböndum við umheiminn. Ísland er auðvitað ekki eitt um þetta, enda hefur bæði fræði og saga sýnt að millilandaviðskipti auka yfirleitt velmegun. Það á líka við um fjármagnsviðskipti. En það er jafnframt staðreynd að flestar alvarlegar fjármálakreppur í litlum opnum hagkerfum eins og því íslenska hafa a.m.k. að hluta átt rætur að rekja til óhóflegra sveiflna í fjármagnshreyfingum til og frá landinu sem ýta undir skuldsetningu og eignaverðsbólu í uppsveiflunni en loka svo algjörlega fyrir kranann í niðursveiflunni. Óheftum fjármagnshreyfingum fylgir því ekki bara ávinningur heldur einnig áhætta. Það má draga úr þessari áhættu með góðri

hagstjórn og viðeigandi regluverki og eftirliti en hún hverfur aldrei alveg. Það er því ýmislegt sem bendir til þess að öfugt við það sem yfirleitt á við varðandi viðskiptafrelsi sem snýr að vörum og þjónustu geti fjármálaleg samþætting við umheiminn gengið of langt. Þetta er stutt af rannsóknum sem benda til þess að það séu „þröskuldsáhrif“ í fjármálalegri samþættingu og að formið skipti máli. Þannig er bein fjárfesting yfirleitt ekki ógnun við efnahagslegan stöðugleika en skammtímahreyfingar og vaxtamunarviðskipti mun fremur.

Leiða má að því rök að á árunum fyrir fjármálakreppuna hafi Ísland einmitt verið í þeim sporum að fjármálaleg samþætting hafi gengið of langt. Meðal annars þess vegna lagði Seðlabankinn til í skýrslu sem birtist á síðasta ári undir heitinu *Varúðarreglur eftir fjármagnshöft* að áður en höftin yrðu losuð verði settar reglur sem takmarka gjaldeyrisáhættu fjármálafyrirtækja og möguleika þeirra til að hlaða upp stórum efnahagsreikningum í erlendri mynt með tilheyrandi gjalddagamisræmi. Þá yrðu settar hömlur á lántökur heimila, fyrirtækja og sveitarfélaga í erlendri mynt, sem ekki hafa tekjur sem fylgja erlendum gjaldmiðlum. Unnið er að útfærslu þessara reglna og hluti þeirri gæti komið til framkvæmda við innleiðingu á nýjum lausafjár- og gjaldeyrisjafnaðarreglum fjármálafyrirtækja sem Seðlabankinn hyggst setja á þessu ári.

Rætt hefur verið um að endurmat á umgjörð peningastefnunnar eigi sér stað áður en höftin eru endanlega losuð. Það er kannski ekki eins brýnt og af er látið enda eru lönd með óheftar fjármagnshreyfingar með margs konar peningastefnu. Eigi að síður er nauðsynlegt að fara yfir peningastefnuna og á síðustu misserum hefur Seðlabankinn birt skýrslur þar að lútandi, annars vegar skýrsluna um peningastefnu eftir höft og hins vegar ritið *Valkostir Íslands í gjaldmiðils og gengismálum*. Framundan gæti svo verið margvísleg stefnumótun á verkefnasviði Seðlabankans sem ég hef ekki haft tök á að fjalla um hér í dag, svo sem varðandi skipulag fjármálakerfisins, þ.m.t. spurningar sem lúta að því í hvaða mæli eigi að setja frekari hömlur við gjalddagamisræmi í efnahagsreikningum fjármálastofnana og hvernig almannagæði þess eru vernduð gegn skuldsettum veðmálum.

Ágætu fundargestir. Ég vil að lokum þakka hinum margvíslegu samstarfsaðilum Seðlabankans fyrir samvinnuna á liðnu ári. Það á ekki síst við um þau ráðuneyti sem Seðlabankinn á mest samskipti við, einkum fjármála- og efnahagsráðuneytið sem nú fer með málefni Seðlabankans innan stjórnarráðsins. Ég vil í því sambandi þakka samstarfið við þá tvo fjármála- og efnahagsráðherra sem setið hafa síðan því fyrirkomulagi var komið á. Einnig vil ég þakka samstarfið við Alþingi, einkum efnahags- og viðskiptanefnd. Þá vil ég þakka Fjármálaeftirlitinu fyrir vaxandi samstarf. Síðast en ekki síst vil ég þakka starfsfólki Seðlabankans fyrir góð og mikil störf þess á árinu.