

# P E N I N G A M Á L

## Ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands 2003/2

### Efnisyfirlit

<i>Inngangur</i>	
Vextir óbreyttir að sinni.....	1
<i>Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum</i>	
Eftirspurn eykst nú á ný og verðbólga stefnir upp að markmiði Seðlabankans .....	4
<i>Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans</i>	
Rúm lausafjárstaða lánastofnana .....	34
Stöðugleiki fjármálakerfisins .....	40
<i>Birgir Ísl. Gunnarsson</i>	
Lítill verðbólga einn af hornsteinum hagvaxtar og velmegunar .....	61
<i>Ingimundur Friðriksson</i>	
Peningastefnan og staða peningamála .....	67
<i>Hallgrímur Ásgeirsson</i>	
Uppgjör gjaldeyrisviðskipta og takmörkun áhættu .....	72
Verðtrygging og fastir vextir .....	85
Peningastefnan og stjórnþæki hennar .....	94
Varúðarreglur um lausafjárhlutfall og gjaldeyrisjöfnuð .....	95
Annáll fjármálamarkaða .....	96
Töflur og myndir .....	101

#### Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.  
Sími: 569 9600, símbréf: 569 9605  
Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is  
Veffang: www.sedlabanki.is

#### Ritstjórn:

Ritnefnd: Már Guðmundsson, formaður  
Sveinn E. Sigurðsson  
Tómas Örn Kristinsson  
Tryggvi Pálsson

Aðrir: Arnór Sighvatsson, ritari  
Elín Guðjónsdóttir

Skoðanir sem fram koma í höfundarmerktum greinum eru höfunda og þurfa ekki að endurspeglar stefnu Seðlabanka Íslands.

15. rit. Maí 2003

Prentun og bókband: Steindórsprent-Gutenberg ehf.

Peningamál eru á vefsíðu Seðlabanka Íslands.

Áskriftargjald fyrir árið 2003 er 2.000 kr.

ISSN 1605-9468

Öllum er frjálst að nota efni úr Peningamálum en þess er óskað að getið sé heimildar.

#### Merking tákna:

*	Bráðabirgðatala eða áætlun.
0	Mínna en helmingur einingar.
-	Núll, þ.e. ekkert.
...	Upplýsingar vantar eða tala ekki til.
.	Tala á ekki við.

## Inngangur

### Vextir óbreyttir að sinni

Verðbólga hefur haldist lítillega fyrir neðan verðbólguþétt Seðlabankans það sem af er ári og var í byrjun maí 2,2% samkvæmt vísitölu neysluverðs. Hún hefur þó aukist nokkuð frá áramótum og undirliggjandi verðbólga miðað við kjarnavísitölu 1, sem undanskilur sveiflukenda liði úr vísitölu neysluverðs, var 2,6% í maí. Verðbólga var lítillega meiri á fyrsta ársfjórðungi en Seðlabankinn spáði í febrúar sl. en flestir aðrir spáðu jafnvel enn minni verðbólgu en bankinn.

Samdráttur landsframleiðslu var heldur meiri á síðasta ári en spár gerðu ráð fyrir en flestar vísbendingar benda sterklega til þess að uppsveifla eftirspurnar sé hafin á ný, sérstaklega neyslueftirspurnar, enda hefur kaupmáttur launa aukist töluvert undanfarna mánuði. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hefur þó haldið áfram að vaxa, en vinnumarkaður heldur að jafnaði áfram að slakna um hríð eftir að botni niðursveiflu í framleiðslu er náð og uppsveifla hafin. Hins vegar má greina fyrstu merki um að vinnuafseftirspurn sé að taka við sér og muni glæðast enn frekar þegar líður á árið.

Í þjóðhagsspá bankans sem birt var í febrúar sl. var tekið tillit til væntanlegra framkvæmda vegna Fjarðaáls og í spánni sem birt er í þessu hefti er að auki gert ráð fyrir framkvæmdum vegna stækkunar Norðuráls. Hafa ber þó í huga að nokkur óvissa er enn um hana. Þessar framkvæmdir, ásamt opinberum framkvæmdum á þessu og á næsta ári umfram það sem fyrir var séð í byrjun febrúar, líklegum auknum aflaheimildum og áhrifum mikillar slökunar í peningamálum á undanförunum mánuðum, valda því að spá bankans um hagvöxt á þessu ári og því næsta hækkar frá því í febrúar. Þó er áfram reiknað með að hagvöxtur í ár verði undir vexti framleiðslugetu, eða 2½%, enda slaknar framleiðsluspenna og atvinnu-

leysi verður meira en það var að meðaltali á síðasta ári. Á næsta ári er gert ráð fyrir að hagvöxtur aukist enn og verði 3¼%. Spáin felur í sér að þökkalegt jafnvægi mun ríkja í þjóðarþúskapnum á þessu og næsta ári.

Í nýrri verðbólguþétt bankans, sem m.a. er byggð á ofangreindri þjóðhagsspá, er reiknað með að verðbólga verði undir markmiði bankans frameftir næsta ári. Undir lok ársins mun verðbólgan hins vegar stefna á verðbólguþétt og fara síðan að óbreyttu upp fyrir það á fyrri hluta ársins 2005. Lítil verðbólga næstu misserin á aðallega rætur að rekja til gengishækkunar krónunnar undanfarna mánuði og minni alþjóðlegrar verðbólgu en áður var reiknað með. Spáin byggist á þeirri forsendu að launahækkunarir verði tiltölulega hóflegar á næsta ári og mun minni en undanfarin ár. Þannig er reiknað með að launakostnaður á ársverk hækki aðeins um 4½% á næsta ári. Er það byggt á þeirri forsendu að fyrirstaða verði gegn launahækkunum vegna hás gengis krónunnar og sögulega hás hlutfalls launa í þjóðartekjum um þessar mundir. Gangi þessi forsenda ekki eftir og launahækkunarir verða meiri mun verðbólgan á næsta ári að óbreyttu fara yfir verðbólguþétt bankans.

Seðlabanki Íslands lækkaði vexti sína síðast í febrúar sl. og í kjölfarið slaknaði enn á aðhaldi peningastefnunnar. Snemma í maí voru raunstyrivextir bankans um 2½% og höfðu ekki verið lægri síðan snemma árs 1996. Lækkun bindiskyldu leiddi til aukins framboðs á lausu fé og stuðlaði þannig að lækkun vaxta á peningamarkaði. Áhrif þessarar slökunar á aðra vexti eru líklega ekki komin að fullu fram og örvunaráhrifanna á innlenda eftirspurn mun gæta langt fram á næsta ár. Vaxtamunur við útlönd hefur einnig minnkað og hefur ekki verið minni síðan í september 1996. Þrátt fyrir þetta hefur gengi krón-

unnar hækkad og var snemma í maí orðið 2% herra en í byrjun febrúar. Aðgerðir Seðlabankans undanfarna mánuði, þ.e. lækkun vaxta og bindiskyldu auk kaupa gjaldeyris á innlendum millibankamarkaði, stuðla að lægra gengi en ella, a.m.k. um hríð. Peningastefnan hefur því ekki valdið gengishækkuninni að undanfögnu, heldur virðist mega rekja hana til væntinga af völdum fyrirhugaðra stóriðjuframkvæmda.

Hækkun gengisins felur í sér hluta af aðlögun hagkerfisins vegna væntanlegra stóriðjuframkvæmda. Styrkingin sem þegar er orðin hjálpar þannig til við að skapa svigrúm fyrir stóriðjuframkvæmdirnar þar sem hún leiðir til minni verðbólgu en ella og dregur úr hagvexti í aðdraganda þeirra. Gengishækkunin bitnar hins vegar á útflutnings- og samkeppnisgreinum og hefur þegar rýrt afkomu þeirra. Í því sambandi verður þó að hafa í huga að framlegð margra útflutningsgreina var í sögulegu hámarki undanfarin tvö ár. Ástæða er til að hafa áhyggjur af áhrifum frekari hækkunar raungengisins á þessar greinar. Eins og rakið verður í kaflanum hér á eftir myndi vaxtalækkun Seðlabankans við núverandi aðstæður aðeins hafa skammvinn áhrif á gengið ef nokkur. Hið sama myndi gilda um inngríp á gjaldeyrismarkaði og breytingar á vægi erlendra og innlendra skulda ríkisins. Þar að auki myndi vaxtalækkun nú ekki samrýmast verðbólgu markmiði bankans. Nauðsynlegt er því að grípa til annarra ráða til að hemja óæskilega hækkun raungengisins. Áhrifaríkast yrði að auka aðhald í opinberum fjármálum, að teknu tilliti til hagsveiflunnar, sérstaklega með því m.a. að draga úr opinberum framkvæmdum þegar stóriðjuframkvæmdir verða í hámarki. Slíkar aðgerðir draga úr innlendri eftirspurn og leiða til lægra raungengis en ella. Samhliða þessu ætti að auka framboð vinnuaflds á framkvæmdatímanum með meiri notkun erlends vinnuaflds en ella. Með því drægi úr spennu á vinnumarkaði og hækkun raungengis sem henni myndi fylgja.

Við núverandi aðstæður og horfur yrði því afar óheppilegt að slaka frekar á í opinberum fjármálum því að það mun leiða til frekari þrenginga fyrir útflutnings- og samkeppnisgreinar þar sem raun-

gengi yrði herra en ella. Þá er brýnt að innbyggð sveiflujöfnun sem felst í auknum tekjum hins opinbera í uppsveiflu verði látin virka og tekjuauka verði ekki eytt í aukin útgjöld eða lækkun skatta. Í ljósi þess að líklegt er að lítills háttar tekjuhalli verði á hinu opinbera í ár munu skattalækkunar á allra næstu árum því krefjast niðurskurðar útgjalda.

Jafnan er mikilvægt að ríkisfjármálastefnan og peningamálastefnan vinni vel saman. Það verður enn mikilvægara en ella á komandi árum ef takast á að verja efnahagslegan stöðugleika og halda verðbólgu nálægt markmiði án of mikils hnjasks fyrir útflutningsgreinarnar. Þar sem væntingar hafa leikið stórt hlutverk í þróun gengisins að undanfögnu virðist ljóst að trúverðug áætlun í fjármálum hins opinbera til nokkurra ára sem hefði það að markmiði að mynda mótvægi við stóriðjuframkvæmdirnar myndi halda aftur af frekari hækkun gengisins. Við þær aðstæður þyrfti ekki að beita eins ströngu aðhaldi í peningamálum. Brýnt er því að móta og kynna skýra stefnu í opinberum fjármálum sem allra fyrst.

Peningastefnan og ríkisfjármálastefnan verða að styðja hvor aðra á því skeiði sem senn fer í hönd. Seðlabankinn er reiðubúinn til samstarfs líkt og hvatt var til á ársfundi bankans í mars sl. Það verður þó að byggjast á þeirri meginforsendu að peningastefnan sé á hverjum tíma í samræmi við verðbólgu markmið bankans.

Bankastjórn Seðlabankans hefur ákveðið að auka dagleg kaup gjaldeyris á innlendum millibankamarkaði í 2,5 milljónir Bandaríkjadala frá og með 19. maí nk. Frá því að bankinn hóf regluleg gjaldeyriskaup í september sl. hefur hann keypt gjaldeyri að andvirði 12,8 ma.kr. með þeim hætti, auk einna viðskipta að andvirði 4 ma.kr. Í ágúst sl. þegar áform bankans um gjaldeyriskaup voru kunngjörð tilkynnti hann að til stæði að kaupa jafnvirði 20 ma.kr. fyrir lok ársins 2003. Síðan hafa aðstæður breyst mjög. Innflæði gjaldeyris og hátt gengi krónunnar í kjölfar ákvörðunar um byggingu álvers og virkjana á Austurlandi gefa færi á frekari gjaldeyriskaupum og hyggst bankinn nýta sér það til þess að styrkja erlenda stöðu sína enn frekar. Hún skiptir máli fyrir mat á lánshæfi íslenska ríkisins og annarra innlendra

aðila. Ljóst er að þessi aðgerð kann að hafa áhrif á gengi krónunnar a.m.k. til skamms tíma og eykur jafnframt laust fé í fjármálakerfinu. Henni er lýst nánar í kaflanum um þróun markaða og aðgerðir Seðlabankans.

Eins og jafnan í máli birtist í þessu hefti grein um stöðugleika fjármálakerfisins. Meginniðurstöður hennar eru að þjóðhagsleg skilyrði fjármálastöðugleika hafi batnað enn frekar frá því að síðasta greining var birt í nóvember 2002. Lítil verðbólga, hóflegt vaxtastig og ágætt ytra jafnvægi ættu að stuðla að hagstæðu umhverfi fyrir heimili og fyrirtæki. Þá hefur staða banka og sparisjóða styrkst. Arðsemi er með besta móti, kostnaðarhlutfall hefur lækkað, vanskil virðast í rénun en óvaxtaberandi útlán aukast enn. Eiginfjárlutfall hækkaði í fyrra annað árið í röð. Verið er að efla áhættustýringu í greiðslukerfum og hefur sú vinna skilað sér í bættri lausafjárstýringu lánastofnana. Lánshæfismat ríkissjóðs og metinna fjármálafyrirtækja hefur verið hækkað.

Í ljósi verðbólguþáttarinnar sem kynnt er í þessu hefti telur bankastjórn Seðlabankans ekki tilefni til breytinga á vöxtum nú. Þótt verðbólga virðist verða undir markmiði bankans í næstu framtíð verður hún við verðbólguþáttmiðið eftir tvö ár og þá stígandi með vaxandi umsvifum í tengslum við stóriðjuframkvæmdirnar. Þessar framkvæmdir munu setja æ meira mark sitt á peningastefnuna eftir því sem nær þeim dregur. Spáin sem hér er birt gefur til kynna að vextir geti verið óbreyttir um hríð en taki síðan að hækka. Umfang og tímasetningar þeirra hækkana ráðast ekki síst af þeirri stefnu sem mótuð verður í ríkisfjármálum. Rétt er einnig að minna á að peningastefna tekur jafnan mið af framvindu mikilvægra vísbendinga og ekki er hægt að útiloka óvæntar breytingar sem gætu haft áhrif á framkvæmd hennar.

## Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum<sup>1</sup>

# Eftirspurn eykst nú á ný og verðbólga stefnir upp að markmiði Seðlabankans

*Samdráttur varð heldur meiri á síðasta ári en spár gerðu ráð fyrir og verðbólga hefur haldist fyrir neðan verðbólguþröng Seðlabankans það sem af er þessu ári. Útlit er fyrir að svo verði að óbreyttu fram á síðasta ársfjórðung næsta árs, þrátt fyrir að uppsveifla eftirspurnar sé hafin og í sjónmáli sé almennur efnahagsbati. Ástæður þess eru einkum hækkun gengis krónunnar undanfarna mánuði, sem aðallega virðist mega rekja til væntinga vegna stóriðjuframkvæmda, og minni alþjóðleg verðbólga en áður var reiknað með. Í nýrri þjóðhagsspá er gert ráð fyrir að framkvæmdir hefjist vegna stækkunar Norðurláls, en um það er þó enn nokkur óvissa. Samkvæmt spánni verður hagvöxtur 2½% á þessu ári og 3¼% á því næsta. Spáð er þokkalegu jafnvægi í þjóðarþjófnum mest allt tímabilið en verðbólga mun þó að óbreyttu verða í kringum verðbólguþröng bankans undir lok næsta árs og stefna síðan hærra í framhaldinu að óbreyttu gengi og stýrivöxtum Seðlabankans. Verðbólguþröngin gefur ekki tilefni til vaxtabreytinga nú. Umfang og tímasetningar vaxtahækkana þegar nær dregur hátoppi stóriðjuframkvæmda ráðast eins og alltaf af framvindunni og ekki síst af þeirri stefnu sem mörkuð verður í ríkisfjármálum. Samspil stefnunnar í peningamálum og ríkisfjármálum verður því mjög mikilvægt næstu misseri og getur skipt sköpum um það hvort hægt verður að halda aftur af frekari hækkun raungengis krónunnar sem þegar er farin að bitna á útflutnings- og samkeppnisgreinum.*

### I Þróun efnahagsmála

Ýmsar vísbendingar eru um bata í innlendri eftirspurn, eftir tveggja ára samdráttarskeið. Má þar nefna aukna greiðslukortaveltu, fjölgun bifreiðaskráninga, aukinn innflutning neysluvöru, vaxandi sementssölu og ekki síst uppsveiflu á íbúðamarkaði. Batinn virðist að mestu bundinn við einkaneyslu, en sem komið er. Bati í einkaneyslu þarf ekki að koma á óvart í ljósi þess að kaupmáttur launa hefur vaxið verulega eftir að verðbólgan hjaðnaði, auk þess sem vextir hafa lækkað og traust á efnahagslegan stöðugleika aukist. Atvinnuleysi hefur reyndar aukist, en

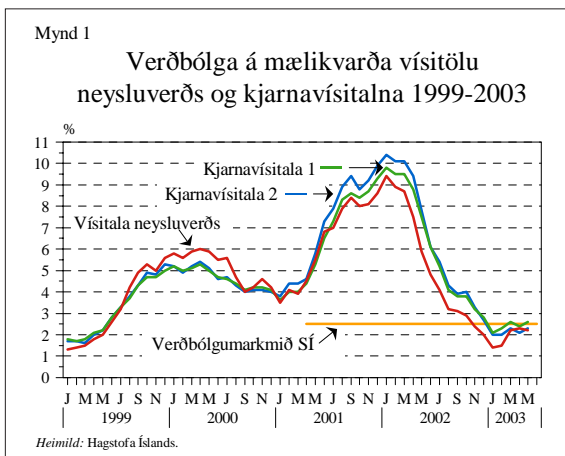
boðaðar aðgerðir stjórnvalda á sviði atvinnamála og síðan stóriðjuframkvæmdir valda því að ólíklegt er að atvinnuleysið verði langvarandi og hafi neikvæð áhrif á viðhorf heimilanna. Horfur um fjármagnsinnstreymi í tengslum við fyrirhugaðar stórframkvæmdir og ágætt jafnvægi í utanríkisviðskiptum hefur ýtt undir frekari gengishækkun krónunnar sl. þrjá mánuði og stuðlað að lítilli verðbólgu. Húsnæðiskostnaður hefur þó hækkað hratt, og skýrir u.þ.b. helming verðbólgunnar sl. tólf mánuði. Verðbólga hefur nú verið undir verðbólguþröng Seðlabankans frá því í nóvember, en hefur aukist lítillega frá því í janúar.

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 9. maí 2003.

## Verðlagsþróun

### Verðbólguþróun undanfarna ársfjórðung

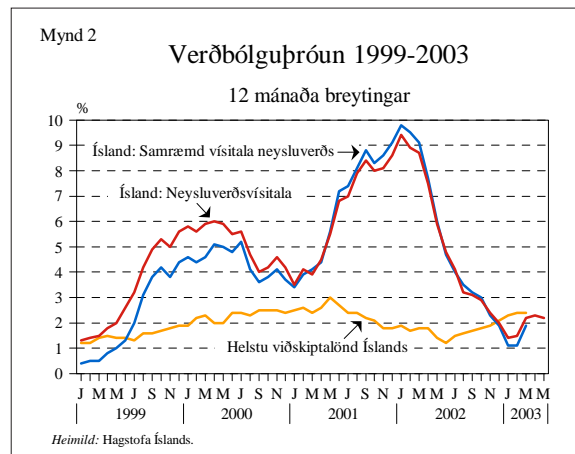
Í apríl hafði vísitala neysluverðs hækkað um 2,3% á tólf mánuðum. Verðbólgan hafði því aukist nokkuð frá janúarmánuði, þegar hún var 1,4%, en var samt minni en verðbólguþróun Seðlabankans kveður á um. Kjarnavísitalur 1 og 2 höfðu hækkað um 2,4% og 2,1% á sama tímabili.<sup>2</sup> Að undanförunu hefur gætt árstíðarbundinnar hækkunar vegna loka vetrarútsalna og stafar tæplega helmingur hækkunar vísitölu neysluverðs undanfarna tvo mánuði af því, en hún hefur ekki haft veruleg áhrif á ársþækkun verðlags. Sá þáttur sem mest áhrif hefur haft á verðbólgu undanfarna mánuði er hækkun húsnæðiskostnaðar, en rúmlega helming hækkunar vísitölu undanfarna tólf mánuði má skýra með hækkun húsnæðiskostnaðar. Að húsnæðiskostnaði undanskildum var verðbólgan aðeins 1,1% í aprílbyrjun. Undanfarna þrjú mánuði hefur verulega dregið úr verðhækkunum þjónustu á markaði, en verðlag opinberrar þjónustu hefur hækkað töluvert umfram vísitöluna í heild.



Verð innfluttrar vöru í aprílbyrjun var aðeins lægra en fyrir ári en verð innlendrar vöru að búvörum frátöldum, sem hafa lækkað í verði, aðeins hærra. Frá því að *Peningamál* komu síðast út hefur dregið úr hjöðnun vöruverðs, en í apríl var verð dagvöru þó enn 2,3% lægra en fyrir ári.

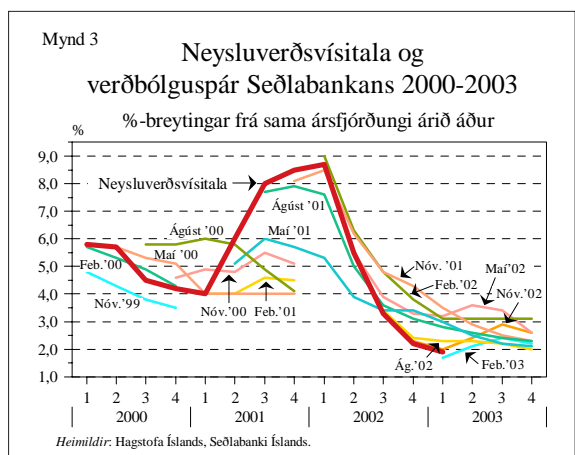
2. Kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns. Í kjarnavísitölu 2 er opinber þjónusta einnig undanskilin. Er það ástæða þess að hún hækkaði minna sl. ár en kjarnavísitala 1.

Verðbólga á Íslandi hefur undanfarna mánuði verið minni en í flestum helstu viðskiptalöndum. Í mars var verðbólga minni en hér á landi í einungis fimm þeirra. Miðað við samræmda vísitölu neysluverðs (HICP) var verðbólga 2,3% á EES-svæðinu í mars, en 1,9% á Íslandi.



### Verðbólga síðasta ársfjórðung u.þ.b. jafnmikil og spáð var

Hækkun neysluverðs frá síðasta fjórðungi liðins árs til fyrsta fjórðungs þessa árs var svipuð og Seðlabankinn spáði í janúar. Bankinn spáði að á fyrsta fjórðungi þessa árs yrði vísitala neysluverðs 2,1% hærra en fyrir ári, en í reynd hækkaði vísitalan um 2,3%. Í byrjun þessa árs var nokkur opinber umræða um að það stefndi í mjög litla verðbólgu og að hún gæti farið niður fyrir 1% þolmörk peningastefnunnar.

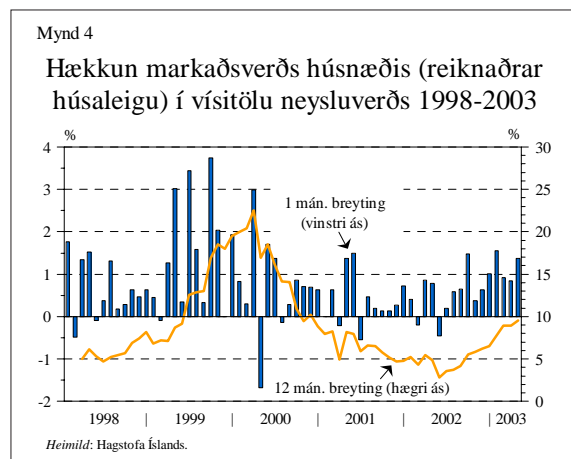




Flestir spáðu þannig heldur minni verðbólgu en Seðlabankinn. Þetta hefur ekki gengið eftir.

#### Ekkert lát virðist á húsnæðisverðbólgu

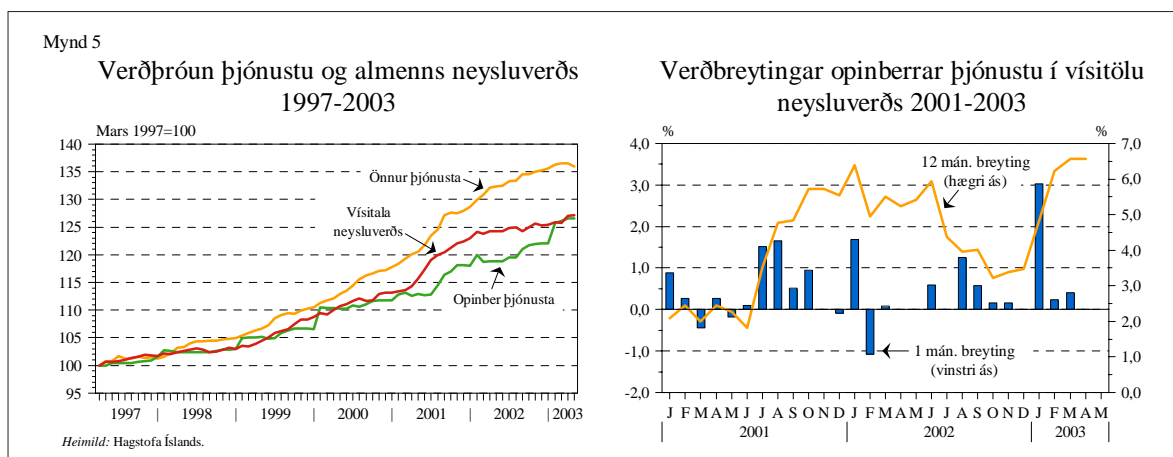
Enginn einn liður vísitölu neysluverðs hefur haft eins mikil áhrif á verðbólguna sl. ár og hækkun húsnæðis-kostnaðar. Í apríl hafði markaðsverð húsnæðis hækkað um 9,6% á tólf mánuðum og 6,5% á hálfu ári. Markaðsverð húsnæðis vegur rúmlega 11% í vísitölu neysluverðs og skýrir 1,1% af hækkun vísitölu neysluverðs undanfarna tólf mánuði og 0,7% hækkunarinnar sl. hálfu ár. Hefur húsnæðisverð ekki hækkað meira á tólf mánuðum frá nóvembermánuði árið 2000. Nánar er fjallað um húsnæðismarkaðinn hér á eftir.



#### Verð opinberrar þjónustu hefur hækkað meira en almennt verðlag sl. tólf mánuði en dregið hefur úr verðhækkun þjónustu á markaði

Á tólf mánuðum til byrjunar apríl hækkaði verðlag opinberrar þjónustu um 6,6%. Það hefur því hækkað mun meira en annað verðlag, og töluvert meira en verðbólguumarkmiðið. Að nokkru leyti stafar mikil verðhækkun opinberrar þjónustu sl. tólf mánuði af hliðrun frá fyrra ári, þar sem haldið var aftur af opinberum verðhækkunum á fyrri helmingi sl. árs sakir rauða striksins svokallaða í maí í fyrra. Verðlag opinberrar þjónustu hækkar oftast mest um áramót. Breytingar á opinberum gjaldskráum um áramótin 2001/2002 voru minni en kostnaðar- og almenn verðþróun gaf tilefni til, eða um 1,7%. Hækkun á verði opinberrar þjónustu var því nokkru minni en hækkun neysluverðsvísitölu á árinu 2002. Sumar verðhækkanir voru síðan afturkallaðar, sem leiddi til þess að verð opinberrar þjónustu lækkaði um 1% í febrúar, og hækkaði ekki á ný fyrr en komið var fram á sumar. Tólf mánaða hækkun opinberrar þjónustu var því mikil í febrúar sl. og mun svo verða fram á sumar. Eftir 3,7% hækkun það sem af er þessu ári er verð opinberrar þjónustu aftur u.þ.b. komið í takt við almenna verðlagsþróun frá árinu 1997, en hefur þó hækkað töluvert minna en þjónusta á markaði á tímabilinu (sjá mynd 5).

Verð þjónustu á markaði hefur hins vegar hækkað minna en opinber þjónusta sl. tólf mánuði, eða um 2,7%. Það lækkaði reyndar um 0,4% milli mars og apríl, eftir að hafa verið óbreytt mánuðinn á undan. Að mestu má rekja þessa lækkun til þess að verð á



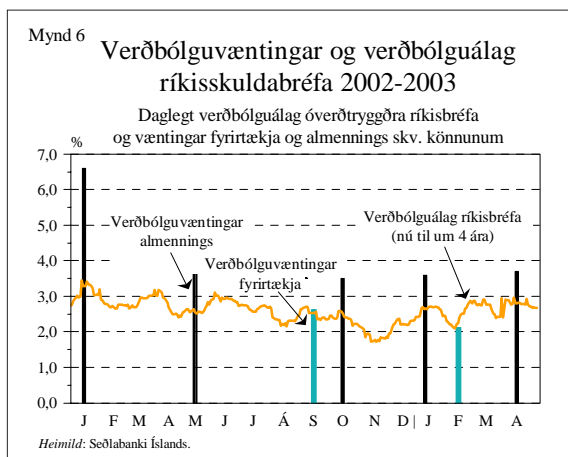
þjónustu veitingahúsa lækkaði. Styrking krónunnar undanfarið hefur leitt til þess að matvörur hafa lækkað í verði um 2,4% undanfarið ár og kann það að hafa haft áhrif á verð veitinga.

#### Verð flestra vörflokka lægra en fyrir ári

Matvörur hafa lækkað um 2,4% á einu ári eins og fyrr greindi. Mest hefur verð innfluttrar matvöru lækkað, eða um 5,5%, sem rekja má til hækkunar gengis krónunnar. Verð innlendrar matvöru hefur einnig lækkað. Verð búvöru og grænmetis hefur t.d. lækkað um 2,3% og verð annarrar matvöru um 1%. Offramboð og verðstríð á kjötmarkaði hefur leitt til lækkunar á kjötverði um rúm 4% undanfarna þrjú mánuði og tæplega 6% undanfarið ár. Aðrar innfluttar vörur en matvörur hafa lækkað í verði um tæp 2% undanfarið ár. Þeir vörflokkar sem ekki hafa lækkað í verði undanfarið eru bensín, áfengi og tóbak og innlendar vörur aðrar en matvörur.

#### Verðbólguálag ríkisskuldabréfa og verðbólguvæntingar stærstu fyrirtækja landsins sýna verðbólguvæntingar um eða undir verðbólgu markmiði næstu tvö árin

Verðbólguálag á óverðtryggt ríkisskuldabréf með tveggja ára líftíma hefur að undanfögnu verið svipað og í lok janúar, þ.e.a.s. um eða undir 2%. Álag á vexti óverðtryggðra skuldabréfa með lengri líftíma hefur hins vegar hækkað nokkuð á tímabilinu, þrátt fyrir tímabundna lækkun fyrstu dagana í febrúar sem gekk til baka og vel það fyrir lok mánaðarins. Í fyrstu viku máfmánaðar var verðbólguálag á skuldabréf með

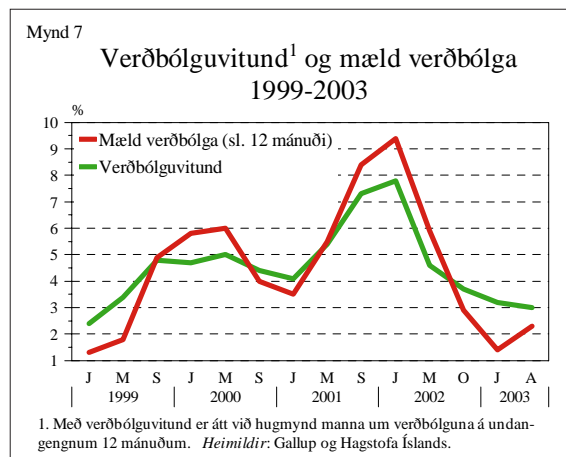


4 og 6 ára líftíma 0,1 og 0,5 prósentum hærra en í síðustu viku janúar.

Í febrúar gerðu forsvarsmenn stærstu fyrirtækja landsins ráð fyrir að vísitala neysluverðs myndi hækka um 2,1% á næstu tólf mánuðum og 2,4% á ársgrunni næstu tvö árin. Það er nokkurn veginn í samræmi við spá Seðlabankans á þeim tíma, en nokkur lækkun frá niðurstöðum sambærilegrar könnunar í september. Þá gerðu þeir ráð fyrir 2,6% verðbólgu næstu tólf mánuði. Þetta er einnig í ágætu samræmi við spá sérfræðinga á fjármálamarkaði (sjá rammagrein 4 á bls. 27).

#### Almenningur væntir örlítið meiri verðbólgu en hann gerði í janúar en bil á milli mældrar verðbólgu og verðbólguvitundar minnkar

Í apríl gerði almenningur ráð fyrir að verðbólga næstu tólf mánuði yrði 3,7%, sem er 0,1% meiri verðbólga en hann gerði ráð fyrir í janúar. Flestir gerðu ráð fyrir að verðbólga næstu tólf mánuði yrði u.þ.b. 3%. E.t.v. hefur gætt áhrifa komandi alþingiskosninga og áforma um stórauvin umsvif á þessu ári. Verðbólguvitund almennings var töluvert nær mældri verðbólgu í apríl en í janúar. Í apríl taldi almenningur að verðbólga undanfarna tólf mánuði hefði verið 3% en 3,2% í janúar. Mæld verðbólga var hins vegar 2,3% í apríl og 1,4% í janúar.



#### Ytri skilyrði og framleiðsla

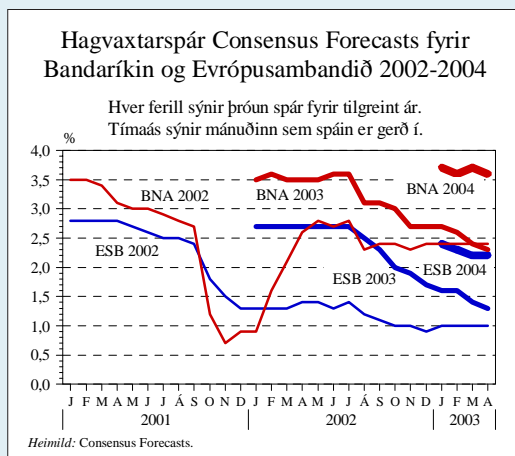
Ekki hafa orðið miklar breytingar í ytri skilyrðum þjóðarþúsins sl. tvö ár, þrátt fyrir töluverðar sveiflur innan hvers árs. Afli var mikill á fyrri hluta sl. árs, en



## Rammagrein 1 Ástand og horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og áhrif á íslenskan þjóðarbúskap

### Horfur í heimsbúskapnum

Fyrri hluta ársins 2002 benti margt til þess að heimsbúskapurinn væri að ná sér á strik og fram eftir árinu var gert ráð fyrir góðum hagvexti árið 2003. Sl. haust dró þó talsvert úr væntingum um áframhaldandi hagvöxt. Nýjustu tölur, meðal annars fyrir Bandaríkin og Bretland, benda til þess að vöxtur á fyrsta fjórðungi ársins hafi jafnvel verið enn minni en búist var við. Hagvaxtarspár hafa því farið lækkandi (sjá mynd). Iðnaðarframleiðslan bæði austan hafs og vestan er ennþá í lægð og atvinnuleysi hefur haldist hátt eða hækkað. Hagvísar sem mæla framtíðarhorfur eru veikir. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáir nú 3,2% hagvexti í heiminum í ár, 2,2% í Bandaríkjunum og 1,1% fyrir evrusvæðið. Spá OECD er á svipuðum nótum (sjá töflu 20 í töfluviðauka).



Ástæður hægs bata eru ýmsar: Olíuverð var óstöðugt og fór ört hækkandi frá því seint á árinu 2002 og fram undir stríðslok í Írak. Almenn óvissa vegna stríðsins olli því að fyrirtæki og heimili héldu að sér höndum og biðu átekta. Veruleg umframframleiðslugeta heldur aftur af fjárfestingu, en hún er arfur síðustu uppsveiflu, sem endaði í hlutafjárkreppu og offjárfestingu. Að loknu Íraksstríði er ýmsum áhyggjum eytt og olíuverð er að ná jafnvægi, verulega lægra en fyrir Íraksstríðið. Hlutabréfamarkaðir eru enn í lægð, en hafa þó braggast nokkuð frá því fyrir stríðið.

Á undanförunum misserum hefur eftirspurn víða verið haldið uppi af einkaneyslu og fjárfesting er ekki ennþá farin að taka nægilega við sér til að knýja hagvöxt. Það er ekki síst í Bandaríkjunum sem einkaneyslan hefur verið mikilvæg, sem sést glöggt á meðfylgjandi töflu. Einkaneysla þar óx langt umfram vöxt landsframleiðslu árin 2001 og 2002, en næstu tvö ár er gert ráð fyrir meira jafnvægi. Á evrusvæðinu var vöxtur einkaneyslu meira í takt við hagvöxt þessi ár.

### Sögulegar hagtölur og spá Consensus forecasts 2001-2004

%	Bandaríkin				Evrusvæðið			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Hagvöxtur	0,3	2,4	2,3	3,6	1,4	0,8	1,0	2,0
Aukning einkaneyslu	2,5	3,1	2,3	3,3	1,8	0,6	1,1	1,8

Lágir vextir og húsnæðisverðbólga hafa í Bandaríkjunum, Bretlandi og víðar viðhaldið mikilli neyslu, sem að verulegu leyti hefur verið fjármögnuð með lántökum á grundvelli aukins veðrymis verðmætari eigna. Vextir eru nú í sögulegu lágmarki og síður að vænta mikillar lækkunar úr þessu. Dregið hefur úr hækkan húsnæðisverðs og mögulegt að tímabil verðhjöðunar fasteignaverðs sé framundan. Þá þrengir að á vinnu- markaði bæði austan hafs og vestan sem að sjálfsögðu dregur úr kaupmætti. Við slíkar kringumstæður er nokkur hætt á að einkaneyslan gefi eftir áður en bati fjárfestingar hefur náð sér á strik. Í versta falli gæti hlotist af annað samdráttartímabil, þótt spár geri almennt ekki ráð fyrir því.

Meiri líkur er taldar á hægum efnahagsbata á þessu ári og enn frekar á því næsta. Vissulega eru blikur á lofti – eins og jafnan. Skæð lungnabólga hefur geisað í Asíu og borist víða. Hún hefur þegar haft veruleg áhrif á efnahag Kína og Hong Kong. Heimsfaraldur hefði alvarlegar afleiðingar, en eins og sakir standa virðist ekki mikil hætt á honum. Mikill halli á ríkisbúskap Bandaríkjamanna og í minna mæli Þýskalands og fleiri Evrópulanda veldur líka áhyggjum. Viðvarandi halli gæti leitt til vaxtahækkana.

### Áhrif á íslenskan þjóðarbúskap

Þótt enn sé lægð í heimsbúskapnum og ekki hægt að útiloka annað samdráttarskeið í mikilvægum viðskiptalöndum hefur að minnsta kosti dregið nokkuð úr einum áhættuþætti fyrir íslenskan þjóðarbúskap. Þegar yfirburðir Bandaríkjanna í stríðinu í Írak urðu ljósir og greinilegt var að mestu átökunum lyki án þess að olú-lindir Íraka yrðu fyrir verulegum skemmdum lækkaði olúverð hröðum skrefum, því að þar með jukust einnig líkur á að viðskiptabanni Sameinuðu þjóðanna yrði fljótlega aflétt og að framleiðsla hæfist af fullum krafti. Sveiflur í olúverði eru jafnan miklar. Því er ástæða til að skoða hve mikil áhrif þessar sveiflur hafa á íslenskan þjóðarbúskap. Áhrifin eru bæði bein og óbein og erfitt að meta þau að fullu, en hér verður fyrst og fremst staldrað við hin beinu áhrif. Skoðuð eru áhrif 10% verðhækkunar orku (olíu og bensíns), sem reyndar er tiltölulega hófleg verðbreyting miðað við undanfarna áratugi. Stundum hafa verðsveiflur verið margfalt meiri. Helstu bein áhrif eru þessi:

- Innflutt orka nam á sl. ári 15 ma.kr. eða u.þ.b. 2% af þjóðartekjum. Hækkun olíu og bensíns um 10% lækkar því þjóðartekjur um 0,2%.
- Vægi bensíns í vísitölu neysluverðs er u.þ.b. 4%. Að gefnum venjulegum forsendum um álagningu olúfélaga má reikna með að 10% verðhækkun á innkaupsverði bensíns leiði til um 6% hækkunar útsöluverðs og 0,3% hækkunar vísitölu neysluverðs, sem aftur leiðir til samsvarandi rýrnunar kaupmáttar og hækkunar verðtryggðra skulda heimila. Hvort tveggja kann að leiða til minni einkaneyslu þótt þau áhrif kunni að vera breytileg og ráðast líklega af því hvort litíð er á verðbreytingarnar sem tímabundnar eða varanlegar.
- Innflutt eldsneyti er stór þáttur í rekstrarkostnaði ýmissa atvinnugreina, t.d. sjávarútvegs. Langstærsti notandi eldsneytis er fiskiskipastóllinn, sem brennir innfluttri orku fyrir 7-8 ma.kr. á ári. Vægi eldsneytis útgerðarinnar nemur 10-12% heildargjalda og 8-9% tekna. Áhrif fyrrgreindra verðbreytinga á orku myndu því minnka framlegð útgerðarinnar u.þ.b. um 1½ prósentu af veltu.

Hin beinu áhrif eru auðvitað aðeins hluti af heildaráhrifunum. Breytingar á orkuverði hafa áhrif á heimsbúskapinn allan. Verðhækkun dregur úr eftirspurn og að endingu verður t.d. allt innflutningsverð

fyrir áhrifum. Verðbólguáhrifin geta orðið langvinn, leitt til togstreitu um hlutdeild launa og fjármagns í skiptingu þjóðartekna og breytinga á vöxtum. Einkum á þetta við ef sveiflurnar verða miklar og langvarandi, eins og á áttunda og níunda áratugum síðustu aldar. Ef ríkisfjármálum er beitt til að veða á móti samdráttaráhrifum getur það leitt til enn frekari hækkunar vaxta. Eitt af því sem valdið hefur áhyggjum að undanfögnu er vaxandi halli hins opinbera í ýmsum OECD-ríkjum. Hafa umskiptin verið sérstaklega snörp í Bandaríkjunum. Á sama tíma og lægð í þjóðarbúskapnum hefur rýrt tekjur hins opinbera hafa útgjöld aukist vegna stríðsrekstrarins og skattar verið lækkaðir. Leiði þessi umskipti að lokum til hærri vaxta gætu áhrifin á íslenskan þjóðarbúskap orðið umtalsverð. Til þess að varpa ljósi á þessi áhrif má skoða áhrif 1% hækkunar erlendra vaxta á þjóðarbúskapinn:

Miðað við hreinar skuldir þjóðarbúsins í lok sl. árs nema áhrifin u.þ.b. 1,7% af útflutningstekjum, eða 0,7% af þjóðartekjum. Til að varpa ljósi á hve stórar sveiflurnar geta orðið má geta þess að á árunum 2000-2002 lækkuðu hreinar vaxtagreiðslur þjóðarbúsins úr u.þ.b. 10% af útflutningstekjum í 5½%.<sup>1</sup> Gangi vaxtalækkunin sem olli þessari breytingu til baka myndi aukinn þáttatekjuhalli rýra þjóðartekjur um 1½%-2%. Þá eru enn ótalin áhrif hærri erlendra vaxta á fjárfestingu fyrirtækja.

Segja má að versta hættan á áföllum fyrir íslenska þjóðarbúskapinn sé afstaðin. Hún hefði fólgið í verulegri hækkun olúverðs, sem hefði leitt til aukinnar verðbólgu, samdráttar í einkaneyslu viðskiptalanda, lækkunar útflutningsverðs og hærri erlendra vaxta. Vegna þess hve skuldsett íslenska þjóðarbúið er má auðveldlega hugsa sér að slík atburðarás hefði fært þjóðartekjur niður um nokkrar prósentur. Eftir stendur að þegar lægðin í heimsbúskapnum er á enda og vextir taka að hækka á ný verður ábati Íslands af því minni en landa sem ekki eru jafn skuldsett, sérstaklega ef batinn í einkaneyslu verður hægur. Hitt er annað mál að hagvöxur á Íslandi mun að miklu leyti ráðast af öðrum þáttum á næstu árum, sem ekki verða raktir nánar hér.

1. Í byrjun níunda áratugarins var hlutfallið mun hærra þrátt fyrir lægri skuldir, enda erlendir vextir þá mun hærri en á sl. áratug.

dalaði þegar leið á árið og hefur verið heldur slakari en á síðasta ári það sem af er árinu. Verðlag sjávarafurða lækkaði töluvert um miðbik sl. árs, en rétti heldur úr kútnum er leið á veturinn. Þannig var verðið í erlendum gjaldmiðlum tvo fyrstu mánuði þessa árs um 3% hærra en meðalverð seinasta árs. Olíu- og bensínverð lækkaði verulega yfir árið 2001, hækkaði á sl. ári og framundir átökin í Írak, en hefur síðan fallið á ný. Því má segja að skipst hafi á skin og skúr-ir, en breytingar ekki orðið afgerandi eða langvarandi.

Aflabrögð voru dræmari fyrstu þrjá mánuði ársins en á sama tíma undanfarin ár. Munar þar mest um að uppsjávarafllinn var rúmlega 300 þús. tonnum minni í ár en í fyrra. Þá var þorskaflinn rúmlega 8% minni, en afli annarra tegunda botnfisks jókst nokkuð. Útflutningur sjávaraflla það sem af er árinu hefur verið heldur meiri að magni en fyrir ári, þrátt fyrir minni afla. Áhrif mun minni veiða á bræðslufiski eru ekki komin fram að fullu, né þorskeiðibanns á hrygningartíma, sem stóð yfir í apríl-mánuði sl. Horfur eru á að útflutningur sjávaraflla á árinu öllu verði u.þ.b. óbreyttur frá fyrra ári. Um það er þó mikil óvissa, því að aflaheimildir fyrir næsta fiskveiðiár, sem hefst 1. september nk., hafa ekki verið ákveðnar. Þess utan er mikil óvissa um gengd loðnustofnsins og aflaheimildir úr honum á haust- og vetrarvertíð. Töluverðar líkur eru á að aflaheimildir í þorski og jafnvel ýsu, sem eru tvær verðmætustu botnfisktegundirnar, verði auknar á næsta fiskveiðiári. Áhrif af auknum aflaheimildum munu þó að mestu leyti koma fram á árinu 2004.

Hækkun eldsneytisverðs af völdum stríðsástands í Mið-Austurlöndum hefur gengið til baka undanfarnar vikur. Meðalverð hráolúu fyrstu þrjá mánuði ársins var rúmlega fjórðungi hærra en meðalverð ársins 2002 og verð á unninni olíuvöru og bensíni þriðjungi hærra. Þessi hækkun hefur nú gengið til baka að mestu. Með hliðsjón af framvirku verði má búast við að meðalverð þessa árs verði svipað og í fyrra, og eldsneytisverð haldi áfram að lækka fram á næsta ár. Líklegt er að olíuverð haldist hóflegt á næstunni og gæti jafnvel fallið enn frekar ef viðskiptabanni Sameinuðu þjóðanna gegn Írak verður aflétt og farið verður að dæla olíu úr olíulindum landsins í miklum mæli, en þekktar olíulindir Íraka eru hinar næstmestu í heiminum. Eldsneyti á heimsmarkaði er verðlagt í Bandaríkjadöllum, sem hafa lækkað verulega að undanförmu. Útsölverð í krón-

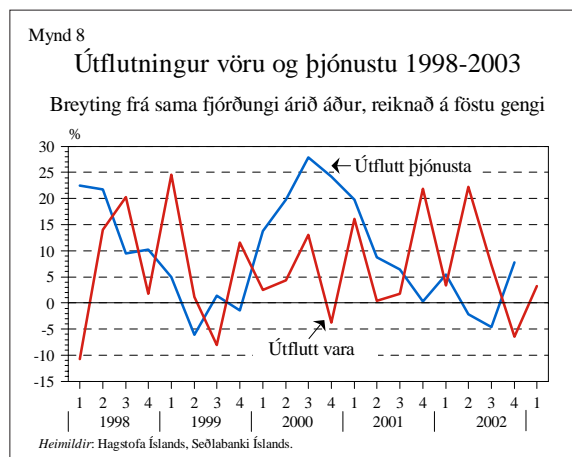
um ætti því að lækka meira en sem nemur verðlækkun í döllum.

Efnahagsbatanum sem búist hefur verið við í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur hins vegar seinkað. Ófriðurinn við Persaflóa kann að hafa haft umtalsverð áhrif á nýlegar hagtölur, en of snemmt er að fullyrða hvort lok stríðsins muni bæta ástandið verulega. Minnkandi vöxtur einkaneyslu er sérstakt áhyggjuefni og gæti ýtt undir verðlækkun á helstu útflutningsafurðum. Slaki á útflutningsmörkuðum hefur þegar birst í heldur lægra verði sjávarafurða og horfur eru taldar á nokkru lakara útflutningsverði sjávarafurða á næstunni.

Efnahagslægðin sem ríkt hefur í viðskiptalöndun-um að undanförmu hefur ekki verið að öllu leyti neikvæð fyrir íslenskan þjóðarbúskap. Hún hefur leitt til þess að vextir hafa verið lágir – og það kemur sér vel fyrir hið skuldsetta íslenska þjóðarþú, eins og fjallað er um í rammagrein 1.

#### Verðlækkun útflutnings á fyrsta fjórðungi ársins

Vöruútflutningur á fyrsta fjórðungi ársins jókst um 7-8% að magni frá fyrra ári, eftir nokkra lögð um áramótin. Verðmæti útflutningsins í krónum dróst eigi að síður verulega saman, eða um tæplega 7%, því að bæði lækkaði verð sjávarafurða nokkuð í erlendum gjaldmiðlum og gengi erlendra gjaldmiðla lækkaði um 10% gagnvart krónunni. Útflutningur sjávarafurða var lítillaga meiri en fyrir ári, þrátt fyrir slakan afla fyrstu mánuði ársins. Verðmæti útflutts sjávaraflla minnkaði hins vegar um 10% í krónum. Álútflutningur var einnig umtalsvert meiri að magni,



en miklar mánaðarsveiflur einkenna álútlutning. Útlutningur annarrar iðnaðarvöru það sem af er árinu hefur verið minni en í fyrra. Utanríkisviðskiptin eru oft sveiflukennd í byrjun árs, og birgðahreyfingar og tímasetning frídaga geta haft áhrif. Því er varasamt að draga sterkar ályktanir af þróuninni til þessa.

#### *Innflutningur án skipa og flugvéla hefur aukist töluvert frá fyrra ári*

Ef horft er fram hjá innflutningi flugvéla fyrir tæpa 6 ma.kr. í mars í fyrra var innflutningur á fyrsta fjórðungi ársins 11% meiri á föstu gengi en fyrir ári. Í apríl var samkvæmt fyrstu vísbendingum einnig nokkur vöxtur. Magnvöxtur á fyrsta fjórðungi ársins er áætlaður töluvert minni, eða u.þ.b. 6%, sem virðist mega rekja til dýrari ökutækja, og verðhækkunar bensíns og lyfja. Hafa ber í huga að innflutningur, að flugvélinni frátalinni, var á botni lægðar á fyrsta fjórðungi sl. árs, tók síðan nokkuð við sér fram á sumar en minnkaði á ný það sem eftir var ársins. Einkum er áberandi að innflutningur varanlegrar neysluvöru var u.þ.b. fimmtungi meiri að magni en fyrir ári. Þar af jókst bifreiðainnflutningur um ¾ og verðmæti innfluttra fólksbíla næstum tvöfaldaðist á föstu gengi. Innflutningur annarrar varanlegrar neysluvöru jókst um þriðjung. Einnig jókst innflutningur eldsneytis mikið, sem endurspeglar verðhækkun olíu, sem nú hefur gengið til baka, en einnig aukna orkunotkun.

Mikill afgangur var á vöruviðskiptum við útlönd fyrstu tvo mánuði ársins, en 0,6 ma.kr. halli í mars. Fyrstu þrjá mánuðina var afgangurinn 6,6 ma.kr., samanborið við 4,8 ma.kr. í fyrra, reiknað á meðalgengi janúar-mars 2003. Ef frá er talinn innflutningur skipa og flugvéla hefur afgangurinn hins vegar minnkað um tæplega 3 ma.kr.

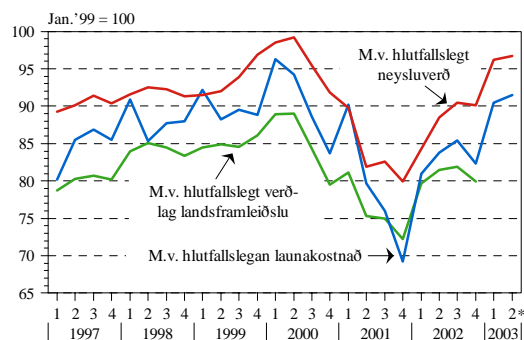
#### *Samkeppnisstaða fyrirtækja versnaði sl. ár vegna hærra gengis ...*

Afkomu fyrirtækja sem skráð eru í Kauphöll Íslands var góð á sl. ári. Velta jókst umtalsvert, framlegð var með ágætum og hagnaður eftir skatta stórkjóst. Innan ársins urðu þó breytingar á rekstrarumhverfi fyrirtækja sem ekki voru þeim öllum hagfelldar. Hin mikla aukning hagnaðar eftir skatta skýrist að miklu leyti af lækkuðum fjármagnsliða, sökum gengishækkunar krónunnar og lægri vaxta – bæði innanlands og er-

lendis. Samkeppnisstaða útlutnings- og samkeppnisfyrirtækja versnaði þó eftir því sem leið á árið. Sjávarútvegur þurfti einnig að glíma við lægra afurðaverð á seinni helmingi ársins. Gengi krónunnar hækkaði um 13% milli síðustu fjórðunga árána 2001 og 2002. Raungengi á mælikvarða launa hækkaði á sama tíma um tæplega 19%, en 12½%, ef miðað er við hlutfallslegar breytingar neysluverðlags. Það sem af er árinu hefur raungengið haldið áfram að styrkjast og hafði á fyrsta fjórðungi ársins hækkað um 6½% á mælikvarða verðlags frá fyrri ársfjórðungi og enn meira á mælikvarða launa. Þetta eru miklar breytingar, og er sveiflan enn meiri ef miðað er við síðasta fjórðung ársins 2001, þegar gengi krónunnar var sem lægst. Frá þeim tíma hafði raungengi á mælikvarða launa hækkað um 30% á fyrsta fjórðungi ársins. Raungengi hefur það sem af er árinu verið nálægt hámarki þess árið 2000. Á launakvarða var það 7,8% yfir 10 ára meðaltali og 2½% yfir 20 ára meðaltali, en þó mun lægra en í toppunum árin 1981-1982 og 1987-1988. Meðaltöl eru ekki einhlítur mælikvarði á hvort gengi er hátt eða lágt, eða samkeppnisstaða góð eða slæm. Um það er nánar fjallað í viðauka í lok kaflans.

Mynd 9

#### Raungengi krónu 1997:1 - 2003:2

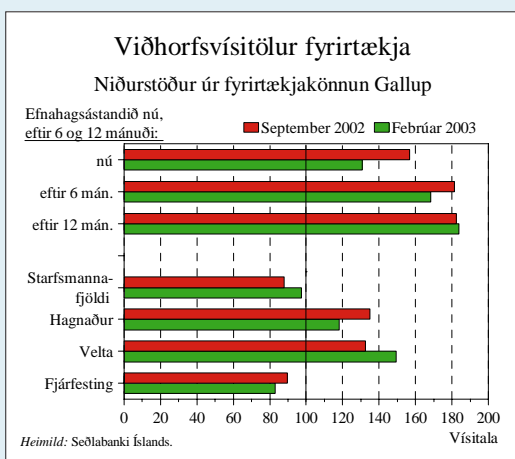


\* Spá fyrir 2. ársfjórðung 2003. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Því hefur verið haldið fram að þeir mælikvarðar á raungengi sem venjulega er miðað við gefi ekki rétta mynd af samkeppnisstöðu íslenskra fyrirtækja vegna þess að hækkuð innlends launakostnaðar umfram erlendan sé vanmetin í þeim launavísitölum sem stuðst hefur verið við. Slík skekkja ætti ekki að vera fyrir hendi ef notað er verðlag innlendrar og erlendrar landsframleiðslu í stað launa- eða verðvísitalna. Á

## Rammagrein 2 Áform og væntingar íslenskra fyrirtækja

I annað sinn hefur Gallup kannað væntingar og áform 400 stærstu fyrirtækja Íslands fyrir Seðlabankann og fjármálaráðuneytið. Fyrsta könnunin var gerð í september 2002 en sú sem hér er til umfjöllunar í febrúar í ár. Eins og áður var spurt um álit á efnahagsástandi og framtíðarsýn, þróun verðlags, vaxta og gengis og ýmislegt er varðar fyrirtækin s.s. veltu, birgðir og starfsmannafjöldi. Spurningar eru ýmist meginlegar eða eigindlegar. Svör við eigindlegum spurningum eru reiknuð í vísitölur.



Samanburður á könnuninum tveimur sýnir að forráðamenn fyrirtækja voru ekki eins ánægðir með ástand og horfur í febrúar sl. og í september 2002. Þetta sést á meðfylgjandi mynd af meginniðurstöðum beggja kannana. Þó eru þeir álíka hjartsýnir á efnahagsástandið eftir tólf mánuði og veltuvísitalan og vísitala starfsmannafjölda hækkað. Hins vegar lækka hagnaðarvísitala og vísitala fjárfestingar. Það þýðir þó ekki að menn séu sérstaklega svartsýnir: Tæpir ¾ svaraenda gera ráð fyrir að hagnaður í ár verði álíka eða meiri en í fyrra. Í sjávarútvegi virðast forráðamenn hafa minni framtíðarvæntingar en í öðrum atvinnugreinum. Þá búast fyrirtæki á höfuðborgarsvæðinu við betri tíð en fyrirtæki á landsbyggðinni. Taflan sýnir svör við völdum spurningum.

### Kannanir Gallup í september 2002 og febrúar 2003<sup>1</sup>

	September 2002	Febrúar 2003
% nema annað sé tekið fram		
Fjölgun, óbreyttur fjöldi eða fækkun starfsmanna næstu 6 mánuði (vísitala) .....	88	97
Breyting á starfsmannafjölda á árinu .....	-2,4	-0,3
Raunbreyting veltu frá fyrra ári .....	-1,6	4,6
Breyting meðallauna á næstu 6 mánuðum .....	1,7	2,2
Verðbreyting afurða næstu 12 mánuði .....	1,6	1,3
Verðbreyting aðfanga næstu 12 mánuði .....	3,4	1,8
Stýrivextir Seðlabanka eftir 12 mánuði .....	6,8	5,4
Verðbólga næstu 12 mánuði .....	2,6	2,1
Breyting á gengi krónu næstu 12 mánuði .....	-1,5	-2,8

1. Taflan sýnir prósentubreytingar nema fyrir vexti (prósentur) og fjölgun/fækkun starfsmanna (vísitala). Vísitalan tekur gildi frá 0 til 200. Gildi nálægt 100 þýðir að jákvæð og neikvæð svör hafi svipað vægi.

Forráðamenn fyrirtækjanna álitu að velta muni vaxa að meðaltali um tæp 5% í ár en í fyrrahaust áttu þeir von á samdrætti í heildarveltu ársins 2002. Í samræmi við það ætluðu fyrirtækin lítið sem ekkert að fækka starfsmönnum í ár, en í fyrrahaust töldu þau að um fækkun yrði að ræða árið 2002. Jafnframt virðast þau gera ráð fyrir nokkru launaskriði. Að meðaltali var gert ráð fyrir 2,2% hækkun meðallauna næstu sex mánuði, en þegar spurt var í febrúar höfðu umsamdar launahækkanir ársins 2003 þegar komið fram. Í takt við minni verðbólguvæntingar en í september bjuggust forráðamennirnir við minni verðhækkun afurða og aðfanga, en töldu þó sem fyrr að verð aðfanga myndi hækka umfram afurðaverð. Svör við spurningu um stýrivexti bæði nú og í september virðast markast af gildandi vöxtum þegar könnunin var gerð. Athyglisvert er að forráðamenn fyrirtækja gerðu ráð fyrir meiri lækku krónunnar næstu tólf mánuði en í september 2002. Þegar spurt var í febrúar hafði krónan styrkst nokkuð frá haustinu og ákvarðanir um virkjunar- og stóriðjuframkvæmdir voru nýtekna.



hinn bóginn fylgir þeim mælikvarða sá galli að breytingar á viðskiptakjörum geta valdið raungengisbreytingum sem ekki endurspeglar breytta samkeppnisstöðu.<sup>3</sup> Einnig er það galli að ársfjórðungsleg gögn er einungis hægt að skoða stutt aftur í tímann. Eins og mynd á bls. 32 sýnir gefur þessi mælikvarði mjög svipaða niðurstöðu fyrir árið 2003 og hinir fyrrnefndu. Samkvæmt spám verður raungengi krónunnar að meðaltali 7% hærra en undanfarin 10 ár, en u.þ.b. jafnt 20 ára meðaltali. Frávik frá 10 ára meðaltali er minna en á launakvarða en meira en á kvarða hlutfallslegs neysluverðlags og frávik frá 20 ára meðaltali er minna en ef miðað er við hina kvarðana (sjá einnig viðauka).

Ljóst er að svo miklar sveiflur hafa afar misjöfn áhrif á fyrirtæki eftir eðli starfsemi þeirra. Samkeppnisstaða útflutningsgreina hefur versnað, en staða skuldsettra fyrirtækja í þjónustu og verslun batnað.

#### ... sem birtist í lakari afkomu á síðasta fjórðungi sl. árs en fyrri hluta ársins

Ætla má að jafnmiklar sveiflur í samkeppnisstöðu komi fram í afkomu fyrirtækja. Á heildina litið hefur afkoman þó e.t.v. ekki versnað eins mikið og ætla mátti, ef marka má uppgjör fyrirtækja sem skráð eru í Kauphöllinni, en nýlegar upplýsingar um önnur fyrirtæki liggja ekki fyrir. Afkoma skráðra fyrirtækja versnaði nokkuð eftir því sem leið á sl. ár. Á síðasta fjórðungi ársins var hlutfall framlegðar allra skráðra atvinnufyrirtækja af veltu 6,9%, en yfir allt árið var það 10,2%. Hagnaður eftir skatta hækkaði hins vegar nokkuð sakir gengishagnaðar af erlendum lánnum. Mest minnkaði framlegðin hjá sjávarútvegsfyrirtækjunum. Fyrstu þrjú fjórðunga liðins árs var framlegðarhlutfallið að jafnaði 26%-28%, en hafði lækkað í 17,3% á síðasta fjórðungi ársins. Hins vegar vekur athygli að framlegðarhlutfallið lækkaði ekki hjá iðnaðar- og lyfjafyrirtækjunum, þrátt fyrir lægra útflutningsgengi, en meginhluti veltu þeirra er vegna útflutnings. Sama á við um útflutningsfyrirtæki sjávarafurða. Þessi fyrirtæki hafa mörg hver starfsstöðvar eða reka dótturfyrirtæki erlendis. Erfitt er að meta breytingar sem hafa átt sér stað í framlegð ann-

arra atvinnugreina, því að velta og afkoma flestra þeirra er tiltölulega árstíðarbundin. Segja má að afkoma skráðra fyrirtækja á síðasta fjórðungi sl. árs hafi enn verið viðunandi, þótt hún hafi verið mun lakari en fyrri hluta ársins. Áframhaldandi hækkun raungengis og verðlækkun afurða hefur þringt enn frekar að útflutningsfyrirtækjum fyrstu mánuði þessa árs. Hins vegar hefur hagur skuldugra fyrirtækja í þjónustugeiranum vænkast.

Tafla 1 Yfirlit um afkomu og efnahag skráðra fyrirtækja í Kauphöll Íslands 1999-2002

	Í % nema annað sé tekið fram			
Öll skráð atvinnufyrirtæki	1999	2000	2001	2002
Velta (ma.kr.).....	285,9	360,7	425,6	456,4
Fjármagnsliðir (ma.kr.).....	-1,0	-12,6	-17,2	9,8
Veltufé frá rekstri (ma.kr.).....	15,0	21,4	26,5	35,3
Framlegð (EBITDA)/velta .....	7,1	9,2	10,1	10,2
Hagnaður e. skatta/velta.....	2,3	-0,6	0,8	8,6
Arðsemi heildareigna .....	6,9	8,9	10,0	9,1
Arðsemi eiginfjár .....	6,7	-2,0	2,4	20,9
Eiginfjárhlutfall .....	33,0	31,1	30,6	36,7
Velta/heildareignir .....	0,97	0,97	0,99	0,89
<i>Sjávarútvegsfyrirtæki</i>				
Framlegð/velta.....	13,7	17,7	27,1	23,3
Hagnaður eftir skatta/velta .....	-0,1	-8,6	4,1	18,6
Eiginfjárhlutfall .....	32,7	28	28	33,3
<i>Iðnaðar- og lyfjafyrirtæki</i>				
Framlegð/velta.....	7,0	13,2	12,9	13,3
Hagnaður eftir skatta/velta .....	3,3	2,7	5,2	7,8
Eiginfjárhlutfall .....	43,4	38,1	42,5	37,1
<i>Flutningafyrirtæki</i>				
Framlegð/velta.....	2,3	5,6	5,1	13,4
<i>Upplýsingateknifyrirtæki</i>				
Framlegð/velta.....	4,3	23	17,3	18,2
<i>Fyrirtæki í verslun og þjónustu, verktakar</i>				
Framlegð/velta.....	6,4	6,7	5,6	-0,8

#### Landsframleiðslan dróst saman um 3% á síðasta fjórðungi 2002

Samdráttur landsframleiðslu árið 2002 var ívið meiri á sl. ári en Seðlabankinn hafði áætlað í febrúar, eða ½%. Munurinn liggur einkum í því að útflutningur á síðasta fjórðungi ársins var minni en reiknað hafði verið með, en innflutningur meiri. Útflutningur síðustu þrjú mánuði ársins var 2½% minni en fyrir

3. Hækkun á verði sjávarafurða kemur t.d. fram sem hækkun verðlags landsframleiðslu og raungengis. Vísitalan getur því sýnt verri samkeppnisstöðu þegar staða útflutningsfyrirtækja er í raun að batna.



ári, en undir lok ársins 2001 hafði útflutningurinn verið óvenju mikill, en innflutningur óvenju lítill. Innflutningur á síðasta fjórðungi sl. árs jókst því einnig verulega frá fyrra ári. Sveiflurnar í útflutningi má líklega að nokkru leyti rekja til birgðabreytinga. Einkaneysla hefur smám saman verið að jafna sig eftir dýfuna í kringum áramótin 2001/2002. Á síðasta fjórðungi sl. árs var hún rúmlega 1% meiri en fyrir ári, en á árinu í heild rúmlega 1% minni en árið 2001. Landsframleiðsla á síðasta fjórðungi 2002 dróst saman um 3% frá fyrra ári. Hægari vöxtur útflutnings var helsta ástæðan, en einkaneysla glæddist heldur frá fyrra ári.

Áhrif gengisbreytinga á mismunandi geira þjóðarbúskaparins koma glöggst fram í veltutölum síðustu tveggja mánaða ársins. Ef raunvirt er með vísitölu neysluverðs er niðurstaðan að heildarvelta hafi dregist saman um tæplega 5% frá fyrra ári. Það er hins vegar augljóslega umtalsvert ofmat á samdrætti, því ætla má að u.þ.b. 2/5 veltunnar tengist utanríkisviðskiptum. Verð erlendra gjaldmiðla lækkaði um rúmlega 12½% á tímabilinu og hafði því umtalsverð áhrif á veltuna. Ef tekið er tillit til þessara áhrifa má ætla að heildarvelta hafi verið lítillga meiri undir lok sl. árs en fyrir ári.

Mestur samdráttur varð í heildsölu og byggingastarfsemi, en verulegra gengisáhrifa gæti einnig í heildsölu. Iðnaðarvelta var svipuð og fyrir ári, ef tekið er tillit til áhrifa gengisbreytinga og iðnaðarframleiðsla á heimamarkaði glæddist, eftir tímabil samdráttar frá marsmánuði 2002. Velta í smásölu var óbreytt að raungildi, eftir samdrátt frá septembermánuði 2001, en í ljósi þess að vöruverð hafði lækkað má ætla að raunvirðing með vísitölu neysluverðs feli í sér vanmat á raunvirði veltunnar. Velta

Tafla 2 Velta síðustu tvo mánuði ársins 2002

Breyting frá fyrra ári í %	
Heildarvelta .....	-4,9
-að teknu tilliti til gengisbreytinga.....	1,3
Heildsala.....	-14,0
Byggingarstarfsemi .....	-12,8
Iðnaður.....	-2,7
-að teknu tilliti til gengisbreytinga.....	-0,6
-á heimamarkað.....	1,7
Smásala.....	0,0
Þjónusta .....	6,7
Verðbreyting erlends gjaldeyris.....	-12,6

þjónustugreina jókst verulega frá fyrra ári og meira en mánuðina á undan. Raunvöxtur veltu í þjónustu kann á hinn bóginn að vera ofmetinn í ljósi þess að verð þjónustu í vísitölu neysluverðs hækkaði meira en vísitala neysluverðs á tímabilinu.

### Innlend eftirspurn

#### Vísbendingar um öflugan bata einkaneyslu á fyrsta fjórðungi ársins

Þótt landsframleiðslan hafi dregist saman á síðasta fjórðungi liðins árs voru þjóðarútgjöldin svipuð og fyrir ári, eftir nær tveggja ára samdráttartímabil og einka- og samneysla jókst nokkuð milli ára, eins og fyrr segir. Fjármunamyndun var hins vegar enn mun minni en fyrir ári. Veltutölur fyrstu mánaða ársins benda til þess að sú tilhneiging sem greinileg var í lok sl. árs hafi haldið áfram fram á þetta ár. Tímasetning páska, sem voru í lok mars í fyrra en um miðjan apríl á þessu ári gerir samanburð að vísu erfiðan og skýrir líklega samdrátt veltu í dagvöruverslunum í mars miðað við sama tíma í fyrra, og lítinn raunvöxt á fyrsta fjórðungi ársins. Hins vegar var greiðslukortavelta fyrstu þrjá mánuði ársins 8,3% meiri að raungildi en fyrir ári. Gögn um vöruinnflutning benda einnig til verulegs bata í einkaneyslu. Innflutningur neysluvöru var næstum fimmtungi meiri fyrstu þrjá mánuði ársins en fyrir ári og jókst innflutningur bifreiða og annarrar varanlegrar neysluvöru sérstaklega mikið. Sennilegt er að þessi uppsveifla nái ekki síður til innfluttrar

Tafla 3 Vísbendingar um eftirspurn á fyrsta ársfjórðungi 2003

Breyting frá fyrra ári í %	
Dagvöruvelta janúar-mars, raunbreyting .....	0,9
Greiðslukortavelta janúar-mars, raunbreyting .....	8,3
Bifreiðaskráning janúar-mars, % fjölgun .....	56,8
Sementssala janúar-mars, tonn, % breyting .....	19,7
Almennur innflutningur janúar-mars, magnbreyting .....	6,4
Innflutningur neysluvöru, magnbreyting.....	19,4
Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla janúar-mars, magnbreyting.....	11,0
Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu janúar-mars, verðbreyting.....	9,5
Útlán Íbúðalánsjóðs janúar-mars.....	43,3
Tekjur ríkissjóðs af virðisaukaskatti desember 2002 - mars 2003 .....	12,8

þjónustu, þótt ekki liggi fyrir endanleg gögn um þjónustuinflutninginn, en töluverðs bata var farið að gæta þegar undir lok sl. árs. Þá má nefna að útlánvöxtur og þróun húsnæðismarkaðar benda einnig í sömu átt, eins og nánar verður fjallað um hér á eftir.

Ótvírætt er að aukinn kaupmáttur launa, lækkun vaxta, lækkun vöruverðs og þær framkvæmdir sem framundan eru, hafa ýtt undir bjartsýni heimilanna. Þessi þróun er staðfest af væntingavísitölu Gallup.

### Mikil umsvif og verðhækkun á húsnæðismarkaði bera vitni um vaxandi eftirspurn heimilanna

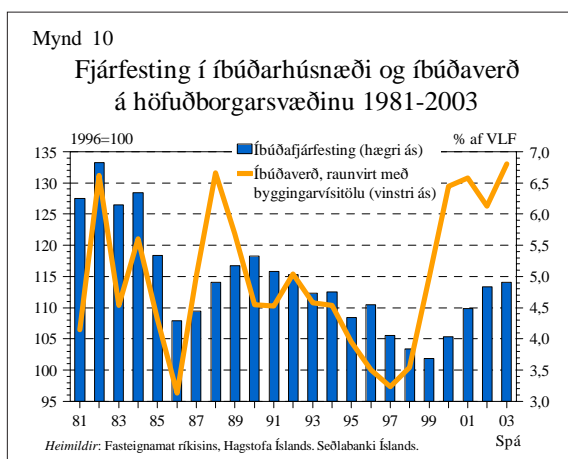
Mikil umsvif á húsnæðismarkaði og hækkun íbúðaverðs að undanfögnu eru líklega skýrasta vísbendingin um vaxandi eftirspurn heimilanna. Eins og getið var um hér að framan má skýra u.þ.b. helming verðbólunnar undanfarna tólf mánuði með hækkun húsnæðiskostnaðar. Umtalsverð hækkun verðlags umfram kostnaðartilefni er jafnan vísbending um að framboð anni ekki eftirspurn, annaðhvort vegna þess að eftirspurn hafi vaxið hraðar en framboðshlið húsnæðismarkaðarins hefur annað á skömmum tíma, eða að framboð húsnæðis hafi verið takmarkað af einhverjum ytri ástæðum. Verðhækkunin skapar um leið hvata til að anna þessari eftirspurn.

Ástæða þess að miklar verðsveiflur geta orðið á verði fasteigna er að „meðgöngutími“ fjárfestingar í húsnæði er nokkuð langur. Það tekur byggingaraðila töluverðan tíma að bregðast við þeim skilaboðum um skort sem verðhækkun felur í sér. Einkenni uppsveiflunnar undanfarna ár er að íbúðaverð hefur haldist óvenju lengi hátt miðað við byggingarkostnað án þess að fjárfesting í íbúðarhúsnæði hafi tekið jafnmikið við

sér og í fyrri uppsveiflum. Frá tímabilinu 1996-1998 hefur verið íbúðarhúsnæðis hækkad um u.þ.b. 30% umfram hækkun byggingarkostnaðar. Að einhverju leyti kann hækkunin að endurspeglar gæðabreytingar, en breytingin er mun meiri en svo að raunhæft sé að reikna með að það skýri nema lítinn hluta breytingarinnar.<sup>4</sup> Að viðbrögð fjárfestingar við svo mikilli verðhækkun umfram kostnað skuli til þessa hafa verið eins hófstíllt og raun ber vitni gæti bent til þess að takmörkun á framboði hafi átt einhvern hlut að máli. Ýmislegt kemur þar til álita. T.d. kann skortur á lóðum að hafa valdið hækkun lóðaverðs og miklar verklegar framkvæmdir á öðrum sviðum gætu hafa haldið aftur af byggingu íbúðarhúsnæðis.

Hvað sem líður hugsanlegum framboðstakmörkunum virðist næsta víst að vöxtur eftirspurnar, ásamt auknu framboði lánsfjár, hafi verið meginþrífkraftur hækkandi fasteignaverðs að undanfögnu. Í fyrri heftum *Peningamála* hefur verið fjallað um skipulagsbreytingar á húsnæðismarkaði sem fela í sér auknið framboð lánsfjár.<sup>5</sup> Í ljósi efnahagsþróunarinnar að undanfögnu má þó álykta að það sé ekki eina ástæða aukinnar eftirspurnar eftir íbúðarhúsnæði og e.t.v. ekki sú helsta:

- Kaupmáttur launa hefur aukist verulega á undanfögnu ári og tók íbúðaverð að hækka u.þ.b. á sama tíma og kaupmáttur að aukast vorið 2002.
- Verðhækkun íbúðarhúsnæðis hefur einnig farið saman við lækkun vaxta, bæði á skammtímafjárskuldbindingum og verðtrygðum lánnum til lengri tíma. Afföll húsbrefa til 25 ára, sem voru u.þ.b. 10% í byrjun sl. árs hafa að undanfögnu verið lítil sem engin. Væntanlegur kaupandi sem fær í hendur verðmeiri húsbref í skiptum fyrir húsnæðisskuldabréf er í stöðu til að bjóða herra verð að öðru óbreyttu án þess að greiðslubyrði hans verði þyngrri. Seljendur virðast því hafa verið í stöðu til að hækka staðgreiðsluverð sem nemur minni afföllum húsbrefanna.
- Hjöðnun verðbólunnar og betri horfur um



4. Hugsanlegt er að vísitala byggingarkostnaðar vanmeti byggingarkostnað nokkuð, einkum vegna vanmats á launakostnaði. Til lengri tíma hefur þetta þó líklega ekki mikil áhrif. Á móti kemur að steypuverð kann að vera ofmetið þar sem ekki er tekið tillit til afsláttarkjara sem hafa orðið algengari með vaxandi samkeppni.
5. Hæri hámarkslán, hærri veðmörk í sumum tilvikum og breytingar á félagslega húsnæðiskerfinu hafa aukið framboð lánsfjár verulega.

verðstöðugleika hafa á sama tíma dregið verulega úr áhættu sem tengist því að greiðslubyrði af verðtrygðum lánum aukist verulega umfram ráðstöfunartekjur.

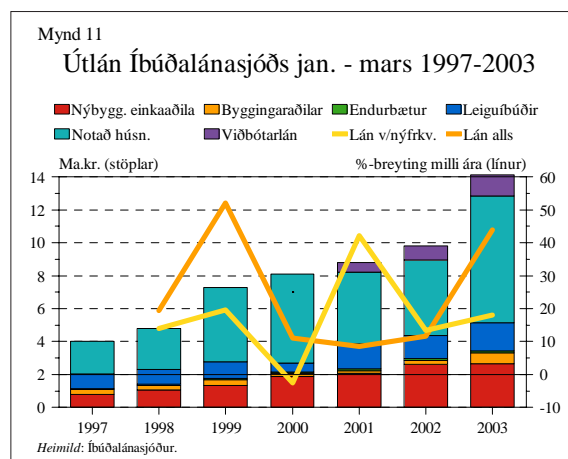
Þess sjást engin merki að uppsveiflan á húsnæðismarkaði sé í rénun. Þvert á móti hafa verðhækkanir fremur sótt í sig veðrið. Einkum hefur verð í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu hækkað ört. Í mars var verðið 14% hærra en fyrir ári og 8,3% hærra en fyrir ½ ári. Lánveitingar til húsnæðiskaupa hafa að sama skapi verið á uppleið í byrjun þessa árs. Á síðasta fjórðungi ársins 2002 voru afgreidd töluvert færri lán hjá Íbúðalánasjóði en á sama tíma árið áður og voru þá líkur leiddar að því að ef sú þróun héldi áfram mætti jafnvel vænta minni húsnæðisverðbólgu. Það hefur ekki gengið eftir. Á fyrstu þremur mánuðum ársins jókst útgáfa húsnæðis frá sama tíma í fyrra. Ekki hafa verið afgreiddar jafn margar lánsúmsóknir hjá Íbúðalánasjóði á fyrsta ársfjórðungi frá upphafi húsnæðisverðbólgu árið 1990.<sup>6</sup> Raunverð íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu er sem fyrr segir orðið hærra en það varð hæst árið 2001. Í ljósi fremur hagstæðrar stöðu og horfa í efnahagsmálum sem hér hefur verið lýst ætti bygging íbúðarhúsnæðis að vera ábatasöm um þessar mundir.

Breytingar á húsnæðismarkaðinum að undanfögnu renna stöðum undir þá skoðun að framboð húsnæðis muni aukast á næstunni. Í vaxandi mæli reisa byggingaraðilar húsnæði fyrir eigin reikning og markaðssetja íbúðir seinna á byggingarferlinu en áður, jafnvel sem fullgerðar íbúðir. Byggingaraðilar hafi því í auknum mæli tekið sjálfir lán hjá Íbúðalánasjóði, hugsanlega vegna minni umsvifa við stærri framkvæmdir. Jafnframt aukast líkur á að framboð geti orðið meira en eftirspurn. Reyndar er líklegt að milt veðurfar sl. vetur hafi einnig ýtt undir byggingarstarfsemi á fyrsta fjórðungi ársins.

Það kann að auka frekar á framboð húsnæðis á næstunni að vaxandi fjöldi leiguíbúða hefur verið byggður á undanfögnu árum, á vegum stærri fyrirtækja, félagasamtaka, hálfopinberra stofnana, skóla og sveitarfélaga. Á síðasta ári var lánað til rúmlega 600 leiguíbúða, en á þessu ári stefnir í að lánað verði til allt að 1.100 leiguíbúða.

6. Heildarlán Íbúðalánasjóðs jukust um tæplega 44% á fyrstu þremur mánuðum þessa árs frá sama tíma í fyrra, þar af lán til byggingaraðila um 162%

Viðskipti með notað húsnæði hafa einnig aukist verulega að undanfögnu. Að hluta til kann endurfjármögnun húsnæðiskaupa gegnum íbúðalánakerfið að vera rót þessara viðskipta (selt og keypt einvörðungu til að fá herra húsnæðislán), en afnám forkaupsréttar sveitarfélaga í gamla félagslega kerfinu og möguleikar á viðbótarlánum eiga einnig hlut að máli. Tæplega 8.000 húsnæðiskaupendur hafa notfært sér rétt á viðbótarláni, sem getur numið allt að 90% af markaðsverði húsnæðis. Mikil notkun viðbótarlána dregur væntanlega úr þörf fyrir leiguhúsnæði og gæti hugsanlega leitt til offramboðs á slíku húsnæði.



*Merki um aukna fjárfestingu í íbúðarhúsnæði og á vegum hins opinbera, en visbendingar um fjárfestingu atvinnuvega eru ekki eins skýrar*

Flest bendir til þess að fjárfesting í íbúðarhúsnæði sé í nokkrum vexti, samanber ofangreint, og muni aukast töluvert á árinu. Einnig má gera ráð fyrir töluverðum vexti í fjárfestingu hins opinbera. Veruleg aukning varð á opinberum útboðum á fyrsta fjórðungi ársins og verð í þessum útboðum hækkaði, jafnvel þótt horft sé framhjá útboði Fáskrúðsfjarðarganga, sem vegur þungt og var nokkuð yfir kostnaðaráætlun. Heimildir um þróun fjárfestingar atvinnuvega eru hins vegar ekki eins skýrar. Vegna fyrrgreindra flugvélarkaupa á fyrsta fjórðungi 2002 mun líklega mælast samdráttur í fjárfestingu atvinnuvega á fyrsta ársfjórðungi 2003, þrátt fyrir að aukinn innflutningur fjárfestingarvöru gæti bent til undirliggjandi bata á meðal fyrirtækja.

## Vinnumarkaður og tekjuþróun

### *Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi enn að aukast en gæti verið að nálgast hámark*

Einhverjar mikilvægustu vísbendingar um þróun innlendrar eftirspurnar er að finna á vinnumarkaði. Þróun á vinnumarkaði á sl. ári bar þess merki að verulega slaknaði á eftirspurn. Atvinna minnkaði, hlutfall atvinnulausra hækkadi, lausum störfum fækkaði og verulega dró úr veitingu atvinnuleyfa til útlendinga. Einnig dró verulega úr launaskriði. Fyrstu mánuði ársins hélt atvinnuleysi áfram að aukast, en nokkur fjölgun lausra starfa og fækkun nýskráninga gætu verið fyrstu vísbendingar um að eftirspurn fari vaxandi á ný.<sup>7</sup> Rétt er að hafa í huga að atvinnuleysi nær jafnan hámarki nokkru eftir að efnahagsbati hefst.

Í mars voru rúmlega 6 þúsund manns á atvinnuleysisráði eða 4% áætlaðs mannafla. Vinnumarkaðsrannsókn Hagstofunnar sýnir áþekka niðurstöðu, en samkvæmt henni var atvinnuleysi 3,9% á fyrsta ársfjórðungi 2003. Að teknu tilliti til árstíma var atvinnuleysi 3,3% og hefur ekki verið svo mikið síðan í desember 1997. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi breyttist lítið og var á bilinu 2,9% til 3% frá september til desember, en hefur aukist síðan og var 3,3% í mars.

### *Dregið hefur úr nýskráningum á atvinnuleysisráði og lausum störfum fjölgar*

Nokkur merki eru um að atvinnuástand sé farið að braggast. Samkvæmt upplýsingum frá vinnumiðlunum hefur dregið verulega úr nýskráningum á atvinnuleysisráði undanfarnar vikur. Undanfarna tvo mánuði hafa laus störf hjá vinnumiðlunum einnig verið fleiri en fyrir ári, sem kann að benda til vaxandi eftirspurnar eftir vinnuafl. Starfsþjálfunarsamningum hefur einnig fjölgað nokkuð það sem af er ári. Á hinn bóginn bendir veruleg fækkun atvinnuleyfa undanfarið ár, einkum nýrra, til þess að minnkandi þörf sé fyrir vinnuafl sem ekki er hægt að fullnægja á innlendum vinnumarkaði. Á fyrsta fjórðungi ársins voru að meðaltali aðeins veitt 43 ný atvinnuleyfi á mánuði, en þau voru tæplega fjórum sinnum fleiri á

sama tíma í fyrra. Ráðning starfsfólks vegna virkjanafurkvæmda er að fara af stað, en fá fyrirhuguð atvinnuáttaksverkefni á vegum ríkis og Reykjavíkurborgar eru hafin. Þegar það gerist, í sumar og á haustmánuðum, mun að líkindum draga töluvert úr atvinnuleysi.

### *Hversu hratt mun atvinnusköpun á næstu misserum draga úr atvinnuleysi?*

Þótt atvinnuleysi hafi aukist verulega á undanföllum mánuðum getur það vart talist hátt í alþjóðlegum samanburði. Í ljósi aukinna fjárveitinga vegna atvinnuáttaks og þess að einhverjar mestu framkvæmdir í sögu þjóðarinnar standa fyrir dyrum er því ástæða til að spyrja hvort það vinnuafl sem er á lausu hér á landi geti fullnægt væntanlegri þörf vegna þeirra. Ekki er sjálfgefið að framkvæmdir vegna stóriðju og fyrirhugað atvinnuáttak skapi störf fyrir þá sem nú eru atvinnulausir.

Ef störf sem skapast vegna atvinnuáttaks og við störfuramkvæmdir höfðu t.d. fremur til menntunar, starfsreynslu og áhuga karla, er líklegt að þær dragi fleiri til sín úr hópi atvinnulausra karla en atvinnulausra kvenna. Ef atvinnuleysi er meira meðal karla með starfsreynslu og menntun við hæfi gæti það auðveldað aðlögun vinnumarkaðarins að aukinni eftirspurn. Skipting atvinnuleysis eftir kynferði gefur ekki skýr svör við þeirri spurningu. Heldur fleiri karlar voru á atvinnuleysisráði í mars en konur, öfugt við ríkjandi mynstur sl. áratug. Hlutfall atvinnulausra var þó herra meðal kvenna. Í mars var árstíðarleiðrétt skráð atvinnuleysi meðal kvenna 3,8% og 2,9% meðal karla.

Samkvæmt vinnumarkaðsrannsókn Hagstofu var atvinnuleysi mest í yngsta (16-24 ára) aldurshópnum, eða 8,5%, og minnst í þeim elsta. Ef yngsti aldurshópurinn er jafnframt hreyfanlegastur, ætti aldurs-samsetning atvinnuleysisins að auðvelda aðlögun vinnumarkaðarins að nýjum þörfum. Spurningin er hins vegar hvort þessi hópur hefur þá reynslu og menntun sem sóst er eftir.

Í mars var töluvert meira atvinnuleysi á höfuðborgarsvæðinu en á landsbyggðinni, eða árstíðarleiðrétt 3,7% á höfuðborgarsvæðinu og 2,7% á landsbyggðinni. Þennan mun má eingöngu rekja til atvinnuleysis meðal karla. Atvinnuleysi karla á höfuðborgarsvæðinu var 1,3 prósentum meira en karla á landsbyggðinni og meðal þeirra jókst atvinnu-

7. Nokkur hækkun launa umfram áætlaðar samningsbundnar launahækkunar á fyrsta fjórðungi ársins gæti hugsanlega gefið slíka vísbendingu einnig, en líklega er fremur um áhrif umsaminna launahækkana sem ekki kom fram í kostnaðarmati að ræða.



leysi mest í vetur. Atvinnuleysi hefur aukist í öllum starfsstéttum undanfarið ár, en þó mismikið. Tæplega þriðjungur atvinnulausra í mars var verkafólk og annar þriðjungur fólk við sölu- og afgreiðslustörf og ýmis önnur þjónustustörf.

Ef fjöldi fólks hefur verið atvinnulaus mánuðum saman kann það að vera vísbending um að hina atvinnulausu skorti hæfni eða hvata til að takast á við ný störf í boði. Á miklum umbrotatímum getur atvinnuleysi hins vegar orðið nokkuð hátt, eingöngu vegna þess að mikill fjöldi fólks þarf að skipta um starfsvettvang, án þess að það feli endilega í sér að hver og einn sé lengi atvinnulaus. Vegna þess hve atvinnuleysi hefur verið lítið árum saman er verulega langvinnt atvinnuleysi sjaldgæft hér á landi. Langtímaatvinnuleysi hefur þó aukist undanfarið ár, eins og jafnan gerist á tímum vaxandi atvinnuleysis. Í mars sl. hafði fjórðungur atvinnulausra verið atvinnulaus í meira en sex mánuði, en 15% fyrir ári.

#### *Kaupmáttur launa 3½% meiri á fyrsta fjórðungi ársins en fyrir ári*

Þótt verulega hafi slaknað á spennu á vinnumarkaði á sl. ári hafa laun áfram hækkað mun meira en í helstu viðskiptalöndum. Samkvæmt launavísitölu Hagstofu hækkuðu laun á almennum markaði um 5,3% milli fyrsta ársfjórðungs 2002 og jafnlengdar á þessu ári og kaupmáttur jókst um 3,4%. Þetta eru mikil umskipti frá sama tíma fyrir ári, en þá hafði kaupmáttur dregist saman um 2,1% á einu ári þrátt fyrir að launabreytingar væru meiri, eða 6,4%. Meginhluti breytingarinnar átti sér stað í byrjun ársins. Laun opinberra starfsmanna og bankamanna hækkuðu nokkru meira, eða um 6,1%.

Launaskrið, þ.e.a.s. sá hluti launabreytinga sem ekki verður skýrður með opinberum kjarasamningum, lækkaði jafnt og þétt á sl. ári og var innan við 1% milli síðustu fjórðunga áranna 2001 og 2002, hvort heldur miðað er við launavísitölu Hagstofunnar eða tölur Kjararannsóknarnefndar.<sup>8</sup> Þessi þróun er í samræmi við aðrar vísbendingar um vaxandi slaka á vinnumarkaði.

8. Samkvæmt könnun Kjararannsóknarnefndar á launum á fjórða fjórðungi sl. árs voru laun þá að meðaltali 4,8% hærri en fyrir ári. Samkvæmt því var launaskrið á tímabilinu 0,6%, sem er verulega minna launaskrið en á sama tíma 2001, þegar það var um 2%, að ekki sé talað um fyrri hluta ársins 2001 þegar það mældist mest 4,5%, sem var töluvert meira launaskrið en ef miðað er við launavísitölu Hagstofunnar. Laun á höfuðborgarsvæði og landsbyggð hækkuðu jafnmikið.

#### Fjármál hins opinbera

##### *Útlit fyrir að afkoma ríkissjóðs veikist milli ára miðað við það sem stefnt var að í fjárlögum*

Bráðabirgðatölur á greiðslugrunni um útkomu ríkissjóðs 2002 sýndu 13 ma.kr. halla. Tekjur af sölu Landsbankans í árslok hafa þá reyndar ekki verið færðar til tekna, en sala bankans skilaði ríkissjóði u.þ.b. 12 ma.kr. umfram bókfært verð. Tölur af þessu tagi eru helst sambærilegar við fjárlagatölur á greiðslugrunni. Samkvæmt þeim var á fjárlögum 2002 gert ráð fyrir 2 ma.kr. greiðslugrunnhalla fyrir utan eignasölu, 5% hækkun skatttekna í krónum talið milli ára, 11% hækkun heildartekna (vegna áætlana um hagnað af sölu eigna) og um 5% hækkun gjalda. Með fjárukalögum í desember hækkaði áætluð tekjuaukning milli ára án eignasölu í 10% á greiðslugrunni og áætlun um vöxt útgjalda í u.þ.b. 12%. Bráðabirgðauppgjör á greiðslugrunni sýnir að gjöld urðu í samræmi við fjárukalögin, en tekjur án eignasölu í samræmi við fjárlög, þ.e.a.s. áætlun fjárukalaga um meiri tekjur gekk ekki eftir. Þar vó þungt að áætlun fjárukalaga um tekjur af beinum sköttum gekk ekki eftir, síst áætlun um tekjuskatta einstaklinga og fyrirtækja. Í eftirfarandi töflu er leitast við að umreikna greiðsluafkomu ríkissjóðs yfir í líklega rekstrarafkomu.

Það sem af er ári 2003 hafa tekjur ríkissjóðs verið 23% hærri en á sama tíma 2002. Þennan mikla vöxt er einkum hægt að rekja til tekna af sölu Búnaðarbankans. Án þeirra jukust heildartekjurnar um 4% og skatttekjur um 5%. Útgjöld jukust á sama tíma um 11%. Greiðsla uppsafnaðra vaxta vegna innlausnar spariskírteina vegur þar þungt, og án vaxta hækkuðu útgjöld um 8% frá fyrsta ársfjórðungi 2002 til jafnlengdar 2003.

Á fjárlögum 2003 var gert ráð fyrir að innheimtar tekjur án eignasölu hækkuðu um rúm 3% að nafnvirði milli ára en greidd gjöld án vaxta um rúm 4%. Að svo miklu leyti sem greiðslutölur fyrsta ársfjórðungs eru vísbending um árið í heild, virðist líklegt að afkoma ríkissjóðs veikist á milli ára miðað við það sem gert var ráð fyrir í fjárlögum. Niðurstöður ársins 2002 benda til þess að sú veiking sé að auki frá veikari afkomu 2002 en reiknað hafði verið með.

Tafla 4 Yfirlit ríkissjármála á rekstrargrunni 1999-2003

Ma.kr.	1999	2000	2001	Fjárlög 2002	Aukin	Áætlun 2002 <sup>1</sup>	Fjárlög 2003 <sup>2</sup>
					fjárlög 2002		
Tekjur samtals .....	222,6	224,7	237,4	257,9	267,3	259	274
Gjöld samtals.....	199,0	229,0	228,7	239,4	251,3	251	265
Afgangur .....	23,6	-4,3	8,6	18,5	16,0	8	9
Tekjur án eignasölu .....	206,6	220,9	236,3	242,4	253,0	247	262
Gjöld með venjul. lífeyri og afskriftum.....	192,0	203,1	231,1	241,1	253,5	253	267
Afgangur án eignasölu, með venjul. lífeyri og afskriftum	14,5	17,8	5,2	1,3	-0,5	-6	-5
<i>Hlutföll (%) af landsframleiðslu</i>							
Tekjur samtals .....	35,8	33,4	32,0	32,8	33,9	33,4	33,9
Gjöld samtals.....	32,0	34,1	30,9	30,4	31,9	32,4	32,7
Afgangur .....	3,8	-0,6	1,2	2,4	2,0	1,1	1,2
Tekjur án eignasölu .....	33,2	32,9	31,9	30,8	32,1	31,9	32,4
Gjöld með venjul. lífeyri og afskriftum.....	30,8	30,2	31,2	30,7	32,2	32,7	33,0
Afgangur án eignasölu, með venjul. lífeyri og afskriftum	2,3	2,7	0,7	0,2	-0,1	-0,8	-0,7

1. Áætlun Seðlabankans. 2. Með fjáráukalögum mars 2003.

#### Skuldir ríkissjóðs halda áfram að lækka samkvæmt áætlun fjármálaráðuneytis

Eignasala ríkissjóðs er tímabundin tekjuöflun, en andvirði seldra eigna hefur þó nýst til að lækka skuldir og þar með lækka vaxtagreiðslur til lengri tíma. Hreinar skuldir ríkissjóðs á föstu verði lækkuðu úr 226 ma.kr. í árslok 1996 í u.þ.b. 160 ma.kr. um síðustu áramót á föstu verði landsframleiðslu í árslok 2002, eða úr 34% í 20% af landsframleiðslu. Samkvæmt áætlunum fjármálaráðuneytisins verða þær komnar niður í 154 ma.kr. í árslok 2003, á föstu verði. Að auki hefur verið greitt talsvert inn á lífeyrisskuldbindingar ríkissjóðs, sem hafa fyrir vikið haldist óbreyttar sem hlutfall af landsframleiðslu síðan farið var að greiða inn á þær árið 1999, þótt þær hafi vaxið um 50 ma.kr. að raunvirði. Áratuginn á undan höfðu þær hækkað úr 13% af landsframleiðslu í 22%, sem er svipað hlutfall og ætla má að verði í árslok 2003.

#### Halli á rekstri sveitarfélaga minnkaði lítillega á sl. ári

Rekstur sveitarfélaga hefur verið þungur undanfarin ár. Ein helsta ástæðan er líklega aukinn kostnaður við rekstur grunnskóla. Skólareksturinn hefur kallað á miklar framkvæmdir vegna einsetningar skóla, sem víðast hvar er að ljúka. Grundvallarbreytingar á reikningshaldi sveitarfélaga frá og með árinu 2002

gera samanburð erfiðan, en samkvæmt bráða- birgðatölum Sambands íslenskra sveitarfélaga virðist þó svo sem mikill halli, um 8 ma.kr. á árinu 2001 í aðdraganda sveitarstjórnarkosninga, hafi minnkað lítillega í um 7 ma.kr. á árinu 2002. Samkvæmt fjárhagsáætlunum fyrir 2003 stefnir í u.þ.b. 6 ma.kr. halla ef fjárfestingarhreyfingar eru gjaldfærðar eins og gert var til ársins 2001. Samkvæmt tölum Hagstofunnar og áætlunum fjármálaráðuneytisins er halli á rekstri sveitarfélaga þó einungis talinn hafa verið 5½ ma.kr. 2001, um 4 ma.kr. 2002 og er áætlaður um 3 ma.kr. 2003.

Þrátt fyrir viðvarandi halla á rekstri sveitarfélaga að heita má síðustu tíu árin hafa skuldir þeirra haldist á bilinu 7-8% af landsframleiðslu. Skýrist það af örum vexti landsframleiðslu og einnig því að sveitarfélög hafa selt eignir eða fært rekstur fyrirtækja út úr bókhaldi sveitarsjóða og endurfjármagnað þau samhliða greiðslu inn í sveitarsjóð.

#### Halli á rekstri hins opinbera 5½ ma.kr. í fyrra

Heillegustu talnaraðir sem tiltækar eru um opinberan búskap eru teknar saman af Hagstofu Íslands (sjá rammagrein 3), en framsetning þar vísar nokkuð frá framsetningu í fjárlögum og ríkisreikningi. Samkvæmt tölum Hagstofunnar var halli á rekstri ríkissjóðs um 3 ma.kr. árið 2002. Á almannatryggingum var 1½ ma.kr. afgangur, en 4 ma.kr. halli á sveitar-

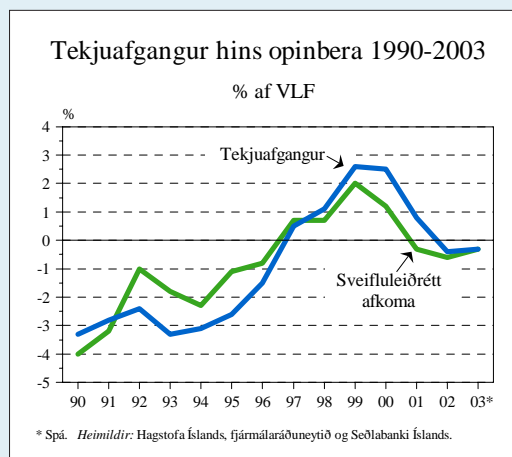


### Rammagrein 3 Hagsveiflan og búskapur hins opinbera síðastliðinn áratug

Þegar talað er um opinberan búskap í heild er átt við ríkissjóð og sveitarfélög án atvinnufyrirtækja í eigu þeirra (s.s. orkufyrirtæki og hafnir) og að auki almannatryggingar, sem hér á landi eru í reynd nær algerlega á hendi ríkisins. Hagstofa Íslands og áður Þjóðhagsstofnun tekur saman talnaefni um rekstur hins opinbera í samræmi við alþjóðlega þjóðhagsreikningastaðla. eru þetta heillegustu tímaraðir sem tiltækar eru um opinberan búskap. Framsetning þeirra viku í ýmsu frá framsetningu fjárlaga og ríkisreiknings (sem gefa útkomuna í fyrstu tveimur línnum í töflu 4 á bls. 19) og samsvarandi framsetningu sveitarsjóðareikninga. Vegur þungast að eignasala er ekki talin til tekna, leiðréttingar á lífeyrisskuldbindingum vegna breyttra forsendna aftur í tímann eru ekki taldar til útgjalda, afskriftir skatttekna eru dregnar frá tekjum en ekki taldar til útgjalda og ýmsar tekjur ríkisins af þjónustu eru dregnar frá gjöldum í stað þess að færast bæði til tekna og gjalda. Fyrir vikið reiknast tekjur og gjöld ríkissjóðs og sveitarfélaga lægri samkvæmt þessum tölum en samkvæmt framsetningu fjárhagsáætlana og reikninga. Afkoma ríkissjóðs samkvæmt þessum reikningum verður þó svipuð og fram kemur í neðstu línunni í töflu 4.

Meðfylgjandi mynd sýnir afkomu hins opinbera með og án leiðréttingar fyrir áhrifum hagsveiflunnar. Afkomutölur og framleiðsluspenna eru sýndar sem hlutfall af landsframleiðslu síðastliðin tólf ár og áætlun er sýnd fyrir árin 2003 og 2004. Stuðst er við tölur Hagstofu Íslands fyrir árið 2002 og áætlanir fjármálaráðuneytisins um breytingar milli ára 2003. Eftir

viðvarandi hallarekstur á árunum 1985-1996, sem varð allt að 4½% af landsframleiðslu í efnahagssamdrættinum 1993-1994, komst á jafnvægi í búskap hins opinbera árið 1997, og á næstu árum myndaðist afgangur sem u.þ.b. svaraði til viðbótartekna ríkisins af umframeyðslu þjóðarbúsins sem fólst í viðskiptahalla við útlönd. Á sama tíma hækkuðu tekjur ríkis og sveitarfélaga af beinum sköttum (tekju- og eignarsköttum og tryggingargjöldum) úr 16% í 20% af landsframleiðslu, en útgjöld héldust nálægt 40% af landsframleiðslu. Því má til sanns vegar færa að halla á rekstri hins opinbera hafi verið eytt með auknum tekjum af beinum sköttum, en drjúgur afgangur 1999-2000 hafi tengst mikilli þenslu, viðskiptahalla og skuldasöfnun einkageirans.



félögunum. Samanlagt var því 5½ ma.kr. halli á rekstri hins opinbera. Samkvæmt áætlunum sem fjármálaráðuneytið hefur birt, myndast afgangur á ríkissjóði á þessu ári og hinu næsta, sem nær að veða upp hallarekstur sveitarfélaga og eilítið betur.

#### Lítills háttar kerfislegur halli á búskap hins opinbera í fyrri og á þessu ári

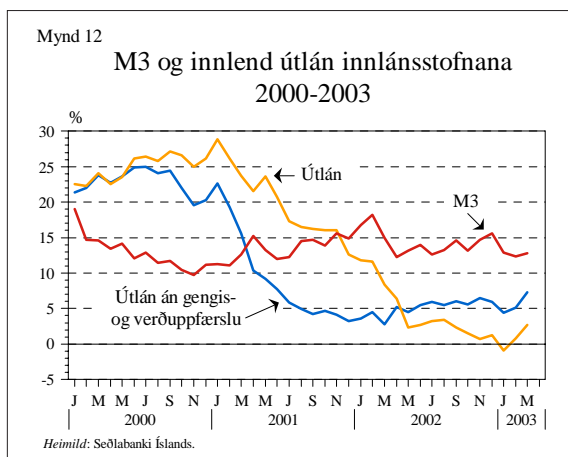
Skattkerfi landsmanna, einkum það sem snýr að tekjuskattsinnheimtu ríkissjóðs, er þannig úr garði gert að þegar tekjur eru tiltölulega háar fer hærra hlutfall af tekjum einstaklinga í skatta en á lágtækju-skeiðum. Bein afkoma ríkis og hins opinbera í heild

getur af þeim sökum gefið villandi mynd af undirliggjandi stöðu opinbers búskapar. Halli getur verið eðlilegur þegar hart er í ári og jöfnuður ófullnægjandi árangur í góðæri. Því er gjarnan reynt að einangra áhrif hagsveiflunnar á opinbera búskapinn og gera sér grein fyrir hvernig afkoman væri ef meðalárferði ríkti að öðru leyti í þjóðarbúskapnum. Niðurstaðan er kölluð sveifluleiðrétt afkoma eða kerfisleg afkoma. Mynd bls. 20 í rammagrein 3 sýnir mat Seðlabankans á sveifluleiðrétttri afkomu ríkissjóðs árin 1990-2003 samkvæmt fyrirbyggjandi áætlunum. Á þessu ári er talið að hagsveiflan og álag á framleiðslugetu þjóðarbúsins (framleiðsluspenna) verði í lágmarki, og

sveifluleiðrétt afkoma verði svipuð raunverulegri afkomu með örlitlum halla hjá ríkissjóði og heldur meiri halla hjá hinu opinbera í heild vegna lakari afkomu sveitarfélaga. Á næsta ári er svo búist við vaxandi álagi á framleiðslugetu. Afkoma ríkissjóðs er þá talin batna, en ekki miklu meira en hagsveiflan gefur tilefni til.<sup>9</sup>

### Fjármálamarkaðir

Mikil umskipti urðu á fjármálamarkaði á sl. ári. Verulega dró úr vexti útlána, vextir lækkuðu og gengi krónunnar hækkaði. Frá því að *Peningamál* komu síðast út hefur gengi krónunnar haldið áfram að hækka, skammtímarauvextir lækkað enn frekar, þrátt fyrir að stýrivöxtum Seðlabankans hafi ekki verið breytt frá 10. febrúar, og vaxtamunur við útlönd minnkað í sjö ára lágmark. Sl. mánuði hefur ávöxtun óverðtryggðra skuldabréfa til lengri tíma hins vegar ekki fylgt skammtímaávöxtun eftir.



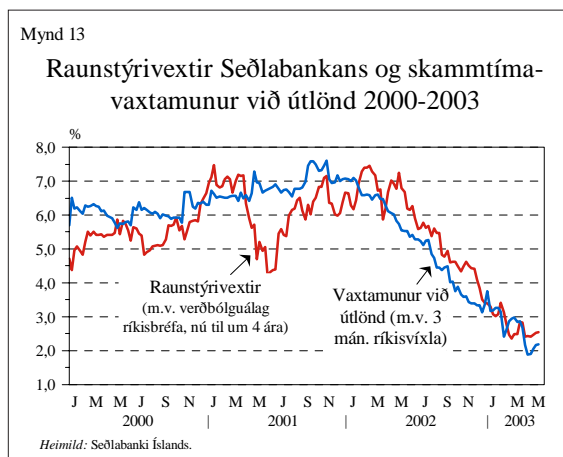
Tólf mánaða vöxtur innlendra útlána og verðbréfaeignar fór úr 19% í 3½%. Mest hæðdi á vexti útlána til fyrirtækja sem jukust um fimmtung árið 2001, en aðeins 1% á sl. ári. Gætir þar reyndar gengishækkunar krónunnar um 17% á árinu, en um helmingur skulda fyrirtækja er gengistryggður. Útlán

9. Rétt er að taka fram að í þessum áætlunum er gert ráð fyrir óbreyttum erlendum vöxtum, en þeir voru óvenjulágir á sl. ári. Ef tekið væri tillit til þessa í sveifluleiðréttari afkomu væri niðurstaðan nokkuð lakari á sl. ári og þessu. Hækki vextir til fyrra horfs, sem er ósennilegt í ár en nokkuð líklegt næstu 2-3 árin gæti afkoman versnað um sem nemur tæplega 0,4% af landsframleiðslu.

til einstaklinga jukust nokkru meira, eða um 7%. Gætir þar einkum verulegrar útlánaaukningar Íbúðalánasjóðs og Lífeyrissjóða, sem juku útlán sín um u.þ.b. 12%.

Útlánavöxturinn hefur aukist nokkuð á ný sl. mánuði. Útlánavöxtur innlánsstofnana virðist hafa náð botni í janúar, en tók nokkuð við sér í febrúar og mars. Ef horft er framhjá áhrifum gengisbreytinga og verðtryggingar á útlánastofninn hefur vöxturinn ekki verið meiri frá vormánuðum 2001. Frá ársbyrjun hefur gengi krónunnar hækkað um tæplega 4%.

Ekki hafa orðið meiri háttar breytingar á skammtímaávöxtum frá febrúarmánuði, en stýrivextir Seðlabanka voru síðast lækkaðir 10. febrúar um ½ prósentu í 5,3%. Raunstýrivextir Seðlabanka mældir með verðbólguálagi óverðtryggðra ríkisbréfa hafa lækkað nokkuð sl. þrjá mánuði, úr u.þ.b. 3½% í byrjun febrúar í 2½% sl. vikur. Raunstýrivextir hafa ekki verið eins lágir síðan í mars árið 1996. Lækkun raunstýrivaxta eftir síðustu lækkun stýrivaxta endurspeglar auknar verðbólguvæntingar. Þær hafa hækkað frá því í desember sl. í kjölfar upplýsinga um fyrirhugaðar stóriðjuframkvæmdir. Þetta kemur einnig fram í vaxandi mun á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra bréfa til lengri og skemmri tíma það sem af er árinu. Munurinn á ávöxtunarkröfu skuldabréfa til fjögurra og tíu ára var að meðaltali 1 prósentu í apríl en 0,6 prósentur í lok árs 2002 og skýrist að mestu af hækkun ávöxtunarkröfu lengri bréfanna. Í maíbyrjun hafði ávöxtunarkrafa ríkisbréfa til 10½ árs hækkað um u.þ.b. ½ prósentu frá upphafi árs. Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa til fjögurra ára hefur verið



nokkuð sveiflukennð en þróunin hefur verið heldur upp á við undanfarna mánuði.

Skammtímavaxtamunur við útlönd hefur lækkað nokkuð undanfarna mánuði vegna lækkunar innlendra ríkisvixlavaxta. Hann var að jafnaði nálægt 2% í apríl, og varð munur á vöxtum þriggja mánaða ríkisvixla minnstur 1,8% hinn 16. apríl. Vaxtamunurinn hefur ekki verið svo lítill síðan um mitt ár 1996.

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra bréfa með ábyrgð ríkisins hefur ekki hækkað með afgerandi hætti það sem af er árinu, eftir verulega lækkun á sl. ári. Framboð húsbréfa hefur verið mikið það sem af er ári og eftirspurn einnig. Ávöxtunarkrafa hefur því ekki breyst verulega. Ávöxtunarkrafa 25 ára húsbréfa hefur að mestu legið undir 5 prósentum það sem af er árinu, og afföll húsbréfa því verið lítil sem engin.

## II Þjóðhags- og verðbólguþspá

Í eftirfarandi þjóðhags- og verðbólguþspá Seðlabankans er gert ráð fyrir að ráðist verði í fyrirhugaðar framkvæmdir við stækkun álverksmiðju Norðuráls, til viðbótar við framkvæmdir tengdar álverksmiðju Fjarðaáls á Austurlandi. Aðrar forsendur hafa verið uppfærðar í ljósi nýjustu upplýsinga. Eins og venjulega er gengið út frá óbreyttri peningastefnu og óbreyttu gengi krónunnar út spátímabilið.

Samkvæmt spánni verður hagvöxtur á þessu ári undir vexti framleiðslugetu. Á næsta ári er hins vegar spáð nokkru meiri hagvexti, en þó verður þjóðarþúskaþurinn í ágætu jafnvægi. Framleiðsluspenna verður engin og jafnvægi á vinnumarkaði. Verðbólga mun minnka nokkuð framan af spátímabilinu, m.a. vegna styrkingar gengis krónunnar undanfarið. Í lok spátímabilsins verður verðbólga hins vegar nálægt verðbólguþmarkmiði bankans. Talið er að spáóvissan eitt ár fram í tímann sé heldur niður á við en tvö ár fram í tímann er talið líklegra að verðbólga verði meiri en bankinn spáir heldur en að hún verði minni.

### Eftirspurn og framleiðsla

#### *Litlar breytingar á mati á þróun síðasta árs*

Áætlun Hagstofu Íslands um framvindu þjóðarþúskaþarins síðastliðið ár víkur ekki mikið frá því sem gengið var út frá í síðustu þjóðhagsþspá Seðlabankans. Áætlað er að fjármunamyndun hafi dregist minna saman en gert var ráð fyrir í febrúarspánni.

Munar þar mest um minni samdrátt atvinnuvegafjárþestingar. Á móti kemur að opinber fjárþesting dróst meira saman og fjárþesting í íbúðarhúsnæði jókst meira en gert var ráð fyrir síðast. Áætlað er að þjóðarútgjöld í heild hafi dregist saman um 2½% í stað 3¼%. Nettóáhrif utanríkisviðskipta á hagvöxt voru hins vegar ekki eins jákvæð og reiknað var með. Útflutningur jókst minna en gert var ráð fyrir í febrúarspánni og innflutningur dróst minna saman. Áætlaður hagvöxtur síðasta árs er því svipaður og reiknað var með í febrúar.

#### *Reiknað er með heldur herra gengi en í febrúar og lægra útflutningsverðlagi*

Gengi krónunnar hefur haldið áfram að styrkjast það sem af er árinu. Einnig hafa ytri skilyrði þjóðarþúsins breyst nokkuð frá því að þjóðhagsþspá Seðlabankans var birt í febrúar. Í þeirri þspá sem hér fer á eftir er reiknað með að gengi krónunnar verði u.þ.b. 3% herra út spátímabilið en gert var ráð fyrir í síðustu þspá bankans. Byggist spáin á vísitölu gengisskráningar þann 25. apríl sl., en þá var hún um 120 stig. Gera má ráð fyrir að hækkun gengisins tengist að hluta væntingum um áhrif fyrirhugaðrar stækkunar Norðuráls, sem nú er reiknað með í þjóðhagsþspá bankans. Fjárþesting sem tengist henni hefur einnig almenn eftirspurnarhvetjandi áhrif, en töluverður hluti áhrifanna kemur líklega fram að spátímabilinu loknu.

Forsendur um þróun ytri skilyrða næstu tvö árin hafa breyst þannig að gert er ráð fyrir heldur meiri lækkun á verði sjávarafurða en í síðustu þspá. Einnig er gert ráð fyrir nokkru minni vexti útflutningsframleiðslu sjávarafurða á þessu ári. Á móti kemur samsvarendi aukning á næsta ári, þannig að horfur til tveggja ára eru lítt breyttar. Talið er að verð á áli muni lækka mun minna á þessu ári en gert var ráð fyrir í síðustu þspá. Þá var byggt á erlendum spám, en að þessu sinni er verð framvirkra samninga lagt til grundvallar. Á næsta ári er gert ráð fyrir smávægilegri verðlækkun í stað hækkunar í síðustu þspá. Horfur um eldsneytisverð eru einnig metnar á grundvelli framvirkra samninga. Í febrúar var gert ráð fyrir u.þ.b. 13% hækkun eldsneytisverðs á þessu ári, en nú er gert ráð fyrir aðeins 2½% hækkun. Á næsta ári er gert ráð fyrir 14% verðlækkun, í stað óbreytts verðs í síðustu þspá. Einnig er gert ráð fyrir að annað innflutningsverðlag hækki minna á næstu misserum en

áður var gert ráð fyrir, í ljósi hægari bata í heimsbúskapnum. Þá er reiknað með heldur lægri vöxtum á erlendum skuldum innlendra aðila til loka spátímabilsins en gert var ráð fyrir í síðustu spá.

Í spánni er tekið tillit til opinberra framkvæmda sem nýlega voru ákveðnar. Hins vegar er ekki tekið tillit til hugmynda í kosningastefnuskrám flestra stjórnmalaflokka um lækun skatta á næstu árum, enda liggur ekki fyrir hvernig framkvæmd þeirra verður háttáð.

#### *Hagvöxtur þessa árs verður undir vexti framleiðslugetu en hagvöxtur eykst nokkuð á næsta ári*

Samkvæmt spánni verður 2½% hagvöxtur á þessu ári. Það er undir vexti framleiðslugetu, enda slaknar framleiðsluspenna og atvinnuleysi eykst frá fyrra ári. Á næsta ári spáir bankinn hins vegar að hagvöxtur fari á ný lítillega yfir vöxt framleiðslugetu og verði um 3¼%. Þetta er nokkru meiri hagvöxtur en spáð var í febrúar, sem einkum á rót sína að rekja til meiri vaxtar þjóðarútgjalda, sérstaklega á næsta ári. Spáð er að viðskiptahalli verði aðeins meiri á þessu ári og því næsta en gert var ráð fyrir í síðustu spá.

Talið er að einkaneysla muni aukast smávægilega

á þessu ári eftir tveggja ára samdrátt og enn frekar á því næsta. Fjármunamyndun mun hins vegar aukast verulega bæði árin, sem að stórum hluta má rekja til framkvæmda í tengslum við virkjanir. Almenn atvinnuvegafjárfesting (án stóriðju, skipa og flugvéla) er hins vegar talin dragast saman um 2% á þessu ári. Á móti kemur að opinber fjárfesting eykst verulega á þessu ári vegna áformaðra flýtiframkvæmda hins opinbera og verður töluvert meiri en gert var ráð fyrir í febrúar. Gert er ráð fyrir að fjárfesting í íbúðarhúsnæði aukist nokkuð bæði árin, en í síðustu spá gerði bankinn ráð fyrir nokkrum samdrætti. Eins og fjallað hefur verið um hér að fram hefur verið íbúðarhúsnæðis hækkað verulega og útlán til nýbygginga aukist auk þess sem aðrar aðstæður hafa stuðlað að auknu framboði og eftirspurn eftir húsnæði. Vöxtur fjárfestingar í íbúðarhúsnæði er þó talinn verða nokkru minni á þessu ári en á því síðasta.

Reiknað er með að útflutningur muni aukast um rúmlega 1% á þessu ári, sem er rúmlega helmingi minni vöxtur en í síðustu spá. Spá um vöxt útflutnings á næsta ári hefur aftur á móti verið hækkuð. Á næsta ári er hins vegar gert ráð fyrir nokkru meiri vexti en gert var ráð fyrir í febrúar. Spáð er kröftug-

Tafla 5 Þjóðhagsspá Seðlabankans

	<i>Milljarðar króna á verðlagi hvers árs</i>			<i>Magnbreytingar frá fyrra ári (%)<sup>1</sup></i>			<i>Breyting frá síðustu spá (prósentur)</i>		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Einkaneysla.....	419,5	433,6	452,2	-1¼	1	3	¼	¾	1½
Samneysla.....	194,7	202,4	218,0	3	2	2½	0	-¼	0
Fjármunamyndun.....	146,5	169,1	188,9	-12¾	11½	10¾	1¾	1	1¾
Atvinnuvegafjárfesting.....	79,4	94,2	114,4	-19½	14½	19¾	1½	-3¾	5¼
Án stóriðju, skipa og flugvéla.....	64,5	65,4	72,2	-9	-2	9½	.	.	.
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði.....	37,4	39,9	41,6	5¼	3	3½	¾	4½	5¼
Fjárfesting hins opinbera.....	29,7	35,0	32,8	-8¼	14	-7	-1¾	12½	-8½
Þjóðarútgjöld, alls.....	760,6	805,0	859,1	-2½	3½	4½	¾	¾	1¼
Útflutningur vöru og þjónustu.....	307,3	288,3	302,2	3	1¼	3¾	-1¼	-1¾	1
Innflutningur vöru og þjónustu.....	293,5	284,4	305,0	-2½	4	7	1½	-2	3
Verg landsframleiðsla.....	774,4	809,0	856,3	-½	2½	3¼	-¼	¾	¼
Viðskiptajöfnuður sem % af VLF.....	.	.	.	¼	-1	-2¼	-¼	½	¼
Atvinnuleysi sem % af mannafla.....	.	.	.	2½	3	2½	0	-½	-½
Framleiðsluspenna sem % af VLF.....	.	.	.	½	0	½	-¼	0	0

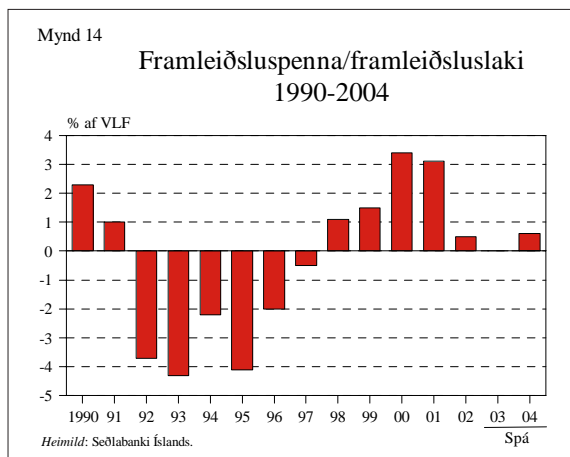
1. Magnbreytingar eru reiknaðar á föstu verðlagi ársins 1990.

um vexti innflutnings, en þó minni á þessu ári en spáð var í febrúar, en meiri vöxtur á næsta ári en áður var spáð vegur það upp.

Í spánni er eins og fram hefur komið reiknað með framkvæmdum vegna stækkunar Norðuráls. Enn ríkir nokkur óvissa um þessar framkvæmdir þótt Alþingi hafi samþykkt heimildarlög vegna þeirra. Þannig á Norðurál eftir að ljúka samningum um rafskaut, eftir á að ganga frá raforkusamningi og endanlegar ákvarðanir varðandi hönnun Norðlingaölduveitu hafa ekki verið teknar. Ef svo færi á þessar framkvæmdir yrðu ekki gæti hagvöxtur í ár orðið 2% í stað 2½% á þessu ári og 2½% í stað 3¼% á því næsta. Atvinnuleysi yrði þá meira bæði árin og framleiðsluspenna minni.

#### Reiknað er með svipaðri eftirspurnarþenslu á vöru- og vinnumarkaði og í febrúarspánni

Gert er ráð fyrir aðeins minna atvinnuleysi á þessu og næsta ári en í febrúarspánni. Eins og áður hefur komið fram eru vísbendingar um að umskipti á vinnumarkaði séu í nánd. Slaki sem hefur haldið áfram að aukast framan af árinu mun því líklega fara að minnka á ný og hverfa þegar líður á næsta ár. Auknar opinberar framkvæmdir eiga þar hlut að máli og að reiknað er með að framkvæmdir í tengslum við stækkun á verksmiðju Norðuráls geti fljótlega hafist.



Mat á framleiðsluspennu hefur hins vegar lítið breyst. Framleiðsluspenna er nú talin hafa verið lítillega minni á sl. ári en áður var talið, en það endurspeglar minni hagvöxt. Á þessu og næsta ári er reiknað með svipaðri framleiðsluspennu og í síðustu spá.

Horfur á innlendum vinnu- og vörumarkaði gefa því til kynna að innlend eftirspurn verði í ágætu samræmi við fulla nýtingu framleiðsluþátta á þessu og næsta ári. Því virðist lítils verðbólguþrýstings að vænta frá innlendri eftirspurn.

#### Verðbólguhorfur

##### Minni verðbólguþrýstingur frá undirliggjandi verðþáttum á þessu ári

Eins og áður hefur komið fram byggist eftirfarandi verðbólguþrýstingur á því að farið verði í stækkun álverksmiðju Norðuráls, til viðbótar við álversframkvæmdir á Austurlandi. Gert er ráð fyrir óbreyttri peningastefnunni út spátímabilið, þ.e.a.s. að stýrivextir Seðlabankans verði óbreyttir og að nafngengi krónunnar verði óbreytt frá spádegi. Miðað er við vísitölu gengisskráningar þann 25. apríl sl. en þá var vísitalan um 120 stig, sem felur í sér tæplega 4% styrkingu gengis krónunnar yfir þetta ár, eða rúmlega 3 prósentum meiri hækkun en gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans.

Áðrar forsendur um eftirspurn og framleiðsluspennu hafa verið raktar hér að framan. Að auki byggist verðbólguþrýstingurinn á forsendum um verðþróun nokkurra lykilstærða, svo sem launakostnaðar og innflutningsverðlags.

Tafla 6 Helstu forsendur verðbólguþrýstingar (%)

	Síðasta spá			Ný spá		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Launakostnaður <sup>1</sup> .....	5	4¼	4	5	4½	5
Innlend framleiðni <sup>2</sup> .....	½	1	1½	1	1½	1½
Innflutningsgengisvísitala krónunnar <sup>1</sup> .....	-12	-¾	0	-12	-4	0
Innflutningsverð í erlendri mynt <sup>2</sup> .....	-1	1	1½	-½	-½	½

1. Prósentubreyting yfir ár. 2. Prósentubreyting milli ársmeðaltala.

Niðurstaða endurmats á þessum kostnaðarþáttum er að verðbólguþrýstingur frá þeim verði minni en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Mestu munar um minni innflutta verðbólgu. Nýjustu upplýsingar, spár alþjóðastofnana og framvirkir olíusamningar, benda til þess að innflutt verðbólga verði tæplega 1½ prósentu minni á þessu ári og um 1 prósentu minni á því



næsta. Einnig er í ljósi endurskoðaðrar þjóðhagsspár gert ráð fyrir ögn hagstæðari framleiðniþróun á þessu ári en gert var í síðustu spá bankans. Launakostnaður á framleidda einingu eykst því minna en áður var gert ráð fyrir. Á næsta ári gerir spáin, eins og áður, ráð fyrir því að hækkun launakostnaðar á framleidda einingu verði í ágætu samræmi við verðbólguþéttunni bankans, sé horft til ársmeðaltala. Þegar líða tekur á árið eykst hann þó nokkuð og verður meiri en samræmist verðbólguþéttunni.

#### *Verðbólga fram undir mitt næsta ár minni en spáð var síðast en við markmið tvö ár fram í tímann*

Í ljósi ofangreindrar þróunar er spáð minni verðbólgu fram undir mitt næsta ár en gert var í febrúar. Eitt ár fram í tímann er spáð 1,8% verðbólgu, í stað 2,2% í síðustu spá. Hins vegar er gert ráð fyrir að verðbólga vaxi smám saman eftir því sem líður á spátímabilið. Eftir tvö ár er gert ráð fyrir að verðbólga verði við verðbólguþéttunni, eða um 2,6%, en síðast spáði bankinn 2% verðbólgu (2,2% sé miðað við sama ársfjórðung, þ.e. 2005:1).

Þótt horfir séu á að verðbólga fari tímabundið nokkuð undir verðbólguþéttunni verður hún samkvæmt spánni vel innan neðri þolmarka allt spátímabilið og nær verðbólguþéttunni síðari hluta tímabilsins. Að tveggja ára spátímabili loknu, þegar eftirspurnarþensla eykst vegna aukinna umsvifa í tengslum við stóriðjuframkvæmdir, er hins vegar ljóst að verðbólga mun aukast nokkuð, að óbreyttri peningastefnu.

#### *Töluverð óvissa ríkir um gengisþróunina ...*

Sem fyrr er þróun gengis krónunnar sá þáttur verðbólguþéttunnar sem mest óvissa er um. Gengið hefur hækkað töluvert undanfarið og meira en gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans. Hvort gengið heldur áfram að hækka á næstu mánuðum verður ekki fullyrt um. Hins vegar er hugsanlegt að gengi krónunnar styrkist enn frekar þegar nær dregur stóriðjuframkvæmdunum og áhrif aukins gjaldeyrisinnstremmis koma betur fram.

#### *... og um fyrirhugaða stækkun álverksmiðju Norðuráls*

Eins og fram hefur komið er enn óvissa um fyrirhugaða stækkun Norðuráls. Verði hún ekki á spátímabilinu munu vegast á tvenns konar áhrif á

Tafla 7 Verðbólguþéttun Seðlabanka Íslands

	Ársfjórðungsþéttningar (%)		
	Breyting frá fyrri ársfjórðungi	Ársfjórðungsþéttningur á ársgrundvelli	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður
2001:1	0,8	3,4	4,0
2001:2	3,5	14,5	6,0
2001:3	2,3	9,7	8,0
2001:4	1,6	6,6	8,5
2002:1	1,0	4,2	8,7
2002:2	0,4	1,6	5,5
2002:3	0,2	0,7	3,3
2002:4	0,6	2,3	2,2
2003:1	0,7	2,9	1,9
2003:2	0,9	3,5	2,3
2003:3	0,3	1,1	2,4
2003:4	0,2	0,6	2,0
2004:1	0,5	2,1	1,8
2004:2	0,8	3,1	1,8
2004:3	0,7	2,6	2,1
2004:4	0,5	2,1	2,5
2005:1	0,6	2,6	2,6
2005:2	0,9	3,6	2,7

Tölurnar sýna þéttningar milli ársfjórðungslegra meðaltala vísitölu neysluverðs.

Ár	Ársþéttningar (%)	
	Milli ára	Yfir árið
2000	5,0	3,5
2001	6,7	9,4
2002	4,8	1,4
2003	2,2	1,9
2004	2,1	2,6

Skyggt svæði sýnir spá.

verðbólgu. Annars vegar er líklegt að gengi myndi lækka í bráð og það mun valda meiri verðbólgu framánaf. Hins vegar verður framleiðsluspenna og atvinna minni, einkum á næsta ári. Það mun draga eitt-hvað úr verðbólguþéttunni þegar lengra líður á spátímabilið.

#### *Innflutt verðbólga gæti orðið enn minni en gert er ráð fyrir*

Enn ríkir nokkur óvissa um framvindu heimsbúskaparins. Efnahagsbatinn er hægur og ekki útilokað að



hann verði enn hægari en gert er ráð fyrir í þeim spám sem liggja til grundvallar verðbólguþánni. Það gæti leitt til minni verðbólgu í viðskiptalöndunum og orðið til þess að innflutt verðbólga verði minni en gert er ráð fyrir í spánni. Áhættumat í síðustu spám alþjóðastofnana hefur t.d. verið fremur neikvætt, þ.e.a.s. líklegra er talið að hagvöxtur verði minni fremur en meiri en í grunnspám. Spárnar eru reyndar að mestu gerðar fyrir lok stríðsátaka í Írak, en hag-tölur sem birst hafa eftir þann tíma hafa ekki verið uppörvandi.

*Innlend eftirspurn gæti hins vegar orðið meiri þegar horft er lengra fram á veginn*

Á næsta ári verða gerðir kjarasamningar fyrir meirihluta launþega. Vegna þess að eftirspurn eykst eftir því sem líður á spátímabilið er nokkur hætta á að launahækkningar verði meiri en gert er ráð fyrir í spánni. Launakostnaður á unna einingu myndi þá hækka töluvert umfram verðbólguþánni Seðlabankans. Á hinn bóginn er vert að hafa í huga að hlutdeild launa í þjóðartekjum er þegar orðin mikil í sögulegu samhengi. Það bendir til þess að frekari hækkun gæti sett jafnvægi í þjóðarbúskapnum úr skorðum, en jafnframt að líklegt sé að atvinnurekendur muni spyrna við fótunum.

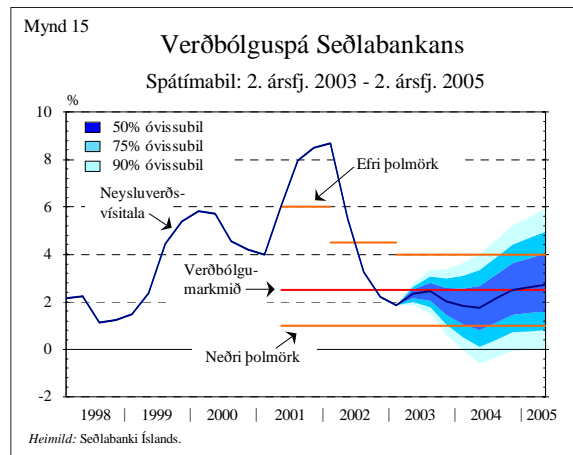
Mikil óvissa ríkir einnig um horfur í ríkisfjármálum og afstöðu hins opinbera til launabreytinga opinberra starfsmanna. Eins og fjallað er um síðar er ljóst að ef umtalsverðar skattalækkningar koma til framkvæmda án þess að gripið sé til samsvarandi niðurskurðar opinberra útgjalda er hætta á að verðbólga verði meiri en gert er ráð fyrir í spánni, sérstaklega þegar lengra er horft fram á veginn.

*Spáóvissan niður á við til skamms tíma en upp á við til lengri tíma litið*

Á heildina litið virðast samkvæmt ofangreindu mati heldur meiri líkur á að verðbólga verði minni en gert er ráð fyrir í spá bankans næsta ár en að hún verði meiri. Líkur á veikari þróunar innlendrar og erlendar eftirspurnar og hugsanlegar tafir á framkvæmdum við álverksmiðju Norðuráls eru þá taldar vega þyngra en áhrif gengisþróunar eða slaka í ríkisfjármálum á næstunni. Síðar á spátímabilinu eru hins vegar talið líklegra að verðbólga verði meiri en í spá bankans en að hún verði minni. Hugsanlegt er að innlend eftirspurn verði meiri en gert er ráð fyrir, það ræðst m.a.

af aðhaldi í ríkisfjármálum. Óvissa tengd hugsanlegri frestun Norðuráls dregur þó aðeins úr ósamhverfni óvissunnar til lengri tíma litið.

Sem fyrr er líklegt að sögulegar spáskekkjur gefi til kynna meiri spáóvissu en raunverulega er til staðar, því að þær eru nokkuð litaðar af miklum sveiflum í verðbólgu undanfarin ár. Spáóvissan er því talin eitthvað minni næstu tvö ár en endurspeglast í sögulegum spáskekkjum.



Spá bankans til næstu tveggja ára er sýnd ásamt spáóvissu á mynd 15. Taldar eru 90% líkur á að verðbólga verði innan alls skyggða svæðisins, 75% líkur eru á að hún verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur á að hún verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður því meiri sem spáð er lengra fram í tímann, eins og birtist í víkkun óvissubilsins.<sup>10</sup>

Tafla 8 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

	Verðbólga				
	undir 1%	á bilinu 1% - 2½%	undir 2½%	á bilinu 2½% - 4%	yfir 4%
Ársfjórð.					
2003:2	< 1	73	73	27	< 1
2004:1	24	50	74	24	2
2005:1	15	30	45	32	23

Taflan sýnir mat Seðlabankans á líkum á því að verðbólga verði á ákveðnu bili í prósentum.

10. Fyrir þær tímalengdir sem bankinn hefur ekki áður spáð er byggt á einföldum framreikningi. Hafa þarf í huga að matið á spáóvissu er á sama hátt og spár um einstök gildi háð óvissu. Því þarf að túlka spá-

## Rammagrein 4 Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

Fyrir ári fór Seðlabankinn þess á leit að sérfræðingar nokkurra banka og fjármálafyrirtækja spáðu fyrir um ýmsar hagstærðir og hafa spárnar síðan birst í *Peningamálum*.

Meðfylgjandi tafla sýnir spár sem gerðar voru í apríl. Spár um verðbólgu yfir árið 2003 hafa hækkað frá könnuninni í janúar sl. en eru að meðaltali samhljóða verðbólgu markmiði bankans. Mikil hækkun fasteignaverðs undanfarna mánuði og verðbólgu skot í mars hafa af greiningardeildum verið nefnd sem ástæður hækkunar. Verðbólgu spá Seðlabankans fyrir þetta tímabil er nokkru lægri, eða 1,9%, sem er lækkun frá því í janúar sl. Um meðalhækkun verðlags milli ársmeðaltala 2002 og 2003 eru markaðsaðilar og bankinn nánast sammála. Á árinu 2004 gera sérfræðingarnir ráð fyrir meiri verðbólgu en bankinn, sérstaklega milli ársmeðaltala.

Í könnuninni voru sérfræðingarnir sem endranær spurðir um horfur varðandi aðrar lykilstærðir þjóðar-

búskaparins. Í janúar sl. skeikaði töluvert miklu milli hagvaxtarspár fjármálafyrirtækjanna og Seðlabankans. Sá munur er nánast horfinn og eru áætlanir um hagvöxt nú á svipuðum nótum. Bankinn spáir 2½% hagvexti í ár og 3¼% árið 2004.

Allir töldu svarendur að gengi krónunnar myndi lítið breytast næstu tólf mánuði og flestir að staðan yrði svipuð eftir 24 mánuði. Eins og í janúar álitu markaðsaðilar að ferli vaxtalækkana Seðlabankans væri lokið og hafa væntanlegar stórfremkvæmdir sjálfsagt haft áhrif á þá niðurstöðu. Töldu þeir stýrivextina verða komna í 6% eftir ár og tæp 7% eftir tvö ár, sem er nær samhljóða síðustu spá.

Sérfræðingarnir bjuggust við heldur hóflegri hækkun á verði hlutabréfa en í síðustu könnun. Mikill munur er þó á væntingum, eins og ráða má af mun á hæstu og lægstu gildum. Skiptar skoðanir voru einnig um fasteignaverð, en enginn býst við lækkun næstu tvö árin.

### Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði<sup>1</sup>

	2003			2004		
	Meðaltal	Hæsta gildi	Lægsta gildi	Meðaltal	Hæsta gildi	Lægsta gildi
Verðbólga (yfir árið) .....	2,5	3,4	2,0	2,9	3,5	2,0
Verðbólga (milli ársmeðaltala) .....	2,3	2,9	2,0	2,8	3,5	2,0
Hagvöxtur .....	2,2	2,5	1,9	3,4	3,8	3,0
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann		
Gengisvísitala erlends gjaldmiðils.....	120,0	122,0	118,0	122,0	125,0	115,0
Stýrivextir Seðlabankans .....	6,0	6,3	5,8	6,8	7,6	6,5
Langtímanafnvextir <sup>2</sup> .....	7,4	8,0	7,0	7,8	8,2	7,3
Langtímaraunvextir <sup>3</sup> .....	4,7	5,1	4,3	4,8	5,4	3,8
Úrvalsvísitala Aðallista .....	4,9	10,0	-1,1	9,8	18,0	4,2
Breyting fasteignaverðs .....	4,7	7,0	1,0	6,1	12,5	2,0

1. Taflan sýnir breytingar milli tímabila í % nema hvað varðar gengi og vexti. Sýnd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%) og gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stíg). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Búnaðarbanka Íslands hf., Íslandsbanka hf., Kaupþings banka hf., Landsbanka Íslands hf., SPRON og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf. 2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 07 0209). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í húsbref (IBH 41 0315). Heimild: Seðlabanki Íslands.

Samkvæmt ofangreindu hafa líkur á því að verðbólga eitt ár fram í tímann verði undir verð-

bólgu markmiðinu haldið áfram að aukast. Til tveggja ára hafa líkurnar hins vegar minnkað. Líkur á að verðbólga verði innan þolmarka verðbólgu markmiðsins hafa lítið breyst frá síðustu spá og það sama á við um líkur á verðhjöðnun.

óvissuna af varúð. Henni er fremur ætlað að draga óvissu sem felst í spánni fram í dagsljósið en að vera nákvæmt mat á líkindadreifingu verðbólgu spárinnar.

### III Stefnan í peningamálum

Í framhaldi af 0,5 prósentna lækkun stýrivaxta Seðlabankans 10. febrúar sl. hefur enn slaknað á aðhaldi peningastefnunnar. Raunstýrivextir voru snemma í maí um 2½% og hafa ekki verið lægri síðan snemma árs 1996. Þá hefur lækkun bindiskyldu haft í för með sér aukið framboð á lausu fé og stuðlað að frekari lækkun vaxta á peningamarkaði. Vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur því enn lækkað og hefur ekki verið lægri síðan um mitt ár 1996. Þrátt fyrir það hefur gengi krónunnar haldið áfram að hækka og var snemma í maí 2% hærra en í byrjun febrúar. Aðgerðir Seðlabankans á undanfönum mánuðum í formi lækkunar vaxta, lækkunar bindiskyldu og reglulegra kaupa gjaldeyris á markaði stuðla frekar að lægra gengi en ella, a.m.k. um hríð. Peningastefnan skýrir því ekki þá gengishækkun sem orðið hefur á undanfönum mánuðum, heldur virðist mega rekja hana til væntinga vegna fyrirhugaðra stóriðjuframkvæmda. Þessum framkvæmdum mun fylgja umtalsvert gjaldeyrisinnstreymi og vextir munu óhjákvæmilega hækka umfram það sem verður í viðskiptalöndum. Báðir þessir þættir munu skapa þrýsting til gengishækkunar og á framsýnum markaði hefur það tafarlaus áhrif á gengið.

#### *Hækkun gengis á rætur að rekja til væntinga vegna stóriðjuframkvæmda*

Hækkun gengisins er hluti af aðlögun hagkerfisins vegna stóriðjuframkvæmda. Sá hluti styrkingarinnar sem á sér stað fyrirfram hjálpar til að skapa svigrúm fyrir þessar framkvæmdir þar sem hún lækkar verðbólgu og dregur úr hagvexti í aðdraganda þeirra. Vandinn er hins vegar sá að hækkun gengisins bitnar á núverandi útflutnings- og samkeppnisgreinum og getur valdið þeim erfiðleikum ef hækkunin er langvarandi og mikil. Raungengi krónunnar var á fyrsta ársfjórðungi komið vel yfir söguleg meðaltöl og var rúmlega 6% hærra en meðaltal undanfarinna tíu ára. Þessa sér stað í minni framlegð útflutningsfyrirtækja, einkum í sjávarútvegi. Það verður hins vegar að hafa í huga að framlegð þessara fyrirtækja var í sögulegu hámarki á undanfönum tveimur árum og ekki við því að búast að sú staða gæti haldist. Fyrirtækin mega því búast við verri stöðu en þá var. Þá er á það að líta að raungengið er enn töluvert fyrir neðan hátoppa í fyrri uppsveiflum og ekki ósvipað og það var

á árinu 2000 (sjá nánar í viðauka). Það er því líklegt að það muni að óbreyttri hagstjórn hækka enn frekar þegar nær dregur hámarki stóriðjuframkvæmda hvort sem það gerist fyrir tilstyrk herra gengis eða meiri launahækkana og verðbólgu en í viðskiptalöndum.

#### *Aðhaldssöm ríkissjóðmálastefna er besta leiðin til að draga úr hækkun raungengis*

Frekari hækkun raungengis væri auðvitað nokkurt áhyggjuefni fyrir stöðu útflutnings- og samkeppnisgreina. Því er eðlilegt að hugað sé að leiðum til að draga úr þessari hækkun. Eins og áður hefur komið fram hafa aðgerðir Seðlabankans að undanfönum stuðlað að lægra gengi fremur en hitt. Eigi að síður hefur því verið haldið fram að Seðlabankinn ætti að beita sér enn frekar til að lækka gengi, t.d. með snarpri lækkun vaxta og öflugum inngrípum á gjaldeyrismarkaði. Þá hafa verið nefndar hugmyndir um að ríkissjóður reyndi að hafa áhrif á gengið með því að taka innlend lán til að greiða niður erlend. Vandinn við frekari vaxtalækkun er að hún samrýmst ekki verðbólguþröskulmiði Seðlabankans. Sú verðbólguþröskulmiði sem hér er birt, og byggist á óbreyttum vöxtum, er mjög nálægt markmiðinu, sé litið tvö ár fram í tímann og verður reyndar þá á uppleið. Í ljósi horfa í efnahagsmálum myndi slík vaxtalækkun því tæplega vera trúverðug. Væntir skammtíma vextir í framtíðinni myndu því ekki lækka og því líklegt að langtíma vextir myndu ekki lækka. Áhrifin á vaxtamun á lengri enda markaðarins og þar með á gengi krónunnar yrðu því lítil sem engin. Seðlabankinn hyggst halda áfram að kaupa gjaldeyri á markaði á næstu mánuðum. Þótt það stuðli auðvitað að eitthvað lægra gengi en ella um hríð er ekki við því að búast að gjaldeyriskaupin hafi varanleg áhrif á gengið. Alþjóðleg og innlend reynsla sýnir að inngríp á gjaldeyrismarkaði sem ekki eru látin hafa áhrif á vaxtastig hafa yfirleitt aðeins skammvinn áhrif á gengið.<sup>11</sup> Sama á reyndar við um breytingar erlendra skulda ríkissjóðs í innlendar. Það gæti hækkað innlenda langtíma vexti um hríð og við óbreytt vaxtastig Seðlabankans er líklegt að áhrifin á gengið verði lítil og skammvinn. Annað mál er að skynsamlegt er að ráðstafa afgangi sem nauðsynlegt er að verði á ríkis-

11. Sjá grein eftir Gerði Ísberg og Þórarín G. Pétursson: „Inngrip Seðlabanka Íslands á innlendum gjaldeyrismarkaði og áhrif þeirra á gengi krónunnar“, í *Peningamálum* 2003/1.

sjóði í hámarki stóriðjuframkvæmda til að greiða niður erlend lán hans fremur en innlend.

Til að draga úr óæskilegri hækkun raungengis á næstu misserum verður því að grípa til annarra ráða en ofangreindra. Þar yrði áhrifaríkast að auka aðhald í opinberum fjármálum og draga úr opinberum framkvæmdum þegar stóriðjuframkvæmdir eru í hámarki. Það dregur beint úr innlendri eftirspurn og lækkar þar með raungengið frá því sem ella myndi verða. Önnur aðferð sem beita þarf samhliða er að auka framboð vinnuafls í framkvæmdatímanum með notkun erlends vinnuafls í meira mæli en ella. Það dregur úr spennu á vinnumarkaði og hækkun raungengis sem því fylgdi.

Mikilvægt er að gera sér grein fyrir hvað felst í auknu aðhaldi ríkisfjármála. Þar skiptir máli að tekjur og gjöld ríkissjóðs þróist með þeim hætti að þau haldi aftur af aukningu eftirspurnar í þjóðarþúinu en örvi hana ekki. Í því sambandi er ekki nóg að horfa á afkoma ríkissjóðs eina og sér. Afkoma ríkissjóðs getur batnað í uppsveiflu vegna þess að aukin umsvif skila meiri tekjum í ríkissjóð, án þess að í sjálfu sér hafi verið gripið til neinna sérstakra aðgerða á teknaeða útgjaldahlíð. Sakir afsláttá og þrepaskiptingar í skattkerfinu aukast skatttekjur yfirleitt meira í uppsveiflu en skattstofnarnir og skattbyrði þyngist. Í þessu felst ákveðin sjálfvirk sveiflujöfnun því aukin skattbyrði dregur úr eftirspurn. Ef tekjuauki ríkissjóðs vegna aukinna umsvifa er settur aftur út í hagkerfið með lækkun skatta eða auknum útgjöldum er þessi sjálfvirka sveiflujöfnun tekin úr sambandi og eftirspurn er örvuð en ekki heft. Til að meta áhrif ríkisfjármála á eftirspurn rétt þarf því að leiðrétta fyrir áhrifum hagsveiflunnar á þau (sjá nánar rammagrein 3). Þá fæst sveifluleiðrétta afkoma. Breytingin á sveifluleiðréttri afkomu er því besti mælikvarðinn á aðhaldsstig ríkisfjármálastefnunnar (og sama á reyndar við þegar horft er á hið opinbera í heild, þ.e. ríki og sveitarfélög). Aukið aðhald ríkisfjármála að eftirspurn krefst því bættrar sveifluleiðréttrar afkomu.

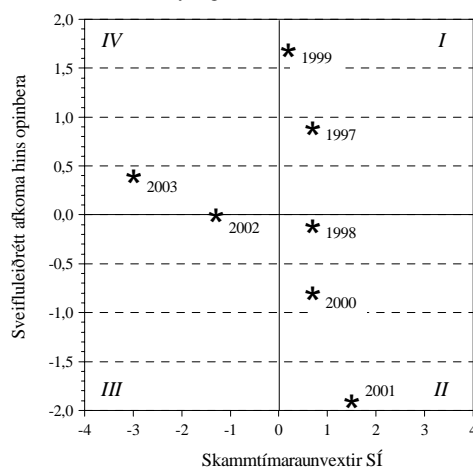
#### *Samspil peningastefnu og ríkisfjármálastefnu verður mjög mikilvægt á næstu misserum*

Eins og fram kom hér að framan er útlit fyrir nokkurn sveifluleiðréttan halla á hinu opinbera á þessu ári. Í ljósi þess að efnahagsuppsveifla virðist hafin og útlit er fyrir að hagvöxtur verði yfir vexti framleiðslugetu þegar á næsta ári er óhætt að fullyrða að ekki er hægt

Mynd 16

### Peninga- og fjármálastefna 1997-2003

Breyting milli ársmeðaltala (%)



Heimild: Seðlabanki Íslands.

að slaka frekar á aðhaldi opinberra fjármála án þess að það hafi í för með sér frekari þrengingar fyrir útflutnings- og samkeppnisgreinar. Ástæðan er sú að stærri hluti byrðanna vegna aðhalds að eftirspurn lendir þá á peningastefnunni og það þýðir að raungengi verður a.m.k. um hríð hærra en ella. Samspil ríkisfjármálastefnu og peningastefnu er alla jafna mikilvægt en verður það sérstaklega á næstu misserum. Á mynd 16 er sýnt hvernig þessu samspili hefur verið háttað á undanförunum árum. Myndin sýnir annars vegar breytingar á skammtímarauðvöxtum Seðlabankans og hins vegar á sveifluleiðréttri afkomu hins opinbera. Myndin skiptist í fjóra fleti. Á fleti I eykst aðhald í opinberum fjármálum og peningamálum. Togað er í sömu átt. Á fleti II er peningastefnan að verða aðhaldssamari en fjármálastefnan slakari. Togað er í sitt hvora átt. Á fleti III er aftur togað í sömu átt en nú til slökunar. Á fleti IV er stefnan í peningamálum að slakna en aðhald í opinberum fjármálum að aukast. Til þess að peninga- og ríkisfjármálastefnan vinni saman þarf að vera annað hvort í fleti I eða III. Sú hefur hins vegar ekki alltaf verið raunin, eins og myndin sýnir. Þannig jókst aðhald í peningamálum á árunum 2000 og 2001 en slaknaði í opinberum fjármálum.<sup>12</sup> Árið 1997 spiluðu þau hins

12. Niðurstöður Björns R. Guðmundssonar og Gylfa Zoëga benda til þess að ríkisfjármálastefnunni hafi yfirleitt ekki verið beitt kerfisbundið til

vegar mjög vel saman. Árið í ár lendir í fleti IV, þar sem fyrirbyggjandi áætlanir gera ráð fyrir lítils háttar auknu aðhaldi í opinberum fjármálum. Það er hins vegar vel hugsanlegt að þær séu of bjartsýnar, sam- anber töluvert aukinn undirliggjandi halla ríkissjóðs á fyrstu þremur mánuðum ársins.

Eftir því sem nær dregur hátoppi stóriðjufram- kvæmda er mjög mikilvægt að samspil hagstjórnar- innar færist inn á flöt I. Nákvæm staðsetning í fleti I ræðst af því hve mikið aðhald ríkisfjármála verður aukið á ný í fjárlögum fyrir árið 2004. Því meira sem þar verður tekið á, því minni þurfa hækkanir stýri- vaxta Seðlabankans að verða og geta hugsanlega komið seinna til skjalanna en ella.

Þar sem væntingar hafa leikið lykilhlutverk í hækkuð gengisins að undanfögnu myndi það hjálpa mikið til við að halda aftur af frekari hækkuð ef lögð yrði fram trúverðug áætlun fyrir næstu ár í opinber- um fjármálum, þar sem mótvægi þeirra við stóriðju- framkvæmdirnar kæmi skýrt fram. Það myndi einnig auðvelda samspil ríkisfjármálastefnu og pen- ingastefnu og draga úr líkum á því að peningastefn- an yrði önnur en best hæfir vegna þess að upplýsing-

ar skorti um áform í ríkisfjármálum. Það hlýtur að vera með brýnni verkefnum næstu mánaða að vinna slíka áætlun. Seðlabankinn er tilbúinn til að taka þátt í slíkri vinnu í samstarfi við stjórnvöld.

#### *Ekki tilefni til vaxtabreytinga að sinni*

Verðbólguþátturinn sem var kynnt hér að framan gefur ekki tilefni til vaxtabreytinga að sinni. Verðbólga verður við markmiðið lítið tvö ár fram í tímann. Hins vegar gæti hún orðið nokkuð undir 2% fram á fyrri hluta næsta árs. Það á m.a. rætur að rekja til lítillar alþjóðlegrar verðbólgu um þessar mundir og nýlegrar hækkuðar gengis krónunnar. Peningastefnan verður hins vegar að taka æ meira tillit til stóriðjufram- kvæmda eftir því sem hámark þeirra nálgast. Eins og alltaf ræðst þó peningastefnan af framvindunni og ekki er hægt að útiloka óvæntar breytingar sem hefðu áhrif á framkvæmd hennar. Miðað við nýja spá bank- ans og horfur þegar lítið er lengra fram á veginn er þó líklegast að vextir verði óbreyttir um hríð en taki síðan að hækka þegar á líður. Umfang og tímasetn- ingar ráðast bæði af framvindunni og af þeirri stefnu sem ný ríkisstjórn mun móta í ríkisfjármálum.

---

sveiflujöfnunar á Íslandi á tímabilinu 1960-1998. Sértekar aðgerðir virðast hafa verið sveiflumagnandi en sjálfvirkir sveiflujafnarar sá- u jafnan til þess að ríkisfjármálastefnan var í meginatriðum hlutlaus. Sjá *Fjármálatíðindi*, 45. árg., 1998.



## Viðauki Gengi og samanburður verðlags á milli landa

Gengi krónunnar hefur mikil áhrif í íslenskum þjóðarbúskap. Gengið hefur bein áhrif á verð innfluttrar og útfluttrar vöru og þjónustu, en samanlagt verðmæti út- og innflutnings er um 80% af landsframleiðslu. Gengið hefur þannig bein áhrif á verðlag innfluttrar vöru þar sem einnig óbein áhrif á verðlag innlendrar vöru þar sem erlend aðföng eru notuð við framleiðsluna. Af gengi og verðlagi ræðst hve hátt eða lágt verðlag hér á landi er miðað við verðlag erlendis. Hlutfall verðlags á Íslandi og verðlags í tilteknum viðmiðunarlöndum er nefnt raungengi (m.v. verðlag). Raungengi er einnig mælt út frá launakostnaði á einingu. Þótt þessir tveir mælikvarðar séu báðir kallaðir raungengi og notaðir sem viðmiðun þegar meta skal hvort gengi (raungengi) íslensku krónunnar sé hátt eða lágt, eru þeir um margt ólíkir.

### *Jafnvægisraungengi – jafnvægisgengi*

Þegar rætt er um hvort gengi gjaldmiðils sé hátt eða lágt er byggt á einhvers konar hugmyndum um jafnvægisraungengi. Tvær viðmiðanir eru algengastar í því sambandi. Annars vegar er miðað við þjóðhagslegt jafnvægi, einkum í viðskiptum við útlönd. Gengið er þá „of hátt“ ef það leiðir til viðvarandi viðskiptahalla og skuldasöfnunar þjóðarbúsins.<sup>1</sup> Hins vegar er miðað við hlutfallslegt verðlag. Gengið er þá „of hátt“ ef verð á sambærilegum vörum er miklu hærra hér á landi en erlendis mælt í sömu mynt og að teknu tilliti til flutningskostnaðar, viðskiptakostnaðar, viðskiptahindrana, mismunandi skattlagningar á vöru og þjónustu milli landa, mæliskekna sem tengjast mismunandi samsetningu vörukrafa milli landa og annarra þeirra þátta sem skýra „eðlilegan“ verðmun á milli landa. Þessi skilgreining á jafnvægisgengi tengist kenningunni um kaupmáttarjafnvægi (e. Purchasing Power Parity). Auk þess að skilgreina jafnvægisraungengi felst í kenningunni að samkeppni í alþjóðlegum viðskiptum hljóti að eyða „eðlilegum“ verðmun á sambærilegum vörum og

1. Algengt er að skilgreina jafnvægisraungengi sem (raun)gengi þar sem samtímis ríkir innra og ytra jafnvægi, þ.e.a.s. ekki á sér stað ósjálfbær söfnun erlendra skulda og framleiðsluþættir eru hæfilega nýttir. Ítarlega er fjallað um kenningar um jafnvægisgengi í grein Arnórs Sig-hvatssonar, „Jafnvægisraungengi krónunnar – Er það til?“ í *Fjármálatíðindum*, 47. árg., 2000.

því hljóti jafnvægisraungengið að leita tiltölulega hratt í átt að jafnvægisraungenginu. Annars muni framtaksamir menn kaupa vöruna þar sem hún er ódýr og selja hana aftur með hagnaði þar sem hún er dýr. Verðmunurinn, jafnvægisraungengið, ákvarðast þá af viðskiptahindrunum, mismunandi skattlagningu og „eðlilegum“ flutnings- og viðskiptakostnaði.

Auk ofangreindra mælikvarða á jafnvægisraungengi, þar sem horft er til aðstæðna á mörkuðum fyrir vöru og þjónustu, eru einnig til viðmiðanir þar sem tekið er mið af aðstæðum á fjármagnsmörkuðum. Algengast er að miða við svokallað óvarið vaxtajafnvægi (e. Uncovered Interest Rate Parity). Í því felst að forsenda jafnvægis á fjármálamarkaði er að munur á innlendum vöxtum og erlendum sé jafn væntum breytingum á gengi, þannig að fjárfestar vænti sömu ávöxtunar í heimalandi eins og erlendis að teknu tilliti til áhættu. Ef fjárfestar horfa fram á að innlendir vextir verði mun hærri en erlendir á næstu árum ætti það að leiða til þess að fjármagn streymi inn í landið. Innstreymi fjármagns leiðir til lækkunar vaxta og hækkunar gengis. Jafnvægi kemst á þegar vaxtirnir hafa lækkað nægilega og/eða gengið hækkað það mikið að vænt gengislækkun jafni út mismuninn í innlendri og erlendri ávöxtun.

### *Munur á verðlagi*

Í anda kenningarinnar um kaupmáttarjafnvægi hefur breska tímaritið *Economist* birt verð á Big-Mac-hamborgurum í mismunandi löndum og notað niðurstöðurnar til að gefa hugmynd um hlutfallslegt verðlag í einstökum löndum og gefa þar með vísbendingu um hvort viðkomandi gjaldmiðlar séu hátt eða lágt skráðir. Með hliðsjón af kenningunni um kaupmáttarjafnvægi er val *Economist* á vörutegund þó frekar óheppilegt. Ekki er hægt að flytja hamborgara á milli landa án þess að gæði tapist, auk þess sem víða eru verulegar hindranir í vegi viðskipta með mikilvæg aðföng eins og kjöt og vinnuafll.

Dagleg reynsla kennir að verð sambærilegrar vöru er mismunandi eftir verslunum. Staðsetning verslunarinnar skiptir máli (m.a. vegna flutningskostnaðar), umfang viðskiptanna, launakostnaður, þjónustustig o.fl. Þessir þættir hafa áhrif á mælingar á verði og verðbreytingum. Raungengi íslensku



krónunnar mundi því t.d. líklega mælast hærra á Ísa-  
firði og Egilsstöðum en í Reykjavík.

Ekki liggja fyrir beinar mælingar á hlutfallslegu  
verðlagi körfu sambærilegrar vöru svipað og Big-  
Mac-hamborgara *Economist*. Nokkur vinna hefur þó  
verið lögð í að búa til mælikvarða á hlutfallslegt  
verðlag milli landa. Í meðfylgjandi töflu er sýnt hlut-  
fallslegt verðlag á Íslandi miðað við verðlag í 15  
ríkjum í ESB.

Hlutfallslegt verðlag á Íslandi miðað við 15 ríki í ESB			
Sama verðlag =100	1995	1999	2000
Einkaneysla .....	122	123	131
Matur .....	145	154	166
Kjöt.....	154	164	168
Fiskur.....	87	91	104
Föt og skór.....	127	130	146
Hiti og rafmagn .....	83	91	92

Heimild: Hagstofa Íslands

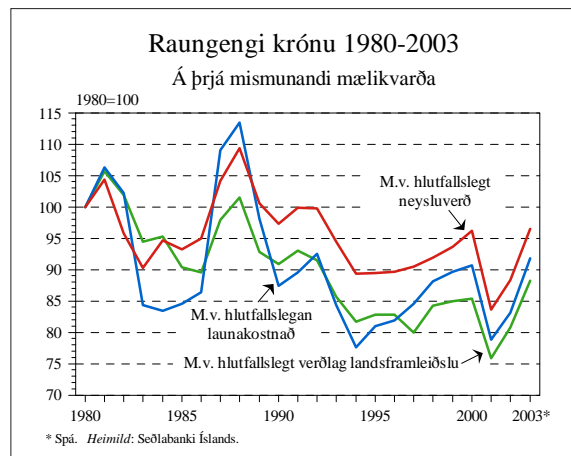
Eins og taflan sýnir er mikill munur á hlutfalls-  
legu verði einstakra vöru flokka. Fiskur er ódýr hér á  
landi en kjöt tiltölulega dýrt. Í töflunni er miðað við  
15 ríki í ESB. Ef önnur viðmiðun er notuð fengist  
önnur niðurstaða. Á árinu 1999 var hlutfallslegt  
verðlag einkaneyslu 124 í Svíþjóð, 127 í Noregi og  
133 í Sviss. Árið 2000 eru sambærilegar tölur 128,  
129 og 135. Eins og sést á meðfylgjandi mynd var  
raungengi krónunnar tiltölulega hátt á þessum árum.

#### Þróun hlutfallslegs verðlags

Viðskiptahindranir og munur á launastigi og fram-  
leiðni hafa áhrif á verðlag í einstökum löndum.  
Mikill munur er á verði landbúnaðarvöru vegna  
margvíslegra viðskiptahindrana. Verð vöru og þjón-  
ustu sem ekki ræðst í alþjóðlegri samkeppni, t.d.  
vegna flutningskostnaðar, verður einnig mismun-  
andi. Íbúðir og þjónusta hárskera eru dæmi um þess  
konar afurðir. Í löndum þar sem framleiðni er mikil í  
samkeppnisgreinum og laun tiltölulega há verður  
verð vöru og vinnuafsfrekrar þjónustu hátt. Af þess-  
ari ástæðu er nokkur jákvæð fylgni á milli framleiðni  
(landsframleiðslu á mann) og hlutfallslegs verðlags.  
Á Norðurlöndunum og í Sviss bætist við að flut-  
ningskostnaður er oft mikill og löndin halda uppi

verulegum hindrunum fyrir viðskipti með land-  
búnaðarvöru þrátt fyrir að flest þeirra séu tiltölulega  
illa fallin til framleiðslu þessarar vöru.

Vegna þess hve erfitt er að bera saman hlutfalls-  
legt verðlag er jafnvægisraungengi oftast metið út frá  
hlutfallslegum verðlagsbreytingum frekar en beinum  
mælingum á verðlagi. Því fylgir sá galli að þá tapast  
beinn mælikvarði á jafnvægisraungengi, í samræmi  
við kenninguna um kaupmáttarjafnvægi. Vísitölur  
mæla breytingar. Gildi raungengisvísitölu á til-  
teknum tíma segir því ekkert um það hvort raun-  
gengið er nálægt jafnvægisraungengi. Þegar raun-  
gengisvísitölur eru notaðar verður því að draga álykt-  
anir á grundvelli meðaltals tiltekins tímabils í þeirri  
von að meðaltalið endurspeglir jafnvægisraungengi.  
Raungengið er þá hátt þegar það er hærra en það var  
að meðaltali á tilteknu tímabili. Ekki er hægt að úti-  
loka að tiltekið meðaltal raungengisvísitölu víki um-  
talsvert frá jafnvægisraungengi í skilningi kaup-  
máttarjafnvægis. Einnig er mögulegt að tiltekin raun-  
gengisbreyting endurspeglir breytt jafnvægisraun-  
gengi en ekki hækkun raungengis umfram jafnvægis-  
raungengi, t.d. vegna breytts flutningskostnaðar eða  
aukins vægis vöru sem ekki er í samkeppni og tækni-  
þróun er hæg (t.d. þjónustu).



Meðfylgjandi mynd sýnir þróun þriggja raun-  
gengisvísitalna íslensku krónunnar fyrir tímabilið  
1980-2003. Eins og sést eru verulegar sveiflur í  
öllum þessum vísitölum. Þær eru meiri en eðlilegt er  
að búast við út frá kenningunni um kaupmáttarjafn-  
vægi. (Ef raungengi annarra gjaldmiðla væri skoðað  
með sama hætti sæjust enn meiri frávik). Flestir hag-

fræðingar eru þó á því að kenningin gildi „þegar til lengri tíma er litið“. Það sé hins vegar ljóst að um veruleg frávik er að ræða bæði vegna þess að jafnvægisraungengi breytist, en einnig vegna þess að raungengið sveiflast nokkuð frá jafnvægisraungenginu. Á myndinni sést að raungengi (hlutfallslegt neysluverðlag) hefur hækkað nokkuð frá árinu 2001, en er samt ekki hátt í sögulegu samhengi. Árið 1981 var raungengið t.d. 10% hærra en áætlað raungengi ársins 2003 og 1987 var það 15% hærra. Raungengi ársins í ár er 5% hærra en meðaltal undanfarinna 10 ára en 1% hærra ef miðað er við meðaltal undan­ginginna 20 ára.

Fyrsti mælikvarðinn á mynd hér að framan sýnir þróun raungengisins miðað við neysluverðlag. Sennilega væri best að miða útreikning raungengis við framleiðendaverð (eða heildsöluverð) vegna þess að þá gætti minnst áhrifa frá flutnings- og dreifingarkostnaði. Því miður eru ekki enn til gögn til að reikna út raungengi íslensku krónunnar m.v. framleiðenda­verð.

Annar mælikvarðinn á myndinni sýnir þróun raungengis íslensku krónunnar miðað við verðlag landsframleiðslu. Þessi viðmiðun endurspeglar betur en vísitala neysliverðs hlutfallslegt verðlag þegar tekið er tillit til allrar vöru og þjónustu sem fram­leidd er hér á landi (og einnig verðlags á innfluttum vörum). Hins vegar hentar þessi viðmiðun síður til að meta jafnvægisraungengi vegna þess að stærri hluti af vöru og þjónustu í landsframleiðslu er háður sér­stökum aðstæðum í einstökum löndum. Sem mæli­kvarði á samkeppnisstöðu getur þessi mælikvarði einnig gefið misvísandi skilaboð. Hækkun fiskverðs leiðir t.d. til þess að verðlag landsframleiðslu hækkar og þar með raungengi. Samkeppnisstaða virðist því hafa versnað, þótt staða a.m.k. sjávarútvegsfyrir­tekja hafi batnað. Myndin sýnir að raungengi miðað við verðlag landsframleiðslu gefur svipaðar niðurstöður og raungengi miðað við neysluverðlag. Áætlað raungengi ársins 2003 er 3% hærra en það var sl. 10 ár og 3% lægra en það var sl. 20 ár.

### Þróun launakostnaðar

Þriðji mælikvarðinn sem sýndur er í myndinni er raungengi miðað við laun. Þessi mælikvarði sýnir þróun launakostnaðar á framleidda einingu hér á landi og erlendis. Auk launa- og gengisbreytinga hafa framleiðibreytingar áhrif á þennan mæli­kvarða. Hann er ólíkur mælikvörðum á raungengi þar sem miðað er við verðlag að því leyti að hann tengist ekki kenningunni um kaupmáttarjafnvægi.<sup>2</sup> Því er ekki hægt að skilgreina jafnvægisraungengi m.v. laun út frá þeirri kenningu. Raungengi m.v. laun gefur vís­bendingar um þróun tiltölulegs launakostnaðar og þar með um afkomu fyrirtækjanna og samkeppnis­stöðu þeirra. Áætlað raungengi miðað við laun ársins 2003 er næstum það sama og var á árunum 1999 og 2000, en 8% hærra en það var sl. 10 ár og 3% hærra en það var sl. 20 ár.

Þrjár fyrrgreindir mælikvarðar á þróun raungengis íslensku krónunnar sem sýndir eru á myndinni gefa svipaða niðurstöðu þegar á heildina er litið. Saman­burður á raungengi ársins 2003 við meðaltal undan­farinna 10 eða 20 ára gefur einnig svipaða niður­stöðu. Myndin sýnir einnig að á alla þrjá mæli­kvarðana varð raungengi krónunnar töluvert lægra 2001 og 2002 en nokkru sinni áður á tímabilinu frá 1980. En þótt nærtækt sé að bera raungengið í dag saman við sögulegt meðaltal undanfarinna ára er ekki víst að meðaltalið gefi rétta mynd af jafnvægisraun­gengi krónunnar. Hugsanlegt er að horfur í íslenskum þjóðarbúskap hafi leitt til þess að jafnvægisraun­gengið hafi hækkað.<sup>3</sup> Einnig er hugsanlegt að vænting­ar um áframhaldandi háa vexti hér á landi valdi hækkun gengisins til að skapa jafnvægi á fjármagns­markaði. Afstæði þessara mælikvarða sést einnig á því að raungengi ársins 2003, sama við hvern hinna þriggja mælikvarða sem er miðað, er jafnt raungengi ársins 2000. Þá nam halli á viðskiptum við útlönd 10% af VLF, en áætlað er að hallinn verði 1% í ár. Ytra jafnvægi í þjóðarbúskapnum getur því verið mjög mismunandi við sama stig raungengis.

2. Þessir mælikvarðar eru þó nátengdir þar sem þróun launakostnaðar ætti til langs tíma að endurspegla þróun verðlags og framleiðni.

3. Niðurstöður rannsókna Arnórs Sighvatssonar, Más Guðmundssonar og Þórarins G. Péturssonar gefa til kynna að sveiflur í viðskiptakjörum og raungengi skipti töluvert miklu máli fyrir hagsveiflur hér á landi. Sjá *Fjármálatíðindi*, 48. árg., 2001.

## Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans<sup>1</sup>

### Rúm lausafjárstaða lánastofnana

Seðlabankinn lækkaði stýrivexti um 0,5 prósentur í febrúar og eru þeir nú 5,3%. Vextir á krónumarkaði lækkuðu heldur meira en nam lækkun Seðlabankavaxta vegna rúmrar lausafjárstöðu banka en hún skýrist m.a. af kaupum Seðlabankans á gjaldeyri á innlendum gjaldeyrismörkuðum, lækkun bindiskyldu og innlausn á stórum flokki spariskírteina í febrúar. Endurhverf viðskipti við Seðlabankann gegna nú að mestu hlutverki við gengisvarnir hjá tilteknum innlánsstofnunum. Krónan styrktist nokkuð á tímabilinu frá febrúarbyrjun til aprílloka en þá var vísitala gengisskráningar 119,6 og hafði lækkað um 1,45% frá lokum janúar. Vaxtamunur við útlönd hefur minnkað vegna vaxtalækkana Seðlabankans. Seðlabankinn hyggst auka regluleg kaup á gjaldeyri til að styrkja erlenda stöðu bankans. Hlutabréfaverð hefur hækkað um tæp 5% það sem af er árinu í kjölfar góðrar afkomu síðasta árs hjá flestum skráðum félögum.

#### Vaxtalækkun í febrúar

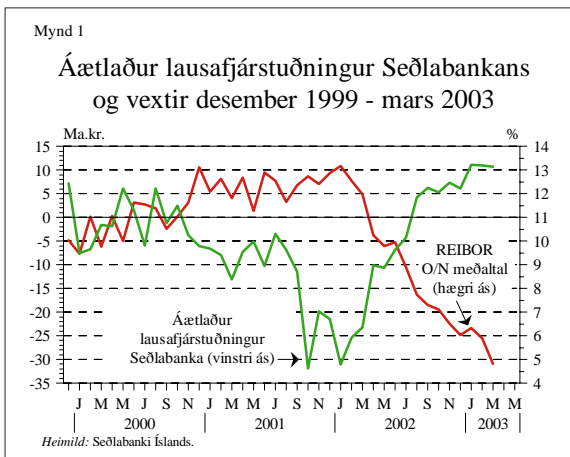
Hinn 10. febrúar 2003 tilkynnti bankastjórn Seðlabanka Íslands að stýrivextir bankans yrðu lækkaðir 18. þess mánaðar úr 5,8% í 5,3% en síðasta breyting fyrir þá lækkun var 12. nóvember 2002. Innlánsstofnanir tilkynntu þegar í kjölfarið um samsvarandi breytingu vaxta óverðtryggðra inn- og útlána og jafnframt lækkuðu verðtryggðir vextir um 0,15 - 0,2 prósentur. Frá því að Seðlabankinn hóf að lækka stýrivexti í mars 2001 hafa þeir verið lækkaðir um 6,1 prósentu.

#### Lausafjárstaða lánastofnana rýmkaði ...

Lausafjárstaða lánastofnana hefur rýmkað mjög síðustu mánuði, m.a. vegna aðgerða Seðlabankans, en hann hefur keypt gjaldeyri á innlendum millibankamarkaði fyrir u.þ.b. 17 ma.kr. frá septemberbyrjun 2002. Í mars sl. lækkaði Seðlabankinn bindiskyldu lánastofnana um rúmlega 8 ma.kr. Til stendur að lækka bindiskyldu enn frekar og breyta henni að mestu til samræmis við þær reglur sem gilda hjá

Seðlabanka Evrópu. Gert er ráð fyrir að síðari hluti breytingarinnar komi til framkvæmda fyrir lok ársins og mun lækkunin að öllum líkindum verða áþekkt lækkuninni í mars en innbyrðis skipting hennar milli lánastofnana gæti orðið ólík. Innlausn á allstórum spariskírteinaflokki ríkissjóðs í febrúar lék einnig hlutverk í myndun lausafjár. Hugsanlega mætti segja að bankarnir hafi fjármagnað sölu gjaldeyris til Seðlabankans með aukningu erlends lánsfjár þar sem ekki hefur orðið samsvarandi aukning gengisbundinna útlána en þar sem gjaldeyrisjöfnuður bankanna er nærri núllinu bendir allt til þess að framvirkir samningar, sem eru utan efnahagsreiknings, skýri þetta. Frá septemberlokum til aprílloka hækkuðu gengisbundnar skuldbindingar innlánsstofnana um rúmlega 15 ma.kr. umfram gengisbundnar eignir. Á nokkrum mánuðum hefur bankakerfið færst úr þeirri stöðu að sækja sér laust fé til Seðlabankans í þá stöðu að vera nú með „inneign“ í bankanum ef frá skuldum bankakerfisins er dreginn sá hluti endurhverfra lána Seðlabankans sem nýttur er vegna gengisvarna vegna vaxtaskiptasamninga við erlenda aðila. Þetta má sjá á mynd 1.

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 30. apríl 2003.



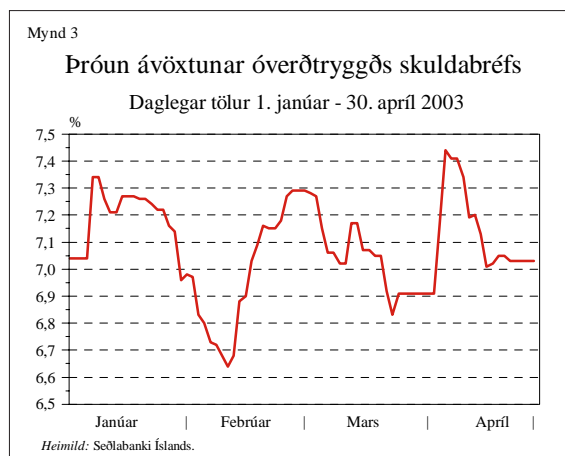
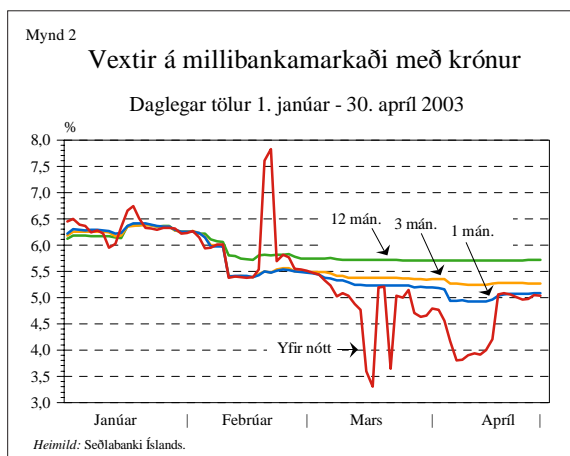
... sem þrýsti vöxtum niður ...

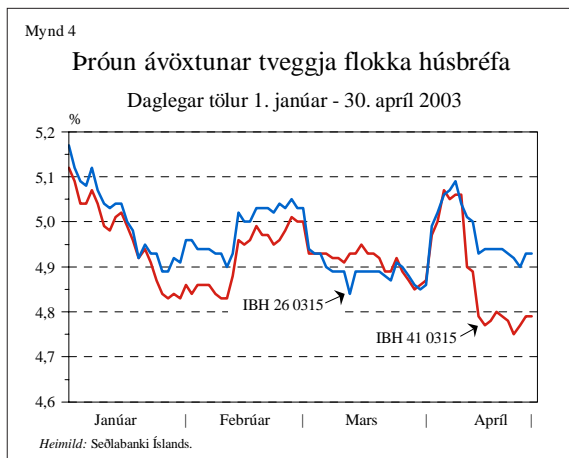
Þetta ástand hefur stutt við vaxtastefnu Seðlabankans þar sem rúmt laust fé þrýstir vöxtum niður. Samspil fyrirgreiðslu Seðlabankans og vaxta á millibankamarkaði með krónur sést vel á mynd 1 þar sem sýnt er mat á áætlaðri fyrirgreiðslu Seðlabankans og þróun meðaltalsdagvaxta í hverjum mánuði á millibankamarkaði með krónur. Rúm lausafjárstaða hefur einnig lýst sér í því að einstaka bankar hafa lánað öðrum langt umfram umsamdar lánalínur. Á mynd 2 má sjá daglega þróun vaxta á millibankamarkaði með krónur frá áramótum. Framan af voru vextir heldur hærri en stýrivextir Seðlabankans sem að einhverju leyti kann að stafa af aðgerðum einstakra banka um áramót til að takmarka neikvæða stöðu gagnvart Seðlabanka og einnig að hluta til af breyttu fyrirkomulagi trygginga vegna greiðslukerfa sem tak-

markaði svigrúm lánastofnana til notkunar bindifjár. Innlausn spariskírteina í mars jók við laust fé og skapaði verulegan þrýsting til frekari lækkunar vaxta. Í kjölfar breytingarinnar á bindiskyldu varð einnig allnokkur hreyfing á vöxtum. Í byrjun apríl var svigrúm lánastofnana til að nýta sér bundið fé til tryggingar í greiðslukerfum takmarkað og var það gert til samræmis við erlendar venjur á þessu sviði.

... en vextir á skuldabréfamarkaði lúta öðrum lögmálum

Vextir á skuldabréfamarkaði hafa ekki þróast með sama hætti og vextir á millibankamarkaði. Vextir óverðtryggðra verðbréfa lækkuðu frá síðari hluta janúar til miðs febrúar en þá urðu snögg umskipti sem voru helst rakin til tilkynningar ríkisstjórnarinnar um tímabundnar aðgerðir til að draga úr atvinnuleysi en þær fólust m.a. í auknum vegaframkvæmdum o.fl. Síðan tók við hæg lækkun óverðtryggðra vaxta fram í byrjun apríl en þá varð aftur snörp hækkun sem rakin var til ummæla forsvarsmanna Landsvirkjunar um að hugsanlega yrði hluti framkvæmdakostnaðar vegna virkjana fjármagnaður með innlendum lántökum. Þessi hækkun stóð þó fremur stutt og brátt þokuðust vextir niður eins og sjá má á mynd 3. Breytingin á óverðtryggðum vöxtum frá janúarlokum til aprílloka er því sem næst engin, þótt snarpar hreyfingar hafi orðið á tímabilinu í báðar áttir. Ávöxtun verðtryggðra skuldabréfa var um margt áþekk eins og sjá má á mynd 4.





### Húsbref hafa verið eftirsótt...

Nokkur eftirspurn hefur verið eftir húsbrefum sem tengist vaxtaskiptasamningum sem gerðir hafa verið við erlenda fjárfesta. Þar sem þeir vilja ekki taka áhættu af gengisbreytingum fara þau viðskipti þannig fram að milligönguaðili (lánastofnun) kaupir verðtryggð húsbref, og tekur síðan endurhverft lán hjá Seðlabankanum gegn veði í þeim. Erlendi fjárfestir-

inn greiðir síðan vextina af endurhverfa láninu og fær ávöxtun verðtryggða húsbrefsins í staðinn. Þessi viðskipti eiga þátt í því að ávöxtun húsbrefa hefur lækkað þrátt fyrir aukið framboð þeirra. Þau eiga hins vegar ekki þátt í að halda gengi krónunnar sterkri enda er ekki tekin gengisáhætta í viðskiptunum. Sú áhætta kann þó að vera til staðar að snarpar vaxtabreytingar yllu flótta í hópi erlendu fjárfestanna. Þá fengi milligönguaðilinn mikið magn verðbrefa sem hann þyrfti að losa í skyndi og þar af leiðandi væri hætta á verðhruni. Þetta gæti orsakað keðjuverkandi losun á öðrum brefum sem væru seld með sams konar fyrirkomulagi.

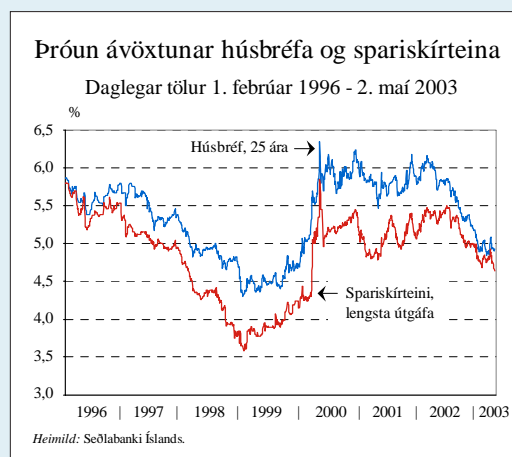
### ... og sömuleiðis ríkisvixlar

Ríkissjóður ákvað að auka sveigjanleika í innlendra ríkisvixlaútgáfu með því að hækka hámarksfjárhæð sem í boði er á tveggja mánaða fresti úr 4 ma.kr. í 7 ma.kr. Þessi breyting er m.a. hugsuð til að auka innlenda skammtímafjármögnun ríkissjóðs á kostnað erlendra skammtímafjármögnunar. Í fyrsta útboðinu eftir breytinguna, sem haldið var í mars, námu boð 16,5 ma.kr. og var tekið 7 ma.kr. Í útboði í byrjun maí

## Mikill vöxtur útlána Íbúðalánasjóðs

Á árinu 2002 afgreiddi Íbúðalánasjóður húsbref fyrir 34,9 ma.kr. á markaðsverði sem var 13% aukning frá fyrra ári. Útgáfa húsnæðisbrefa nam 15,7 ma.kr. Mikil þörf fyrir íbúðarhúsnæði, sérstaklega á höfuðborgarsvæðinu, hefur leitt til aukins framboðs húsnæðis og hefur sjóðurinn fjármagnað töluverðan hluta hennar. Fyrstu þrjú mánuði þessa árs voru afgreidd húsbref fyrir 9,5 ma.kr. sem er heldur meira en gert var ráð fyrir í áætlunum sjóðsins. Meðalfjárhæð afgreiddra umsókna hefur hækkað, var 3,4 m.kr. fyrstu þrjú mánuði síðasta árs en sömu mánuði í ár var meðalfjárhæðin 3,8 m.kr. Þrátt fyrir að verðbref Íbúðalánasjóðs séu með traustustu verðbrefum sem hægt er að finna, veðtryggð, yfirleitt á fremstu veðréttum og með einfaldri ábyrgð ríkissjóðs hefur þó verið merkjanlegur munur á ávöxtunarkröfu spariskírteina og húsbrefa eins og sést á myndinni. Mjög sterkar vísbendingar eru um að fyrirkomulag þrefanna, sérstaklega útdráttarfyrirkomulag þeirra, en einnig fjöldi smárra flokka eigi þar meginsök. Breytingar á útdráttarfyrirkomulagi

rafvæðra húsbrefa hafa þegar skilað sér í minni mun eins og sést á myndinni. Með frekari breytingum á fyrirkomulagi útgáfu Íbúðalánasjóðs mætti væntanlega auka hagkvæmni og draga enn meir úr þessum mun á ávöxtun.

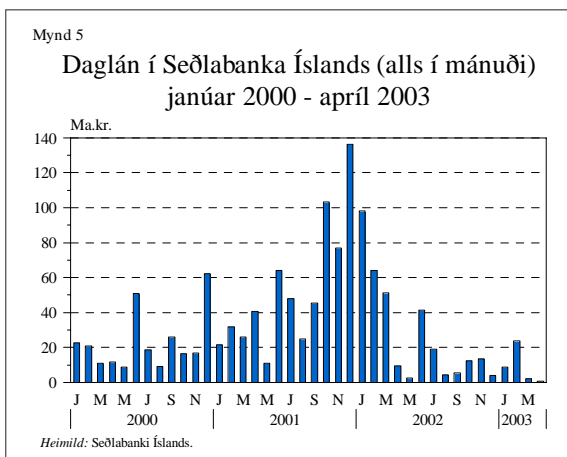




var tekið tilboðum að fjárhæð 6 ma.kr. Ríkissjóður hefur jafnt og þétt dregið úr notkun verðtryggðra lána í innlendu lánasafni sínu (útgefnum markaðsverðbréfum) allra síðustu árin. Frá árinu 1993 til 2000 var hlutfall verðtryggðra lána um og yfir 80% en var 69% í árslok 2001 og 54% um síðustu áramót. Þetta hlutfall lækkaði í 47% eftir innlausn spariskírteina í febrúar og má ætla að það geti farið niður í 30% á næstu tveimur árum.

#### Krónumarkaðurinn hefur verið virkari

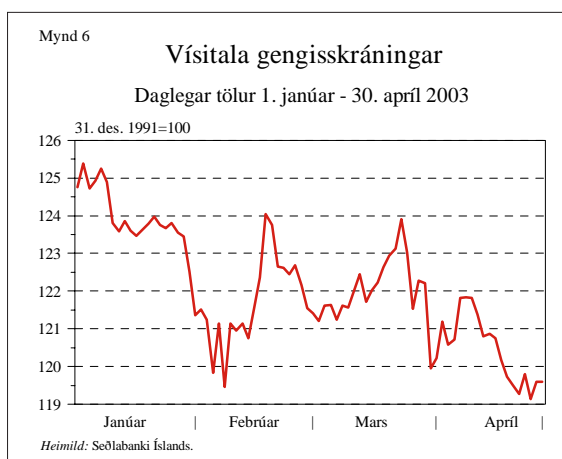
Viðskipti á millibankamarkaði með krónur námu 220 ma.kr. fyrstu fjóra mánuði ársins en 124 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyrisskiptasamninga fyrstu fjóra mánuði ársins voru 35 ma.kr sem er u.þ.b. helmingi minni en sömu mánuði í fyrra en þá voru viðskiptin 73 ma.kr. Vegna rúmrar lausafjárstöðu hefur þörf lánastofnana fyrir daglánaþyrirgreiðslu Seðlabankans dregist verulega saman. Fyrstu fjóra mánuði þessa árs námu daglán 36 ma.kr. samanborið við 223 ma.kr. sömu mánuði fyrir ári. Vaxtafærð lán námu aðeins um 6 ma.kr. frá janúar til aprílloka samanborið við 40 ma.kr. sömu mánuði í fyrra. Þróun daglána má sjá á mynd 5. Staða endurhverfra verðbréfalána Seðlabankans var 78 ma.kr. í lok janúar en í lok apríl var hún 76 ma.kr.



#### Krónan hefur styrkst ...

Í ársbyrjun stóð vísitala gengisskráningar í 124,75 en í lok apríl var hún komin í 119,6. Vísitalan hefur hreyfst innan þessa bils en sveiflur hafa þó verið nokkrar eins og sést á mynd 6. Fréttir um fyrirhugaða stækkun Norðurláls og hugsanlega aukningu aflu-

kvóta og hagstæður vöruskiptajöfnuður fyrstu mánuði ársins hafa átt sinn þátt í styrkingu en streymi erlends fjármagns hefur verið nokkurt inn í landið. Fréttir um auknar framkvæmdir ríkissjóðs til að draga úr atvinnuleysi og áhyggjur af stríði í Írak höfðu áhrif til veikingar um tíma. Eitthvað hefur verið um stöðutökur erlendra banka sem lýsir sér í því að þeir kaupa krónur leggja þær inn á viðskiptareikning í innlendum banka og hyggjast selja þær síðar þegar frekari styrking, sem þeir búast við, hefur átt sér stað. Velta á gjaldeyrismarkaði var líflæg í febrúar 112 ma.kr. en hina mánuðina var hún á bilinu 68-83 ma.kr. Þrjá daga fór velta yfir 10 ma.kr. en hæst varð veltan 5. febrúar, 12,2 ma.kr.



#### ... og vaxtamunur minnkað ...

Seðlabankar víða um heim hafa lækkað stýrivexti sína á síðustu mánuðum en Seðlabanki Kanada hækkaði hins vegar stýrivexti um 0,25 prósentur 4. mars. Seðlabanki Evrópu lækkaði vexti sína um 0,25 prósentur 6. mars og eru stýrivextir hans nú 2,5%. Danski seðlabankinn fylgdi í kjölfarið með sams konar lækkun. Seðlabanki Sviss lækkaði viðmiðanir sínar um 0,25 til 0,5 prósentur, þennan sama dag. Seðlabanki Noregs lækkaði stýrivexti um 0,5 prósentur 5. mars og aftur 30. apríl um 0,5 prósentur. Seðlabanki Svíþjóðar lækkaði stýrivexti um 0,25 prósentur 18. mars. Seðlabanki Japan greip inn í gjaldeyrismarkaði í janúar, febrúar og mars í því skyni að veikja gengi jens og einnig gerði bankinn tilraunir til að örva efnahagslífið með því að losa enn frekar um aðgengi að fyrirgreiðslu í bankanum. Stýrivextir í Japan hafa um nokkurt skeið verið 0%.

Vaxtamunur við útlönd á íslenskum ríkisvixlum og erlendum eins og hann er metinn að teknu tilliti til áhrifa viðskiptamagns minnkaði úr 3,3% í 2,6% frá janúarlokum til loka apríl. Vaxtamunurinn eins og hann er metinn út frá millibankavöxtum í hinum ýmsu löndum minnkaði úr 3,4% á sama tíma í 2,6%.

#### ... en Bandaríkjadalur hefur dalað

Bandaríkjadalur hefur veikt gagnvart flestum megingjaldmiðlum heimsins að undanfögnu. Stríðið í Írak og ágreiningur í aðdraganda þess átti sinn þátt í þessari þróun en meginskýringar er þó örugglega fremur að finna í hægfare efnahagsvexti og viðbrögðum bandarískra stjórnvalda í efnahagsmálum. Raungengi Bandaríkjadals var komið 30% yfir sögulegt meðaltal og lengi hefur verið búist við þessari breytingu. Vaxandi viðskiptahalli og ágreiningur um tillögur stjórnvalda í skattamálum hefur einnig verið nefndur til sögunnar sem skýring.

#### Kaup Seðlabanka Íslands á gjaldeyri ...

Í byrjun september sl. hóf Seðlabanki Íslands að kaupa gjaldeyri af viðskiptavökum á innlendum millibankamarkaði, fyrst í stað tvisvar í viku 1½ milljón Bandaríkjadala í senn, þrisvar í viku frá janúar sl. og loks daglega frá byrjun febrúar. Alls keypti bankinn gjaldeyri í þessum viðskiptum að andvirði 12,8 ma.kr. frá byrjun september 2002 til aprílloka 2003. Í janúar sl. keypti bankinn gjaldeyri í einum viðskiptum af einum viðskiptavaka að andvirði tæplega 4 ma.kr. Þegar ákvörðun var tekin um regluleg gjaldeyriskaup í ágúst 2002 var kynnt að áformað væri að kaupa gjaldeyri fyrir 20 ma.kr. fyrir árslok 2003. Það var nærri stöðu erlendra skammtímafjármögnunar gjaldeyrisforðans á þeim tíma. Vegna sölu gjaldeyris, m.a. til ríkissjóðs í tengslum við greiðslu vaxta af erlendum lánum, hefur skammtímafjármögnun gjaldeyrisforðans ekki minnkað til samræmis við keyptan gjaldeyri og nam hún um 11 ma.kr. í lok apríl. Gjaldyrisforði Seðlabankans var í lok apríl 38,5 ma.kr. og hafði erlend staða bankans styrkst um 6,8 ma.kr. frá lokum ágúst 2002. Sala á gjaldeyri til ríkissjóðs vegna vaxtagreiðsna af erlendum lánum nemur nokkrum milljörðum króna þessi árin. Þegar litið er til lengri framtíðar og Seðlabankinn hefur byggt upp gjaldeyrisforða sinn stefnir hann að því að afla gjaldeyris vegna þarfa ríkissjóðs á innlendum gjaldeyrismarkaði fremur en að ganga á gjaldeyrisforðann.

#### ... verða aukin

Aðstæður á gjaldeyrismarkaði eru aðrar nú en þegar Seðlabankinn kynnti áform sín um kaup á gjaldeyri í ágúst 2002. Innflæði gjaldeyris og hækkandi gengi í kjölfar ákvörðunar um byggingu álvers Reyðarfirði og tengdra orkumannvirkja gefa færi á að kaupa gjaldeyri umfram þá 20 ma.kr. sem til stóð að kaupa skv. ákvörðun bankans í ágúst sl. Bankastjórn Seðlabankans hefur því ákveðið að auka dagleg kaup bankans á innlendum gjaldeyrismarkaði, frá 19. maí 2003, í 2,5 milljónir Bandaríkjadala á dag til loka þessa árs. Að auki er Seðlabankinn sem fyrr reiðubúinn til að eiga viðskipti á gjaldeyrismarkaði að frumkvæði viðskiptavaka ef um háar fjárhæðir er að ræða. Þótt ljóst sé að þessi aðgerð kunni að hafa áhrif á gengi krónunnar til skamms tíma a.m.k. og auki jafnframt laust fé í fjármálakerfinu vakir fyrst og fremst fyrir Seðlabankanum að nýta hagstæðar aðstæður á gjaldeyrismarkaði í því skyni að styrkja erlenda stöðu sína. Miklu skiptir að erlend staða bankans sé rúm, m.a. vegna erlendra skammtímaskulda innlendra aðila og í ljósi þess að erlend staða bankans skiptir töluverðu fyrir lánshæfi íslenska ríkisins og annarra innlendra aðila á erlendum mörkuðum. Telji Seðlabankinn í einhverju tilviki aðstæður á gjaldeyrismarkaði þannig að ekki séu forsendur til gjaldeyriskaupa þegar þau hefðu annars farið fram áskilur hann sér rétt til að eiga ekki viðskipti að sinni, rétt eins og kynnt var í ágúst sl. Framkvæmd viðskiptanna verður með sama hætti og verið hefur, þ.e. bankinn kaupir gjaldeyri daglega af viðskiptavökum fyrir formlega opnun gjaldeyrismarkaðarins.

#### Hlutabréfamarkaður hefur verið allflægur

Góð afkoma fyrirtækja á hlutabréfamarkaði á síðasta ári hefur án efa ýtt nokkuð undir hækkun hlutabréfa-verðs í Kauphöll Íslands. Frá áramótum hefur úrvals-vísitalan hækkað um 4,8%. Velta á hlutabréfamarkaði hefur verið líflæg en afskráningar í kjölfar breytts eignarhalds gætu þó hafa haft neikvæð áhrif á veltu. Reglum um upplýsingagjöf varðandi laun og kjör helstu stjórnenda var breytt og ber nú fyrirtækjum sem skráð eru í Kauphöllinni skylda til að greina frá þeim í ársreikningi og milliuppgjöri. Einkavæðingu Landsbanka Íslands hf., Búnaðarbanka Íslands hf. og Íslenskra aðalverktaka hf. lauk að fullu í febrúar, mars og apríl með sölu fyrrnefndu tveggja í viðskiptakerfi Kauphallarinnar og sölu þess síðast-

nefnda til hóps starfsmanna. Í lok mars var tilkynnt um að viðræður yrðu hafnar um samruna Kaupþings banka hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. Tóku þær

stuttan tíma og náðist samkomulag um samrunann hinn 12. apríl. Fyrirhugað er að sameinaður banki taki til starfa 27. maí 2003.

# Stöðugleiki fjármálakerfisins<sup>1</sup>

*Þjóðhagsleg skilyrði fjármálastöðugleika hafa batnað enn frekar frá því síðasta greining var birt. Lítil verðbólga, hóflegt vaxtastig og ágætt ytra jafnvægi ættu að stuðla að hagstæðu umhverfi fyrir heimili og fyrirtæki. Atvinnuleysi fer þó enn vaxandi en ósennilegt er að það verði langvarandi. Nokkur hætta er enn fólgin í verði fasteigna, sem er hátt í sögulegu samhengi, en umtalsvert verðfall fasteigna virðist ósennilegt næstu árin. Hins vegar kunna að vera blikur á lofti vegna hliðaráhrifa fyrirhugaðra stórfrankvæmda. Staða banka og sparisjóða hefur styrkst. Arðsemi er með besta móti, kostnaðarhlutfall hefur lækkað, vanskil virðast í rénun en óvaxtaberandi útlán aukast enn. Eiginfjárhlutfall hækkaði í fyrra annað árið í röð. Verið er að efla áhættustýringu í greiðslukerfum og hefur sú vinna skilað sér í bættri lausafjárstýringu lánastofnana. Lánshæfismat ríkissjóðs og metinna fjármálafyrirtækja hefur hækkað. Einkavæðing viðskiptabanka í eigu ríkissjóðs er afstaðin og uppstokkanir í kjölfar hennar eru hafnar. Í heildina litið má harla vel við una.*

Efnahagslegar forsendur fjármálastöðugleika bötnuðu verulega sl. ár. Hjöðnun verðbólgunnar, betri ytri jöfnuður í þjóðarbúskapnum, sem hefur skotið styrkari stoðum undir gengið, lækkun stýrivaxta og nokkur bati í einkaneyslu; allt stuðlar þetta að betra rekstrarumhverfi fyrirtækja og heimila, og dregur úr líkum á að fjárhagslegur vandi þeirra veiki stoðir fjármálakerfisins. Atvinnuleysi eykst þó enn, en ekki eru horfur á langvinnu atvinnuleysi í ljósi stórfelldra framkvæmda sem veita munu umtalsverðu fé inn í íslenskan þjóðarbúskap á komandi árum. Þessar framkvæmdir munu á hinn bóginn skapa verulega spennu að nýju og hugsanlega óstöðugleika í þjóðarbúskapnum sem gætu fólgið í sér margvíslegar hættur til lengri tíma litið.

Á heildina litið hefur staða banka og sparisjóða batnað frá síðustu greiningu. Arðsemi var með besta móti en hluta betri afkoma mátti þó fremur rekja til eignasölu og annarrar starfsemi en hefðbundinnar inn- og útlánastarfsemi. Af uppgjöri þeirra banka sem birt hafa það fyrir fyrsta ársfjórðung þessa árs<sup>2</sup>

má dæma að afkoma sé með ágætum. Á síðasta ári dróst kostnaðarhlutfall banka og sparisjóða saman á heildina litið en gera má ráð fyrir að með einkavæðingu ríkisbankanna og fyrirhuguðum samruna Búnaðarbanka Íslands hf. og Kaupþings banka hf. megi ná fram enn meiri rekstrarhagræðingu á næstu árum enda mikil stærðarhagkvæmni í rekstri fjármálafyrirtækja. Vanskil í bankakerfinu lækkuðu á síðasta ári. Hlutfall vanskila af útlánnum á fyrsta fjórðungi þessa árs var þó svipað og í lok árs 2002. Þó er ljóst að hlutfall alvarlegra vanskila af heildarvanskilum hefur verið að aukast og gæti það leitt til frekari aukningar í árangurslausum fjárnámum og gjaldþrotum á þessu ári uns hámarki verður náð. Bankar og sparisjóðir hafa brugðist við þessu og hefur afskriftarreikningur útlána sem hlutfall af útlánnum vaxið á síðustu tveimur árum. Hlutfall óvaxtaberandi útlána af heildarútlánnum hefur einnig aukist á sama tíma, m.a. vegna nýrrar skilgreiningar á því hvaða lán teljist óvaxtaberandi. Lánshæfismat metinna banka batnaði á fyrri hluta þessa árs en ljóst er

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 9. maí 2003.

2. Íslandsbanki hf., Landsbanki Íslands hf. og Kaupþing banki hf.

að lánstími erlendra lána banka og sparisjóða hefur styst á undanförunum árum, m.a. vegna aukins vægis MTN-verðbréfaútgáfu<sup>3</sup> í fjármögnun bankanna. Eiginfjárhlutfall banka og sparisjóða í árslok 2002 hefur ekki verið hærra síðan árið 1996 og hafa þeir því meira borð fyrir báru ef óvænt áfall riði yfir.

Sendinefnd frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum heim-sótti Ísland í apríl sl. Tilgangur heimsóknarinnar var að endurmeta stöðugleika íslenska fjármálakerfisins og hversu vel fylgt er alþjóðlegum viðmiðunum varðandi eftirlit og skylda þætti. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hafði áður gert ítarlega úttekt sem birt var 12. júní 2001 og fjallað var um í ársskýrslu Seðla-banka Íslands fyrir það ár. Verkefnið er nefnt Financial Sector Assessment Program (FSAP) og miðar að því að efla fjármálakerfi aðildarþjóðanna í samstarfi við stjórnvöld.

Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið unnu með sendinefndinni en auk þess leitaði hún við efnisöflun sína til viðskiptaráðuneytisins, viðskiptabanka, sparisjóða, Íbúðalánasjóðs, lífeyrissjóða, Kauphallar Íslands hf., Lánasýslu ríkisins og endurskoðenda. Að heimsókn lokinni voru kynnt drög að skýrslu sem væntanlega verður tekin til umræðu í stjórn Alþjóðagjaldeyrissjóðsins síðla í sumar. Að því loknu verður skýrslan birt opinberlega.

Á þessu stigi er með vissu hægt að segja að endurmat Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hafi verið gagnlegt og mun væntanlega staðfesta þann árangur sem náðst hefur í auknum stöðugleika, traustari umgjörð um starfsemi fjármálafyrirtækja og öflugra eftirliti. Engu að síður verður væntanlega bent á einhver atriði sem bæta má. Þegar skýrsla Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hefur verið birt mun verða fjallað um hana nánar í *Peningamálum*.

Hér á eftir verður fyrst gerð grein fyrir þjóðhags-vísbendingum og þeirri þróun sem orðið hefur frá síðustu úttekt í *Peningamálum* 2002/4. Næst er fjallað um helstu rekstrarvísbendingar og breytingar á stöðu fjármálafyrirtækja frá síðustu úttekt og að lokum er sagt frá helstu breytingum er varða greiðslu- og uppgjörskerfi sem orðið hafa á undanförunum mánuðum.

3. MTN - Medium Term Note.

## Þjóðhagsvísbendingar

### *Hjöðnun verðbólgunnar og lækkun vaxta hafa létt byrðar heimila og fyrirtækja*

Verðbólgan á undanförunum árum olli ekki verulegum vanda fyrir fjármálakerfið. Jafnvel má segja að fjármálastofnanir hafi hagnast á henni vegna hagstæðrar samsetningar verðtryggðra og óverðtryggðra eigna og skuldbindinga. Ekki verður hið sama sagt um fyrirtæki og einstaklinga sem standa á bak við eignir fjármálastofnana – í því felst hættan. Til lengri tíma eykur mikil og breytileg verðbólga hættu á útlánatapi. Vegna útbreiddrar notkunar verðtryggingar er stöðugt verðlag ekki síður mikilvæg forsenda stöðugleika í afkomu heimila og fyrirtækja en hóflegir vextir eða stöðugt gengi.<sup>4</sup> Verðbólgan rýrði einnig kaupmátt og stuðlaði að samdrætti einkaneyslu árin 2001 og 2002. Samdrátturinn virðist um garð genginn, en það dregur úr hættu á áföllum vegna þágrar fjárhagsstöðu heimila og fyrirtækja sem háð eru innanlandsmarkaði. Mikilvægt er frá sjónarhóli fjármálastöðugleika að hjöðnun verðbólgunnar, um 8% á sl. ári, skyldi nást fram án þess að kaupmáttur ráðstöfunartekna drægist saman, eins og gerðist oft áður.

Stýrivextir Seðlabankans lækkuðu um 4,7 prósentur á sl. ári og raunstýrivextir miðað við verðbólguálag til fjögurra ára hafa verið u.þ.b. 4½ prósentum lægri en fyrir ári. Verðtryggðir útlánsvextir innlánsstofnana hafa að undanförunum verið u.þ.b. 1 prósentu lægri en fyrir ári og ávöxtunarkrafa húsbrefa hefur lækkað á móta mikið. Á sama tíma hafa erlendir vextir verið með lægsta móti, og þar sem gengi krónunnar hefur hækkað hefur greiðslubyrði erlendra lána minnkað enn meira.

### *Ytra jafnvægi í þjóðarbúskapnum skýtur sterkum stöðum undir gengi krónunnar*

Hin undrasnöggu umskipti í viðskiptajöfnuði þjóðarinnar styrktu mjög krónuna. Áætlaðar stórframkvæmdir hafa að undanförunum ýtt enn frekar undir hækkun gengisins. Þótt ekki sé hægt að útiloka nokkra lækkun gengis ef viðskiptakjör versna virðist

4. Verðbólgu markmið, ef framkvæmt með árangursríkum hætti, ætti þó jafnan að leiða til minni breytileika verðbólgu en gengis. Því er mikilvægt að hvetja fyrirtæki sem ekki hafa umtalsverðar gjaldeyriskjör til að haga gjaldeyrissáttu sem þau taka samkvæmt því.



um þessar mundir meiri hætta stafa af gengishækkun krónunnar.

Eins og greint er frá hér að framan hvílir ytri jöfnuður þjóðarbúsins á forsendum sem gætu breyst. Viðskiptakjör hafa verið hagstæð, enda hefur einka-

neysla í viðskiptalöndunum verið nokkuð öflug til þessa þrátt fyrir efnahagslægð, en erlendir vextir á sama tíma verið lágir. Þótt líkur á stórfelldum breytingum til hins verra virðist litlar í bráð gæti erlendra vaxtahækkana t.d. farið að gæta á næstu 2-3 árum,

## Rammagrein 1 Skýrsla Alþjóðagjaldeyrissjóðsins – Global Financial Stability Report (GFSR)

Í marsmánuði 2003 birti Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn skýrslu um mat sitt á stöðu fjármálamarkaða heimsins og helstu veikleikum sem leitt gætu til erfiðleika. Með því að benda á snögga bletti er hægt að bregðast við vanda áður en hann veldur fjármálakreppu og þar með stuðla að auknum fjármálastöðugleika og viðvarandi hagvexti meðal aðildarríkja Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Sambærileg skýrsla var fyrst birt fyrir ári en nú er stefnt að útgáfu tvisvar á ári.

Í skýrslunni er m.a. gerð grein fyrir þróun á helstu fjármálamörkuðum. Þar kemur m.a. fram að núverandi aðstæður einkennast af aðlögun hagkerfa og fjármálamarkaða að falli eignaverðs eftir undangengið ofris. Til marks um þetta er ójafn og hikandi hagvöxtur, tregða fyrirtækja til að auka fjárfestingu, áhættufælni og uppsöfnun lausafjár. Teikn eru um að jákvæðari þróun sé framundan.

Á þróuðum mörkuðum hafa aðstæður farið batnandi síðan botni var náð í september 2002 en áhyggjur voru af þróun alþjóðastjórn mála í aðdraganda stríðsins í Írak. Í Bandaríkjunum hefur staða heimila náð betra jafnvægi og efnahagsreikningar fyrirtækja styrkst. Stórir bankar á alþjóðlegum markaði eru með viðunandi eiginfjár- og lausafjárstöðu. Ekki virðist kerfisáhætta vera falin í stöðu þeirra. Flestir evrópskir bankar virðast hafa traustan tekjugrundvöll á heimamörkuðum. Staðbundinn vandi er hjá þýskum heildsölu-bönkum og í japanska bankakerfinu. Vegna verðlækkana á hlutabréfum og skuldabréfum fyrirtækja, m.a. vegna herra áhættuálags, hefur staða sumra evrópskra tryggingarfélaganna veikst. Vandamálin eru hvað mest hjá tryggingafélögum í Bretlandi, Þýskalandi, Hollandi og Sviss.

Bent er á þá hættu sem gæti falist í áframhaldandi lækkun á gengi Bandaríkjadals í ljósi þess hve útlendingar eiga miklar eignir í þarlandum bandarískum verðbréfum. Með tímanum hefur fjárfesting útlendinga færst úr hlutabréfum og beinni fjárfestingu yfir í

skuldabréf með föstum vöxtum. Lækkun á ávöxtun slíkra skuldabréfa í Bandaríkjunum niður fyrir það sem fæst í Evrópu hefur dregið úr seljanleika þeirra og á þátt í gengislækkun Bandaríkjadals. Þegar áhuginn var sem mestur á hlutabréfum skipti mestu hvaða munur var á hagvexti og framleiðni milli landa og í því efni standa Bandaríkin vel. Nú skiptir fjárfesta meira máli hver vaxtamunurinn er milli landa.

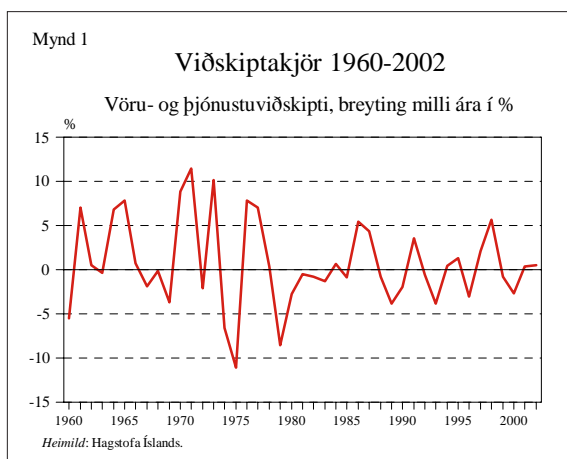
Slökun í peningastefnu helstu iðnríkja og uppsöfnun lausafjár hefur styrkt stöðu heimila og efnahagsreikning fyrirtækja. Skilyrði hagvaxtar eru að batna en þó verður að gæta varúðar. Líklegt er að bæði skammtíma- og langtíma vextir eigi eftir að hækka. Það skapar vaxtaáhættu þar sem fjármálastofnanir hafa bundið eignir í langtíma skuldabréfum með föstum vöxtum en freistast til að fjármagna sig til skamms tíma. Sumir markaðsaðilar gætu orðið fyrir umtalsverðu tapi sem kæmi þá í kjölfar taps vegna lækkunar hlutabréfa og flotta frá fyrirtækjaáhættu.

Á síðu þróuðum mörkuðum (e. emerging markets) er ýmist of eða van í fjármögnun. Lönd með lágt láns-hæfismat, sérstaklega í Suður-Ameríku, áttu á liðnu ári erfitt með að fá aðgang að lánsfjármörkuðum og þurftu að búa við mikinn fjármagnskostnað. Heldur dró úr þessum þrengingum á síðasta ársfjórðungi í fyrra þegar skuldabréfmarkaðir opnuðust að nýju fyrir flesta en þó ekki alla. Í auknum mæli er gerður greinarmunur á lántakendum eftir áætluðu láns hæfi. Sum lönd Suður-Ameríku búa enn við hátt áhættuálag en lántakendur í Asíu og Austur-Evrópu njóta nú álags sem er nærri sögulegu lágmarki. Í Asíu er hagvöxtur almennt góður, lausafjárstaða rúm og traustur áhugi fjárfesta. Austur-Evrópuþjóðir hafa notið áhuga fjárfesta m.a. vegna væntinga um hækkunir í láns hæfi samfara aðild að ESB. Traust fjárfesta til Rússlands hefur aukist enn og byggist á sterkri stöðu ríkisfjármála og hagvexti en hátt olíuverð hefur stuðlað að hvorutvegga.

einmitt þegar líklegt er að viðskiptahallinn aukist af völdum fyrirhugaðrar fjárfestingar í stóriðju og orkuverum. Við núverandi aðstæður virðist hins vegar ólíklegt að slíkar breytingar verði það miklar eða skyndilegar að það grafi undan gengi krónunnar. Ennfremur hefur dregið verulega úr hættu á keðjuverkandi atburðarás, líkt og lýst er í rammagrein 1 bls. 8-9, af völdum áhrifa herra olúverðs, veikari einkaneyslu í viðskiptalöndum, aukinnar verðbólgu og hærri vaxta samtímis.

#### Horfur um viðskiptakjör eru blendnar

Í ljósi áframhaldandi lægðar í heimsbúskapnum og þeirrar verðtilhneigingar sem gætt hefur á mörkuðum



að undanförunu verður að telja horfur um útflutningsverð sjávarafurða heldur neikvæðar. Hins vegar reyndist hækkun olúverðs tímabundin og fremur horfur á lækkun olúverðs en hitt. Horfurnar eru því fremur blendnar um þessar mundir, en ekki ástæða til hafa sérstakar áhyggjur af að skyndileg versnun viðskiptakjara valdi snöggum afturkippri eða grafi undan gengi krónunnar.

#### Gengishækkun krónunnar og stórframkvæmdir sem framundan eru kynnu að veikja stöðu geira sem til þessa hafa staðið sterkir að vígi

Fremur virðist ástæða til að hafa áhyggjur af áhrifum hugsanlegrar gengishækkunar á afkomu útflutnings- og samkeppnisfyrirtækja á næstu árum, þegar innstreymis fjármagns fer að gæta. Að framkvæmdum loknum, þegar dregur úr fjármagnsinnstreymi, gæti lækkun krónunnar einnig komið fyrirtækjum sem eru skuldsett í erlendum gjaldmiðlum í vanda. Hækkun vaxta, sem óhjákvæmilegt er að eigi sér stað ef varðveita á stöðugleika verðlags, gæti orðið þung í skauti fyrirtækja og einstaklinga með miklar lausaskuldir á breytilegum vöxtum. Verði peningastefnan á hinn bóginn ekki nægilega aðhaldssöm gæti verðbólga aukist og krafist enn harkalegri aðhaldsaðgerða síðar. Í því sambandi er vert að skoða hversu næm heimilin annars vegar og fyrirtækin hins vegar eru fyrir breytingu vaxta, verðlags og gengis, eins og gert er í rammagrein 2.

## Rammagrein 2 Áhrif vaxta, verðbólgu og gengisbreytinga á fjárhagslega stöðu fyrirtækja og heimila

Óstöðugt efnahagsástand felur í sér að miklar sveiflur geta orðið á hagvexti, verðbólgu, vöxtum, gengi og fleiri hagstærðum. Næmi heimila og fyrirtækja fyrir þessum sveiflum er mismikið eftir eðli rekstrar og ráðandi forms skuldbindinga. Afkoma fyrirtækja og einstaklinga sem skulda mikið til skamms tíma kann að vera sérlega næm fyrir vaxtabreytingum skammtímalána. Afkoma fyrirtækja sem hafa tekið mikið af erlendum lánum án samsvarandi gjaldeyristekna er næmest fyrir gengisbreytingum, en heimili og fyrirtæki sem tekið hafa mikið af verðtryggðum innlendum lánum eru næmest fyrir verðlagsbreytingum. Greining á þjóðhagslegum forsendum fjármálastöðugleika felst ekki eingöngu í því að gera sér grein fyrir þeirri fram-

vindu sem líklegust er hverju sinni, heldur hinu sem gæti gerst ef eitthvað fer úrskaiðis. Rétt er að skoða það sem hér fer á eftir í því ljósi.

#### Heimilin eru tiltölulega ónæm fyrir skammtímaxtabreytingum ...

Heimilin eru tiltölulega ónæm fyrir skammtímaxtabreytingum. Einungis um 100 ma.kr. af 760 ma.kr. skuldum þeirra um síðustu áramót voru í óverðtryggðum lánum. Hækkun skammtímaxta um 1% eykur því vaxtagreiðslur af útistandandi lánum heimilanna um allt að 1 milljarð króna á ári, ef breytingarinnar gæti að endingu yfir allt vaxtaróf óverðtryggðra lána. Áhrifin eru þó einhverju minni sem nemur þeim hluta

óverðtryggðra lána sem er á föstum vöxtum, en það lánsform er sjaldgæft í lánum til heimila. Þetta eru ekki stórfelld áhrif. Þess ber hins vegar að geta að sveiflur á skammtímavöxtum verða mun meiri en breytingar langtímavaxta.<sup>1</sup> Með tímanum koma áhrifin einnig fram í gegnum áhrif á langtímaraunvexti verðtryggðra lána. Í því sambandi er hins vegar vert að hafa í huga að breytingar á markaðsávöxtun t.d. húsbrefa, sem bera fasta vexti, snerta fyrst og fremst þá sem eru að kaupa húsnæði á hverjum tíma. Þar sem húsnæðis-kaupendur eiga þess kost að fresta viðskiptum standi þeir frammi fyrir óhagstæðum vaxtakjörum eru síður líkur á að hækkun ávöxtunarkröfu valdi óvæntum fjárhagslegum vanda. Lífeyrissjóðalán eru hins vegar jafnan á breytilegum vöxtum og fylgja t.d. gjarnan markaðsávöxtun húsbrefa. Hið sama á í einhverjum mæli við um lán tryggingafélaga og eignarleigna. Ofangreind lán ásamt verðtryggðum bankalánum til heimilanna, námu a.m.k. 200 ma.kr. um síðustu áramót. Hækkun langtímavaxta um ½ prósentu hefur því, lauslega áætlað, álfika mikil áhrif á greiðslubyrði heimilanna og 1 prósentu hækkun skammtímavaxta, þ.e.a.s. þyngir hana um 1 ma.kr., eða um sem nemur 0,14% af ráðstöfunartekjum. Síðustu 12 mánuði hafa markaðsávöxtun húsbrefa og raunvextir banka og sparissjóða lækkað um u.þ.b. 1% og skammtímavextir innlánsstofnana um u.þ.b. 5 prósentur. Samtals ætti því greiðslubyrði heimilanna að hafa lést, að öðru óbreyttu, um u.þ.b. 7 ma.kr., eða um sem nemur 1½% ráðstöfunartekna.<sup>2</sup>

Í ljósi þess að tímabil stórfamkvæmda er framundan er ekki óeðlilegt að álykta að vaxtalækkunin undanfarið ár gæti a.m.k. gengið til baka. Á hinn bóginn er líklegt að framkvæmdirnar muni einnig stuðla að bæði örum vexti ráðstöfunartekna og áframhaldandi skuldasöfnun, a.m.k. fyrst um sinn. Áhrif þyngri vaxtabyrði munu því e.t.v. ekki verða greinileg fyrir en vaxtar-

skeiðinu lýkur og dregur úr vexti ráðstöfunartekna, einkum ef ekki tækist að hemja verðbólgu á framkvæmdaskeiðinu, en það krefðist aðhaldssamrar peningastefnu lengur en ella.

*... en verðbólga umfram vöxt ráðstöfunartekna gæti valdið skakkaföllum*

Vert er að bera hugsanlega aukningu greiðslubyrði af völdum hærri vaxta saman við áhrif þess að láta reka á reiðanum við stjórn peningamála og leyfa verðbólgunni að aukast. Gefum okkur að verðbólga aukist úr 2% í 10%, þ.e.a.s. að hún verði svipuð og hún varð mest í síðustu verðbólguuppsveiflu. Vegna þess að meginhluti lána heimilanna er verðtryggður myndi greiðslubyrðin aukast um u.þ.b. 50 ma.kr., eða sem samsvarar 12% upphafsráðstöfunartekna.<sup>3</sup> Svo lengi sem ráðstöfunartekjur vaxa hraðar en verðlag veldur þetta heimilunum ekki endilega miklum vanda og í uppsveiflu er líklegt að sú verði raunin. Vandamálín gætu hins vegar hrannast upp í niðursveiflu ef laun vaxa hægar en verðlagsbreytingar. Slíkar aðstæður eru meira en fræðilegur möguleiki í ljósi þess að kaupmáttur ráðstöfunartekna dróst saman um 9½% árin 1992 og 1993 og vert er að hafa í huga að skuldir heimilanna hafa aukist verulega frá þessum tíma. Jafnmikill samdráttur kaupmáttar í framtíðinni, t.d. á tímabili aðhalds í kjölfar verðbólguuppsveiflu, myndi því hafa mun alvarlegri afleiðingar fyrir fjárhag heimilanna en á fyrrgreindum tímaskiðum, sérstaklega í ljósi þess að þegar svo háttar er líklegt að raunvextir séu einnig háir. Besta leiðin til að forðast slíkar aðstæður er að leyfa verðbólgu aldrei að fara úr böndum. Háir vextir sem kæfa verðbólgu á frumstigi verða heimilunum mun léttbærari en tímabundið háir raunvextir sem kynnu að vera nauðsynlegir til að kveða niður verðbólgu sem farið hefur úr böndum.

Náið samband er á milli gengisbreytinga og verðlags. Að því leyti hafa gengissveiflur mikil áhrif á fjárhag heimilanna – þ.e.a.s. fyrir tilstilli verðtryggingar fjárskuldbindinga og hugsanlega vegna áhrifa á kaupmátt launa. Hins vegar eru gengisbundnar skuldir heimilanna óverulegar.

1. Auðvitað skiptir miklu hvort vextir hækka umfram verðbólgu, þ.e.a.s. hvort raunvextir hækka eða aðeins nafnvextir. Til langs tíma litíð ætti vaxtahækkun ekki að skaða fjárhagsstöðu heimila eða fyrirtækja ef raunvextir haldast óbreyttir. Eigi að síður getur komið til skammtíma greiðsluvanda ef nafnvaxtabreytingin er mikil og aðgangur að lánsfé ekki ótakmarkaður, t.d. vegna skorts á lánstrausti. Háir vextir og verðbólga fela í sér hraðari endurgreiðslu að raunvirði, sem ekki er víst að tekjustreymi viðkomandi standi undir nema nýtt lánsfé standi til boða.

2. Er þá ekki tekið tillit til þess að skuldirnar hafa haldið áfram að aukast.

3. Verðbætur leggjast við höfuðstólinn og dreifast yfir lánstímann. Því er greiðslubyrði raunvaxta lána jafnari en sambærilegra nafnvaxtalána.

Fyrirtækin eru sum mjög næm fyrir gengisbreytingum. Fyrirtækin eru mun sundurlausari hópur en heimilin með tilliti til samsetningar skulda þeirra. U.þ.b. 40% áætlaðra 975 ma.kr. heildarskulda fyrirtækja um sl. áramót voru gengisbundin. Í sumum greinum er hlutfall gengisbundinna skulda mun hærra. T.d. eru 80-100% skulda sjávarútvegs-, orku- og samgöngufyrirtækja bundin erlendum gjaldmiðlum. Tæplega 60% skulda iðnaðar eru gengistryggð og gengistryggðar skuldir þjónustugeirans eru um eða yfir þriðjungur heildarskulda hans. Tekjur sjávarútvegs- og samgöngufyrirtækja eru að miklu leyti í erlendum gjaldmiðlum, eða myndast í náinni samkeppni við erlend fyrirtæki. Því er eðlilegt að líta svo á að raunvextir í erlendri mynt (miðað við erlent verðlag) ráði mestu um beina áhættu sem tengist breytingum á greiðslubyrði af erlendum lánnum þessara fyrirtækja, en áhætta tengd gengisbreytingum felist fyrst og fremst í breytileika innlends launakostnaðar miðað við afurðaverð.<sup>4</sup> Fyrirtækjum sem ekki afla umtalsverðra tekna í erlendum gjaldeyri er búin mun meiri hætta af gengissveiflum. Rúmlega þriðjungur skulda fyrirtækja í verslun er t.d. bundinn gengi erlendra gjaldmiðla. Að því marki sem gengisbreytingar koma tiltölulega hratt fram í innlendu verðlagi, e.t.v. vegna fákeppni eða lítillar samkeppni frá innlendum framleiðendum, er áhættan þó e.t.v. ekki í öllum tilvikum eins mikil og hún sýnist.<sup>5</sup>

Vegna þess að gengisbreytingar hafa áhrif á bæði tekjur og útgjöld fyrirtækja, en í mismiklum mæli, þarf í raun að skoða efnahagsreikning hvers geira fyrir sig og meta heildaráhrifin. Gengishækkun er t.d. líkleg til að hafa jákvæð áhrif á ýmsar þjónustugreinar, en neikvæð á sjávarútveg og aðrar útflutningsgreinar. Lauslega áætlað hefur 10% gengishækkun krónunnar þau áhrif, að öðru óbreyttu, að framlegð sjávarútvegsfyrirtækis sem í upphafi nemur 20% af veltu minnkar í 14%.<sup>6</sup> Upplýsingar um kostnaðarsamsetningu annarra

4. Er þá gengið út frá því að afurðaverð fylgi í meginatriðum erlendri verðlagsþróun.

5. Tekjur af sölu eldsneytis eru t.d. í krónum, en gengisbreytingar koma nánast tafarlaust fram í innlendu verðlagi. Þess vegna er ekki augljóst að olíufélögunum sé búin mikil hætta af erlendri lántöku.

6. Talið er að um 40% kostnaðar sjávarútvegsfyrirtækja sé af erlendum toga og þannig beint háður gengi erlendra gjaldmiðla. Þetta er nokkuð mismunandi milli greina, hæst eru gengistengd útgjöld í sjófrystingu þar sem hlutdeild sjómanna er tengd við söluverðið sem er í erlendri mynt. Lægst er hlutfall gengistengds kostnaðar í saltfiskvinnslu og rækjuvinnslu.

greina eru óljósari og því erfitt að gera sér nákvæmlega grein fyrir áhrifunum.

Í ljósi þess að verulegur hluti skulda íslenskra fyrirtækja er í erlendum gjaldmiðlum, eru þau ekki síður næm fyrir breytingu erlendra vaxta en innlendra. Á sl. ári bjó íslenska þjóðarþúfið við hagstæða vexti erlendis. Þetta birtist meðal annars í umtalsverðri lækkun hreinna vaxtagjalda til útlanda. Ekki er fyllilega ljóst í hve miklum mæli innlend fyrirtæki, auk fjármálakerfisins og hins opinbera, nutu hinna lágu vaxta. Árið 2002 má ætla að meðalvextir þjóðarþúsins hafi verið u.þ.b. 1½ prósentu lægri en að meðaltali undanfarin 6 ár, og enn lægri síðari hluta ársins. Miðað við erlendar vaxtaspár má ætla að þessir lágu vextir hverfi í fyrra horf á næstu tveim til þremur árum. Tveggja prósentna hækkun erlendra vaxta, sem telja verður nokkrar líkur á næstu árin, myndi fela í sér u.þ.b. 9 ma.kr. útgjaldaauka allra fyrirtækja, eða sem nemur 0,7% af uppreiknuðum rekstrartekjum þeirra árið 2000.<sup>7</sup>

Næmi fyrirtækjanna fyrir breytingu innlendra skammtímavaxta er mun minni, en á hinn bóginn má gera ráð fyrir meiri sveiflum í skammtímavöxtum. Lauslega áætlað voru óverðtryggðar innlendar skuldir fyrirtækja í lok sl. árs u.þ.b. 130 ma.kr., eða innan við 15% allra skulda þeirra. Hækkun þessara vaxta um 1 prósentu eykur útgjöld þeirra um u.þ.b. 1,3 ma.kr. Raunvaxtabreytingar gætu orðið umtalsverðar. Verður að telja hugsanlegt að skammtímaraunvextir hækki um 4-5 prósentur ef aðhald í ríkisfjármálum verður ekki nægjanlegt. Slík vaxtabreyting gæti haft útgjaldaauka í för með sér sem nemur allt að 2,5% af rekstrartekjum fyrirtækjanna.

Verðtryggðar skuldbindingar fyrirtækja eru hlutfallslega minni en heimilanna. Ennfremur hafa hlutfallslegar breytingar launa og verðlags gagnstæð áhrif miðað við heimilin. Hlutfallsleg lækkun afurðaverðs miðað við almennt verðlag getur haft hliðstæð áhrif og rýrnun kaupmáttar heimilanna. Ef tekjur fyrirtækis aukast hins vegar í hlutfalli við verðbólgu hefur hún lítil áhrif á afkomu þess.

7. Áætlaðar heildarrekstrartekjur árið 2000 að viðbætti hækkuðu VLF til ársins 2002.

### Skammtímaskuldir þjóðarbúsins fela í sér áhættu

Erlend lausafjárstaða<sup>5</sup> versnaði á fjórða fjórðungi síðasta árs og var neikvæð um ríflega 61,7 ma.kr. Munaði þar mest um lausafjárstöðu innlánsstofnana sem versnaði um nær 17 ma.kr. á ársfjórðunginum. Þetta má rekja til aukinnar skammtímafjármögnunar m.a. í gegnum MTN-skuldabréfaútgáfu viðskiptabankanna þar sem einstökum fjármálafyrirtækjum tókst ekki að ljúka samningum um fjármögnun til lengri tíma fyrr en á fyrri helmingi þessa árs. Því má gera ráð fyrir að erlenda lausafjárstaðan batni á öðrum fjórðungi þessa árs. Í skilgreiningunni á erlendri lausafjárstöðu er ekki tekið tillit til þess að Seðlabanki Íslands, ríkissjóður og sumar lánastofnanir hafa aðgang að erlendu lánsfé í gegnum bindandi lánasamninga til lengri tíma sem eru ýmist ónýttir eða ekki fullnýttir. Þessa lánasamninga er hægt að draga á ef tregða kæmi upp í endurfjármögnun skammtímalána. Því má velta upp hvort skammtímalán sem tekin eru skv. bindandi lánasamningi sem er til lengri tíma en árs eigi að teljast inn í lausafjárstöðu eða ekki. Ef lítið væri á þessi lán sem langtímalán er erlend lausafjárstaða þjóðarbúsins betri en að framan greinir.

Yfirleitt er notað orðið skammtímalán um lán þar sem upphaflegur lánstími er eitt ár eða skemmri. Þó má benda á að svo virðist sem lánstími langtímalána,

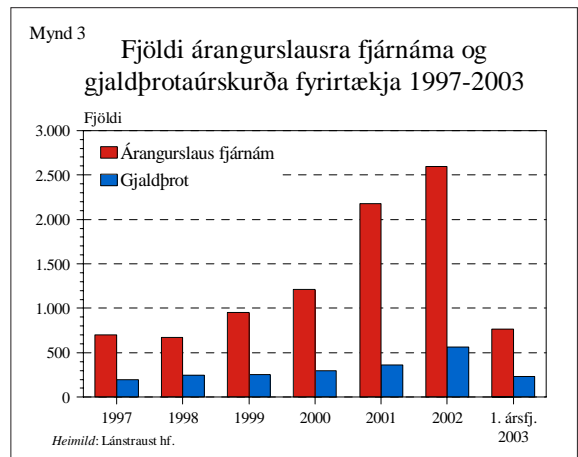
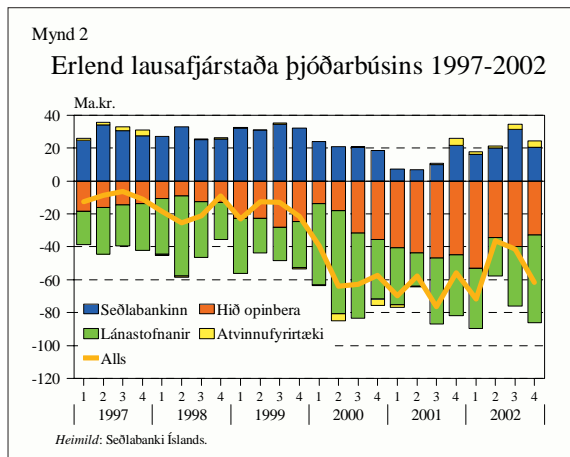
þ.e. lána með upphaflegan lánstíma til lengri tíma en eins árs, hafi styst. Tiltölulega auðveldari aðgangur að fjármagni með skemmri lánstíma og lægri vextir til skemmri tíma virðist hafa leitt til þess að lánastofnanir hafi frekar viljað fjármagna sig til skemmri tíma en áður.<sup>6</sup> Skammtímafjármögnun getur leitt til endurfjármögnunaráhættu sem mikilvægt er að lánastofnanir séu meðvitaðar um.

### Hagnaður fyrirtækja er enn viðunandi

Afkoma margra útflutningsfyrirtækja versnaði eftir því sem leið á sl. ár (sjá bls. 13). Á heildina lítið má þó telja hana viðunandi. Fjárhagsleg staða ýmissa þjónustufyrirtækja með þunga byrði gengisbundinna skuldbindinga hefur batnað til muna. Ljóst er hins vegar að gengishækkun krónunnar hefur þrengt stöðu margra sjávarútvegsfyrirtækja það sem af er árinu, sérstaklega þar sem nokkur lækkuð afurðaverðs átti sér stað á síðari hluta sl. árs og horfur um verð eru í slakara lagi um þessar mundir.

### Árangurslausum fjárnámum og gjaldþrotum fjölgaði verulega í fyrra en þau kynnu að vera að nálgast hámark

Greinilegt er af gögnum um árangurslaus fjárnám og gjaldþrot fyrirtækja að sl. ár var mörgum fyrirtækjum erfitt, þótt öðrum hafi það verið mjög gott. Árangurs-



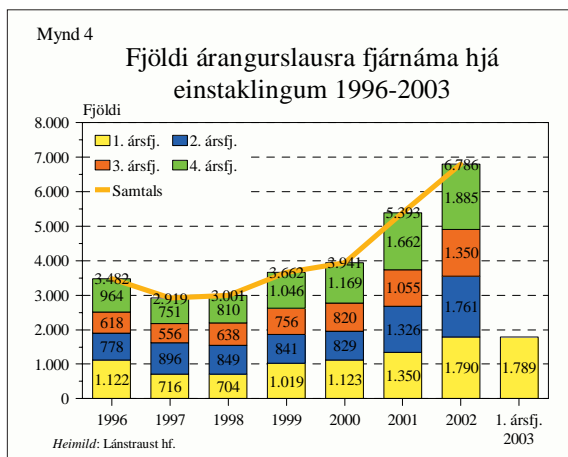
5. Erlend lausafjárstaða er peningalegar eignir að fráðregnum skammtímaskuldum (upphaflegur lánstími er styttri en eitt ár). Nauðsynlegar forsendur eru því að peningalegar eignir séu til styttri tíma en eins árs eða markaðsverðbréf sem auðvelt er að selja á markaði.

6. Yfirleitt lán til þriggja ára eða skemmri tíma.



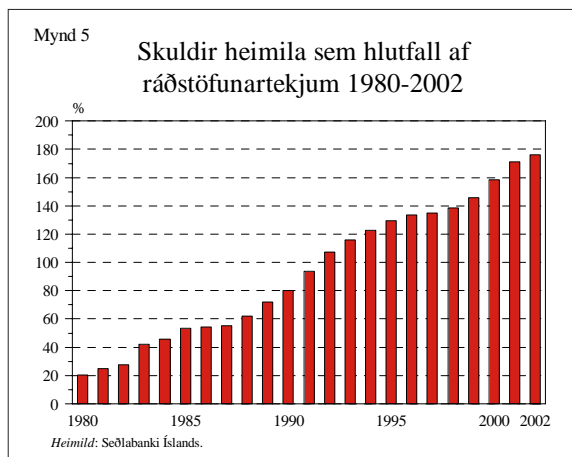
lausum fjárnámum hjá fyrirtækjum fjölgaði um ríflega 19% á árinu 2002, eftir að þeim hafði fjölgað um nær 80% á milli árunna 2000 og 2001. Fjölgun árangurslausra fjárnáma á árinu 2001 kemur fram í fjölgun gjaldþrotáúrskurða á fyrirtæki á árinu 2002, en þeim fjölgaði um ríflega 57% frá árinu áður. Miðað við gögn frá fyrsta fjórðungi þessa árs er útlitið ekki gott. Ekki hafa verið fleiri árangurslaus fjárnám og gjaldprot á fyrsta fjórðungi árs frá árinu 1996. Þetta gætu þó verið eftirhreytur frá síðasta ári, en ástæða er til að fylgjast vel með framvindu næstu mánaða. Eins og kemur fram síðar í greininni hafa vanskil í bankakerfinu sem hlutfalls útlána minnkað að undanfögnu, en hlutfall alvarlegra vanskila aukist.

Árangurslausum fjárnámum hjá heimilum fjölgaði mikið á síðasta ári og hafa ekki verið fleiri á því tímabili sem upplýsingar liggja fyrir um (þ.e.a.s. frá 1996). Fjöldi árangurslausra fjárnáma var svipaður á fyrsta fjórðungi þessa árs og í fyrra. Fjöldi fjárnáma kynni því að vera að ná hámarki, þótt ekki séu þau í rénun. Gjaldprotum heimila á fyrsta fjórðungi þessa árs hefur þó fjölgað mikið frá síðustu tveimur árum en það verður að teljast eðlileg afleiðing fjölgunar árangurslausra fjárnáma árið áður.



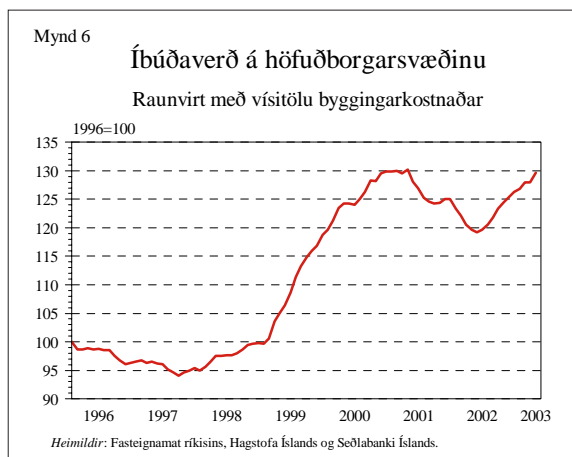
*Heimilin halda áfram að safna skuldum og íbúðaverð hækkar ...*

Verulega dró úr útlánunum lánakerfisins á sl. ári. Útlán til heimilanna jukust nokkru meira en útlán til fyrirtækja, eða um 7%. Það skýrist einkum af verulegri sókn í húsnæðislán. Útlán Íbúðalánasjóðs jukust um 11½% og lífeyrissjóðslán, sem að mestu er varið til íbúðakaupa einstaklinga, um 12½%. Skuldir heimil-



anna héldu því áfram að aukast og er áætlað að þær hafi numið 176% af ráðstöfunartekjum í lok sl. árs. Á fyrstu mánuðum ársins hefur sókn í húsnæðislán aukist enn frekar og verðlag íbúðarhúsnæðis hækkað hratt. Í mars hafði íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkað um tæplega 10% á einu ári og var að raunvirði orðið herra en þegar það varð hæst árið 2001.

Afleiðingar þessarar þróunar fyrir stöðugleika fjármálakerfisins eru ekki einhlítar. Eftir tímabil hraðrar hækkunar húsnæðisverðs árin 1999 og 2000 mátti ætla að töluverð hætta væri á verðfalli ef hagvöxtur stöðvaðist, eða samdráttur yrði í kaupmætti ráðstöfunartekna, líkt og tímabilin 1988-1990 eða 1992-1993. Þótt aðlögunin í þjófurbúskapnum í kjölfar ofpensluáranna 1998-2000 væri nokkuð harkaleg varð hún af ýmsum ástæðum mildari en á fyrrgreindum tímabilum. Kaupmáttur ráðstöfunartekna dróst



t.d. ekki saman, og miðað við núverandi horfur eru litlar líkur á að það gerist í bráð. Til skamms tíma litið má því ætla að minni hættu sé á verulegu verðfalli íbúða en undanfarin tvö ár. Þvert á móti hefur íbúðaverð hækkad hröðum skrefum sl. mánuði. Því meira sem bilið á milli verðlags íbúða og byggingarkostnaðar verður og því lengur sem slíkt ástand varir aukast þó líkur á að framboð nýrra íbúða þrýsti verðinu niður, einkum ef bakslag verður í þjóðarþúskapnum. Ekki er hins vegar líklegt að til þess komi fyrir en í fyrsta lagi eftir u.þ.b. 4 ár, þegar framkvæmdahrinunni sem er að hefjast lýkur. Haldi verðið áfram að hækka gætu umskiptin hins vegar orðið snögg þá, einkum ef ekki tekst vel til um mót-vægisáðgerðir.

Þær breytingar sem gerðar hafa verið á húsnæðiskerfinu nýlega auka að vissu leyti áhættuna. Í ákveðnum tilvikum bjóðast nú húsnæðisveðlán sem nema mun hærra hlutfalli af markaðsverði íbúða en áður, allt að 90%. Hér er að vísu að mestu um að ræða lánveitingar Íbúðalánasjóðs, sem fjármagnaðar eru með ábyrgð ríkissjóðs, en fari fjármálastofnanir að keppa við þessi lán Íbúðalánasjóðs í auknum mæli felur það augljóslega í sér aukna áhættu. Markaðsverð íbúðar sem er 90% veðsett, á verði sem er hátt í sögulegu sambengi, gæti auðveldlega fallið niður fyrir verðmæti lánsins sem á því hvílir, en það gæti leitt til útlánataps vegna íbúðalána, en íbúðalán hafa verið mjög traust til þessa.

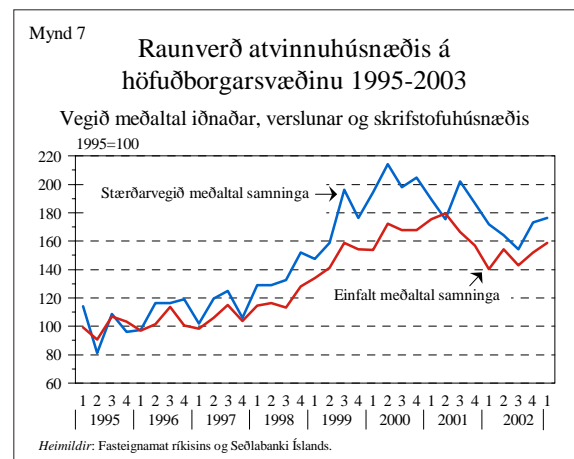
#### ... en skuldaföfnun fyrirtækja hefur stöðvast í bili ...

Útlán lánakerfisins til fyrirtækja stóðu nánast í stað í fyrra, eftir fimmtungu vöxt árið áður. Sem hlutfall af áætlaðri landsframleiðslu ársins námu skuldir fyrirtækja 124% af landsframleiðslu. Í þeirri tölu eru reyndar einnig markaðsverðbréf í eigu fjármálastofnana, svo að eiginlegar skuldir eru lægri sem nemur u.þ.b. 6% landsframleiðslunnar. Að hluta skýrir gengishækkun krónunnar reyndar hjöðnun vaxtarins, en þróunin endurspeglar einnig samdrátt í fjárfestingu fyrirtækja á sl. ári.<sup>7</sup>

7. Lauslega áætlað gætu áhrif gengishækkunar krónu frá nóvember 2001 til maí 2003 hafa lækkað heildarskuldir fyrirtækja u.þ.b. um 7%, að öðru óbreyttu.

#### ... og verðlækkun atvinnuhúsnæðis virðist hafa a.m.k. stöðvast í bili

Verð atvinnuhúsnæðis er um þessar mundir nokkru lægra en fyrir 1-2 árum. Lækkunin virðist þó hafa stöðvast í bili, eða jafnvel snúist við. Verðið er þó enn u.þ.b. 10% lægra en þegar það var hæst á seinni hluta ársins 2000, eins og sjá má á mynd 7. Hafa ber í huga að fáar mælingar og ósamleitar eru að baki tölunum, sem ber fyrir vikið að túlka með varúð. Til lengri tíma litið má gera ráð fyrir lækkun, því að í sögulegu tilliti er verðið enn hátt. Í ljósi þess að sveiflur í verði atvinnuhúsnæðis eru jafnan meiri en verðsveiflur íbúðarhúsnæðis verður að telja töluverða hættu fólga í hinu háa verði, þótt hún hafi líklega minnkað frá því sem áður var og væntingar um aukin umsvif á næstu árum draga úr líkum þess að slík aðlögun sé á næsta leiti.



#### Verð hlutabréfa hækkaði verulega á sl. ári en V/H hlutföll virðast almennt innan hóflegra marka

Innlánsstofnanir áttu í lok sl. árs innlend hlutabréf að verðmæti 42,9 ma.kr. og erlend hlutabréf að verðmæti 11,4 ma.kr. Verð innlendra hlutabréfa hækkaði almennt á síðasta ári, fjármálastofnunum til hagsbóta. Sveiflur á verði hlutabréfa geta orðið miklar og dæmi eru um að þær hafi valdið verulegum erfiðleikum hjá fjármálastofnunum. Slæma stöðu japanskra fjármálastofnana má t.d. að hluta rekja til mikils verðfalls hlutabréfa í þeirra eigu. Áhættu sem stafar af hlutafjäreign fjármálastofnana má meðal annars meta með hliðsjón af vægi hlutabréfa í efnahagsreikningi þeirra, verði þeirra með tilliti til raunhæfrar arðsemi og vaxtar viðkomandi fyrirtækja,

hættu á ytri áföllum sem haft gætu áhrif á verð þeirra og dreifingu eignasafnsins. Vægi hlutabréfa í efna-hagsreikningi innlendra fjármálastofnana er líklega ekki mjög mikið í alþjóðlegum samanburði og V/H-hlutföll skráðra fyrirtækja eru ekki tiltakanlega há miðað við sambærileg lönd. Hins vegar er vert að hafa í huga að íslenski hlutabréfamarkaðurinn samanstendur af fáum fyrirtækjum sem að stórum hluta tengjast annaðhvort sjávarútvegi eða fjármálastofnunum sem margar lána til sjávarútvegs. Sjávarútvegurinn er einnig fremur sveifluga atvinnugrein, háð aflabróðum, breytilegu útflutningsverði og óvissu um rekstrarumhverfi.

Sveiflurnar í sjávarútvegi er erfitt að sjá fyrir. Líklegt er hins vegar að hann og aðrar útflutningsatvinnugreinar muni ganga í gegnum erfitt tímabil á næstu árum vegna ruðningsáhrifa stóriðjuframkvæmda. Hlutabréf í sjávarútvegs- og öðrum útflutningsfyrirtækjum kynnu að lækka í verði ef tímabundin gengishækkun þrengir að þeim.

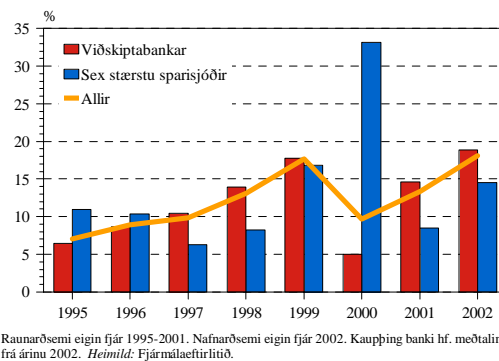
## Rekstrarvísendingar

### Arðsemi jókst annað árið í röð

Arðsemi eigin fjár<sup>8</sup> viðskiptabankanna<sup>9</sup> og sex stærstu sparisjóðanna<sup>10</sup> jókst enn á árinu 2002 eftir að hafa náð lágmarki árið 2000. Þrátt fyrir að afkoman í sex mánaða uppgjörinu hefði ekki verið viðunandi hjá öllum þeim fjármálafyrirtækjum sem tekin voru fyrir í þessari greiningu<sup>11</sup> skiluðu þau öll jákvæðri afkomu á árinu 2002 í heild, en þó misjafnlega mikilli. Öll fjármálafyrirtækin lögðu niður verðbólguþróunarskil á síðasta ári og því endurspegladi arðsemi eigin fjár nafnarðsemi en ekki raunarðsemi eins og verið hefur. Nafnarðsemi eigin fjár

Mynd 8

### Arðsemi eigin fjár 1995-2002



viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna á síðasta ári var 18,1% samanborið við um 17% nafnarðsemi á árinu 2001 með Kaupþingi banka hf. en án hans var hún um 16,6%.<sup>12</sup>

Arðsemi viðskiptabankanna hefur almennt verið betri en arðsemi sex stærstu sparisjóðanna á síðustu árum, að undanskildu árinu 2000.<sup>13</sup> Ýmsir þættir höfðu áhrif á aukna arðsemi á síðasta ári sem farið verður í nánar hér á eftir. Þó stendur upp úr að hluti hagnaðarinnar var vegna sölu eigna sem telja mátti til óreglulegra tekna.<sup>14</sup> Ef reynt er að leiðrétta fyrir því hefði arðsemi eigin fjár verið um 15% og því lækkað um ríflega þrjár prósentur.

### Hagnaður af inn- og útlánastarfsemi minnkaði ...

Hreinar vaxtatekjur viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna stóðu svo til í stað á milli árunum 2001 og 2002.<sup>15</sup> Í heildina drógust vaxtatekjur saman um 20% á milli ára en vaxtagjöld drógust saman um ríflega 27% á sama tímabili.<sup>16</sup> Minnkandi

8. Hagnaður eftir skatta sem hlutfall af meðaltali eigin fjár í upphafi og lok tímabils að frádregnum hagnaði tímabilsins.

9. Búnaðarbanki Íslands hf., Íslandsbanki hf., Kaupþing banki hf. (fékk viðskiptabankaleyfi í upphafi árs 2002), Landsbanki Íslands hf. og Sparisjóðabanki Íslands hf.

10. Sparisjóður Reykjavíkur og nágrennis, Sparisjóður Hafnarfjarðar, Sparisjóður vélstjóra, Sparisjóðurinn í Keflavík, Sparisjóður Kópavogs og Sparisjóður Mýrasýslu.

11. Nema annað sé tekið fram á greiningun sem hér fer á eftir við viðskiptabanka og sparisjóði sem skilgreindir eru í neðanmálsgreinum 9 og 10. Kaupþing banki hf. var þó eingöngu tekinn með í talnaefninu fyrir árið 2002. Þetta getur leitt til mikils munar á milli árunum 2001 og 2002 fyrir ýmsar stærðir en reynt verður að benda á þennan mun í greiningunni.

12. Raunarðsemin árið 2001 var 13,4%.

13. Sjá fyrri greinar um stöðugleika fjármálakerfisins um ástæður þess.

14. Ekkert fjármálafyrirtækjanna færði söluhagnaðinn sem óreglulegar tekjur á árinu 2002 en til sanna vegar má færa að hluti af starfsemi felist í kaupum og sölu eigna.

15. Kaupþing banki hf. er eingöngu inni í tölunum fyrir árið 2002. Hreinar vaxtatekjur þeirra námu þó ekki nema um 575 m.kr. miðað við ríflega 30 ma.kr. hreinar vaxtatekjur árið 2002 hjá öðrum viðskiptabönkum og sex stærstu sparisjóðunum. Hér verður einnig að athuga að fjármögnunarkostnaður vegna verðbrefastöðu kemur inn í vaxtagjöldin og því er ekki um að ræða hreinan hagnað af inn- og útlánastarfsemi.

16. Ef Kaupþing banki hf. væri inni í tölunum fyrir 2002 hefði samdrátt-

verðbólga og lækkandi vaxtastig á síðasta ári leiddi til lægri vaxtatekna og -gjalda en auk þess leiddi afnám verðbólguþreikningsskila til lægri vaxtagjalda.<sup>17</sup> Hlutfall hreinnar vaxtatekna af hreinum rekstrartekjum lækkaði úr 74% árið 2001 í 61% á síðasta ári ef Kaupþing banki hf. er ekki inni í tölunum fyrir árið 2002 en ef Kaupþing banki hf. er talinn með lækkaði þetta hlutfall niður í 51,5%. Það er því ljóst að vægi hefðbundinnar viðskiptabankastarfsemi fer sífellt minnkandi hjá þeim fjármálafyrirtækjum sem hafa viðskiptabankaleyfi.

Vaxtamunur<sup>18</sup> fjármálafyrirtækjanna dróst saman á heildina lítið á síðasta ári og var 2,9% án Kaupþings banka hf.<sup>19</sup> samanborið við 3,3% árið 2001.<sup>20</sup> Í heildina hefur vaxtamunurinn dregist saman á síðustu árum en ef miðað er við síðustu fimm ár virðist hann vera um 3% og ekki er ólíklegt að hann verði á bilinu 2,5%-3% á þessu ári.<sup>21</sup>

#### ... en hagnaður af annarri starfsemi jókst ...

Hreinar þóknunartekjur<sup>22</sup> voru að vaxtastærsti tekjulíður fjármálafyrirtækjanna á eftir vaxtatekjum og voru þær nær óbreyttar á milli ára ef Kaupþing banki hf. er ekki tekinn með fyrir árið 2002.<sup>23</sup> Til þessa liðar teljast m.a. tekjur af eignastýringu, verð-

bréfaviðskiptum, ráðgjöf, greiðslumiðlun, veittum ábyrgðum og gjöld af millibankaviðskiptum. Gera má ráð fyrir að þessar tekjur verði svipaðar á þessu ári og síðasta ári en gætu þó aukist vegna aukinna umsvifa í þjóðfélaginu svo og vegna hugmynda um aukin umsvif erlendis.

Hækkun á innlendum hlutabréfamarkaði og lækkun ávöxtunarkröfu á innlendum skuldabréfamarkaði árið 2002 átti stóran þátt í að viðsnúningur varð í liðnum gengishagnaður/tap af annarri fjármálastarfsemi en tap var á þeim lið árið 2001 en hagnaður árið 2002.<sup>24, 25</sup> Lítum nánar á samsetningu þessa liðar. Árið 2001 var tap af veltuhlutabréfum sem nam um 3,7 ma.kr. hjá fjármálafyrirtækjunum án Kaupþings banka hf. en fyrir árið 2002 var um 450 m.kr. hagnaður eða ríflega 4 ma.kr. viðsnúningur.<sup>26</sup> Mesti hagnaðurinn var af veltuskuldabréfum árið 2002 eða um 1,8 ma.kr. án Kaupþings banka hf. samanborið við 460 m.kr. árið 2001.<sup>27</sup>

Á þessu ári hefur orðið enn frekari lækkun ávöxtunarkröfu innlendra skuldabréfa og innlendi hlutabréfamarkaðurinn hefur hækkað enn meira. Það má því gera ráð fyrir að hagnaður af þessum lið verði svipaður eða meiri á þessu ári ef hagstæð þróun á innlendum mörkuðum heldur áfram á þessu ári.

Tekjur af hlutabréfum og öðrum eignarhlutum voru svipaðar á milli ára en nokkur aukning varð í liðnum aðrar rekstrartekjur árið 2002. Þá aukningu mátti að mestu leyti rekja til söluhagnaðar eigna en á árinu 2002 töldust ríflega 4,4 ma.kr. til annarra rekstrartekna og þar af voru um 3,3 ma.kr. vegna söluhagnaðar eigna. Til dæmis seldi Landsbanki Íslands hf. hlut sinn í Vátryggingafélagi Íslands hf. og bókfærði um 900 m.kr. í söluhagnað á síðasta ári<sup>28</sup> og

urinn orðið minni, 12% samdráttur í vaxtatekjum og 17% samdráttur í vaxtagjöldum.

17. Vaxtagjöldin lækkuðu að öðru óbreyttu en í ársreikningum til og með ársins 2001 var yfirleitt gjaldaliður vegna áhrifa verðlagsbreytinga á peningalegar eignir og skuldir. Hér koma einnig við sögu aukin erlend endurlán en vegna lægra vaxtastigs erlendis verður ósjálfrátt minni munur á inn- og útlánsvöxtum.
18. Vaxtatekjur að frádregnum vaxtagjöldum sem hlutfall af meðaltali niðurstöðu efnahagsreiknings í upphafi og lok tímabils.
19. Var 2,6% með Kaupþingi banka hf.
20. Hækkaði árið 2001 m.a. vegna verðbólguþreiknings.
21. Þegar Íslandsbanki hf. sameinaðist FBA hf. árið 2000 var vaxtamunur sameinaðs banka töluvert lægri en Íslandsbanka hf. eingöngu. Þetta sést ekki á mynd 9 þar sem FBA hf. er inni í tölum Íslandsbanka hf. fyrir árin 1998-1999 og fyrir árin 1995-1997 eru Fiskveiðasjóður og Iðnlánasjóður inni í tölum fyrir Íslandsbanka hf. Það er því líklegt að fyrirhugaður samruni Kaupþings banka hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. leiði til þess að vaxtamunur sameinaðs banka verði lægri en Búnaðarbanka Íslands hf. eins og sér. Þetta sést reyndar á myndinni þar sem Kaupþing banki hf. er inni í tölunum fyrir árið 2002. Það ber því að túlka allar lækkanir/hækkunar á vaxtamun með þetta í huga.
22. Þóknunartekjur að frádregnum þóknunargjöldum. Nánari lýsingu má sjá í 38. og 39. gr. reglna um ársreikninga lánastofnana nr. 692/2001 með síðari breytingum.
23. Með Kaupþingi banka hf. námu hreinar þóknunartekjur árið 2001 um 15,1 ma.kr. en 15,5 ma.kr. árið 2002.

24. Ekki er tekið tillit til fjármögnunarkostnaðar í þessum lið.
25. Gengishagnaði af annarri fjármálastarfsemi er skipt í fernt: 1) Gengishagnaður/tap af veltuskuldabréfum, 2) Gengishagnaður/tap af veltuhlutabréfum, 3) Gengishagnaður/tap af gjaldeyrisviðskiptum og 4) Gengishagnaður/tap af öðrum fjármálaskjólum. Sjá nánari lýsingu í 40. gr. reglna um ársreikninga lánastofnana nr. 692/2001 með síðari breytingum.
26. Með Kaupþingi banka hf. var tap upp á ríflega 4,3 ma.kr. árið 2001 og hagnaður sem nam um 1,3 ma.kr. árið 2002.
27. Með Kaupþingi banka hf. var um 1,5 ma.kr. hagnaður árið 2001 en ríflega 5 ma.kr. hagnaður árið 2002.
28. Um 461 m.kr. söluhagnaður vegna sölu VÍS var færður á fyrsta ársfjórðungi þessa árs.

Kaupþing banki hf. seldi Frjálsa fjárfestingarbankann hf. og bókfærði um 1,5 ma.kr. í söluhagnað. Þessar tekjur virðast hafa verið vaxandi hluti af tekjum fjármálaafyrirtækjanna á síðustu árum<sup>29</sup> en þó má telja að svigrúmið til að hagnast á sölu eigna hafi eitthvað minnkað og því dragist þær frekar saman á þessu ári.<sup>30</sup>

Telja má af ofangreindu að tekjugrunnur viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna sé nokkuð öruggur. Þó er ljóst að æ stærri hluti teknanna kemur frá fjárfestingarbankastarfsemi sem eykur sveiflurnar í tekjum á milli ára. Fjölbreytnin í starfseminni eykst og opnar bæði fleiri tækifæri til áhættudreifingar sem og aukinnar áhættutöku.

#### ... og kostnaðarhlutfallið dróst saman

Kostnaðarhlutfallið, þ.e. rekstrargjöld sem hlutfall af rekstrartekjum lækkaði á milli ára og hefur aldrei verið lægra á heildina litið. Kostnaðarhlutfall viðskiptabankanna fór niður fyrir 60% en kostnaðarhlutfall sex stærstu sparisjóðanna var 67%.

Eins og bent hefur verið á í fyrri greinum um stöðugleika fjármálakerfisins er kostnaðarhlutfallið ekki gallalaus mælikvarði þar sem rekstrartekjur geta verið sveiflukenndar og kostnaðarhlutfallið því breyst mikið á milli ára. Ef litið var á rekstrargjöld sem hlutfall af hreinum vaxta- og þóknunartekjum<sup>31</sup> (kostnaðarhlutfall 2) varð niðurstaðan önnur. Kostnaðarhlutfall 2 hækkaði í heildina frá árinu 2001 til ársins 2002 en hér hafði Kaupþing banki hf. mikið að segja. Kostnaðarhlutfall 2 í heildina árið 2002 með Kaupþingi banka hf. var 76,6% en án þess var hlutfallið 69,1%.<sup>32</sup>

Með einkavæðingu Landsbanka Íslands hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. sem gekk að fullu í gegn á fyrri hluta þessa árs sem og fyrirhuguðum samruna

Búnaðarbanka Íslands hf. og Kaupþings banka hf. má gera ráð fyrir að enn megi draga úr kostnaði og lækka kostnaðarhlutfallið enn frekar.

#### Vanskil hafa minnkað en alvarleg vanskil aukist...

Samkvæmt upplýsingum sem safnað var úr lausafjár-yfirlitum innlánsstofnana hafa vanskil sem skilgreind eru sem þrjátíu daga og eldri lækkað á síðustu mánuðum eftir að hafa náð hámarki í september á síðasta ári. Sem ein af leiðandi vísbendingum um endanlega töpuð útlán bendir þessi lækkun til þess að afskriftarþörf fjármálaafyrirtækjanna gæti farið minnkandi á komandi tímabilum að öðru óbreyttu. Þó er vert að hafa í huga að þjóðhagsvísbendingar, sem fjallað er um hér að framan, benda til þess að vanskil í öðrum geirum gætu aukist og því er ekki hægt að skjóta loku fyrir það að vanskil aukist á ný.

Einnig er áhugavert að skoða aldursamsetningu vanskilanna. Fjármálaeftirlitið safnar á ársfjórðungs-fresti upplýsingum um hana meðal annars. Á mynd 15 má sjá að hlutfall vanskila af lokastöðu útlána lækkaði á fjórða fjórðungi ársins 2002<sup>33</sup> og rímar það vel við þær upplýsingar sem Seðlabanki Íslands safnar. Það sem vekur þó athygli er að hlutfall alvarlegra vanskila, þ.e. vanskila sem voru eldri en tólf mánaða, jókst til ársloka 2002. Vanskilatölur fyrir fyrsta fjórðung þessa árs gáfu til kynna örilitla aukningu í vanskilum en hún var vart marktæk. Þó má enn sjá þá þróun að hlutfall alvarlegra vanskila jókst.

#### ... og framlag á afskriftarreikning útlána var svipað á milli ára ...

Framlag á afskriftarreikning (sérstakan og almennan) sem hlutfall af meðalstöðu útlána var svipað á milli árana 2001 og 2002 á heildina litið. Þó minnkaði þetta hlutfall hjá sex stærstu sparisjóðunum en hækkaði hjá viðskiptabönkunum. Hlutfallið var 1,22% í árslok 2002 án Kaupþings banka hf. en 1,19% með honum. Gera má ráð fyrir að þetta hlutfall geti orðið svipað í ár en fari svo eitthvað lækkandi á næstu árum.

Hlutfall afskriftarreikningsins af lokastöðu útlána<sup>34</sup> hefur farið hækkan eftir að hafa náð lágmarki (miðað við það tímabil sem er til skoðunar)

29. Flestir sparisjóðir sem áttu í Kaupþingi banka hf. hafa selt hlut sinn eða fært hann á markaðsvirði á síðustu árum og útskýrði það að mestu leyti toppana árin 1999 og 2000.

30. Í uppgjörum Sparisjóðs Reykjavíkur og nágrennis og Sparisjóðs vélstjóra var einnig hluti hagnaðar ársins tekjufærsla vegna upplausnar á tekjuskattskuldbindingu vegna söluhagnaðar af hlutabréfum sem ráðstafað var á móti fjárfestingu í dótturfélögum. Hjá Sparisjóði Reykjavíkur og nágrennis nam þessi tekjufærsla ríflega 468 m.kr. en hagnaður ársins eftir skatta var um 734 m.kr. Hjá Sparisjóði vélstjóra nam þessi tekjufærsla ríflega 168 m.kr. en hagnaður ársins eftir skatta var ríflega 703 m.kr.

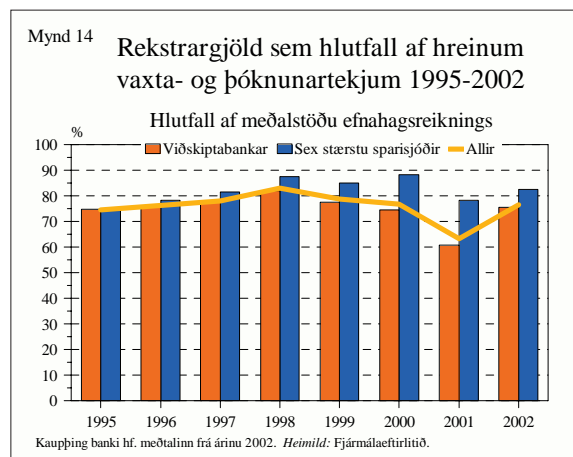
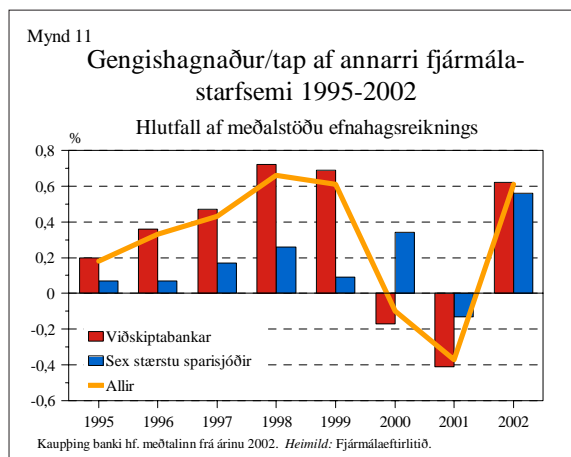
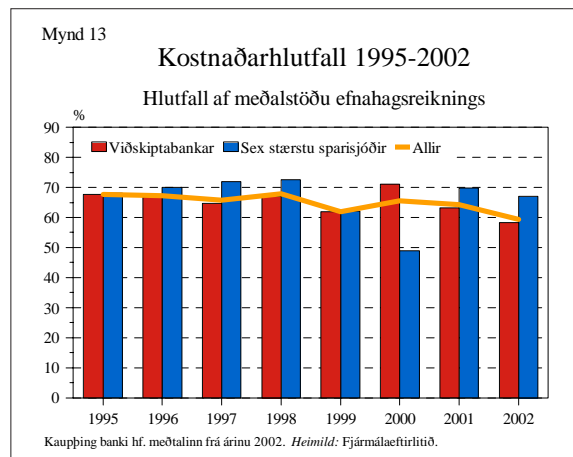
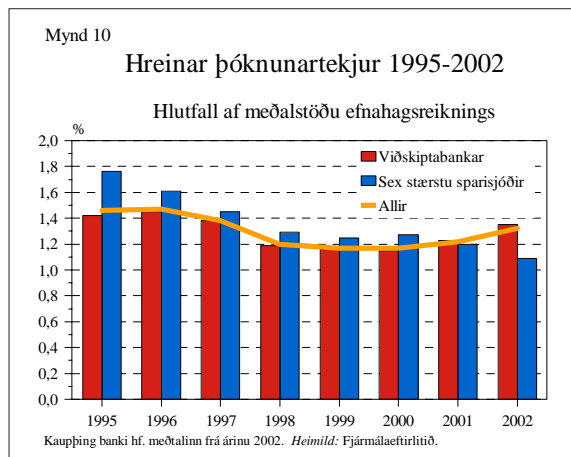
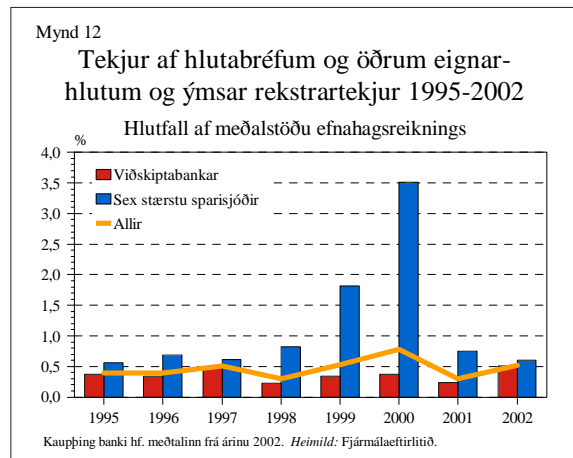
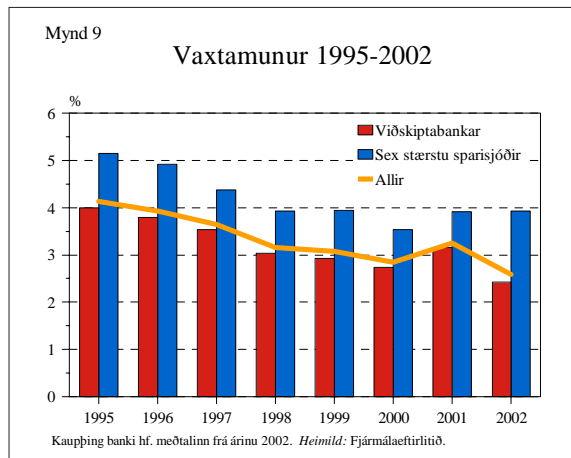
31. Þeir liðir sem ættu að vera minnst sveiflugjarnir á milli ára.

32. Verðbóluskotíð árið 2001 leiddi þó af sér töluverða lækkun kostnaðarhlutfalls 2 það ár.

33. Vanskil lækka yfirleitt alltaf á fjórða ársfjórðungi.

34. Að afskriftarreikningi útlána meðtöldum.





### Rammagrein 3 Breytt eignarhald fjármálafyrirtækja

Fyrir ári komst aftur skriður á einkavæðingarferli ríkisbankanna þegar ríkisstjórnin ákvað að halda almennt útboð á 20% hlutabréfa í Landsbanka Íslands hf. og lækka þannig eignarhlut ríkissjóðs úr rúmum 68% í rúmlega 48%. Sala bréfanna tókst vel. Þann 10. júlí á síðasta ári óskaði framkvæmdanefnd um einkavæðingu, fyrir hönd viðskiptaráðherra, eftir tilkynningum frá áhugasömum fjárfestum um kaup á a.m.k. 25% hlut í Landsbanka Íslands hf. annars vegar og Búnaðarbanka Íslands hf. hins vegar.

Fimm hópar fjárfesta skiluðu inn tilkynningu um áhuga á kaupum á kjölfestuhlut í bönkunum tveimur og í lok júlímánaðar var ákveðið að hefja viðræður við þrjá aðila um kaup á bréfum í Landsbanka Íslands hf. Í september sl. ákvað framkvæmdanefnd um einkavæðingu að ganga til viðræðna við Samson ehf. um kaup á umtalsverðum hlut í Landsbanka Íslands hf. Einnig var ákveðið að halda áfram undirbúningi á sölu Búnaðarbanka Íslands hf. Seint í október var svo tilkynnt að framkvæmdanefndin og Samson ehf. hefðu náð samkomulagi um að Samson ehf. keypti 45,8% hlutabréfa Landsbanka Íslands hf. og voru valdir tveir hópar til viðræðna um kaup á stórum hlut bréfa í Búnaðarbanka Íslands hf. Í byrjun nóvember greindi framkvæmdanefndin frá því að ákveðið hefði verið að ganga til frekari viðræðna við svokallaðan S-hóp um kaup á umtalsverðum hlut í Búnaðarbanka Íslands hf.

Í byrjun janúar á þessu ári undirrituðu fjármálaráðherra og viðskiptaráðherra, fyrir hönd ríkissjóðs, samning við Samson ehf. um kaup þess síðarnefnda á 45,8% hlut í Landsbanka Íslands hf. Um miðjan janúar undirrituðu svo sömu ráðherrar samning við Eglu hf., Vátryggingafélag Íslands hf., Samvinnulífeyrissjóðinn og Eignarhaldsfélagið Samvinnutryggingar um kaup þessara aðila á 45,8% hlutabréfa í Búnaðarbanka Íslands hf. Eglu hf. er í eigu þýska bankans Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA, Kers hf. og Vátryggingafélags Íslands hf.

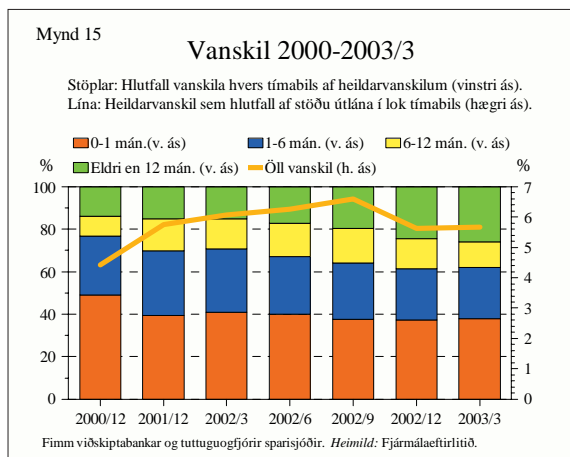
Í lok febrúar seldi ríkissjóður þau 2,5% sem hann átti eftir í Landsbanka Íslands hf. og skömmu síðar, eða í byrjun mars, þau 9,11% sem hann átti eftir í Búnaðarbanka Íslands hf. Með þessu skrefi lauk eignarhaldi ríkisins í viðskiptabönkum hér á landi.

Kaupþing banki hf. yfirtók sænskt fjármálafyrirtæki, JP Nordiska, í lok síðasta árs. Í kjölfarið var JP Nordiska tekið af skrá kauphallarinnar í Stokkhólmi en Kaupþing banki hf. var skráður í staðinn og hófust viðskipti með bréf bankans þann 20. desember, á O-lista kauphallarinnar í Stokkhólmi. Þetta var í fyrsta skipti sem íslenskt fjármálafyrirtæki var skráð í annarri kauphöll en hér á landi.

Skömmu fyrir lok ársins keypti Eignarhaldsfélagið Bakkabræður Holding s.a.r.l. rúmlega helming hlutafjár í fjárfestingarfélaginu Meiði ehf., stærsta hluthafa Kaupþings banka hf. Seljendur hlutanna voru Kaupþing banki hf., Sparisjóður Reykjavíkur og nágrennis, Sparisjóðurinn í Keflavík, Sparisjóðabanki Íslands hf., Sparisjóður Mýrasýslu, Sparisjóður Húnaþings og Stranda, Sparisjóður Siglufjarðar, Sparisjóður Svarfdæla og Sparisjóður Vestfirðinga. Fyrir sölnu átti Kaupþing banki hf. 43,8% í Meiði ehf. en eftir sölnu var hlutur bankans 18,8%. Þá lækkaði samanlögð eign sparisjóðanna af heildarhlutafé Meiðs ehf., úr 56,2% niður í 26,2%.

Þann 27. mars sl. tilkynnti Búnaðarbanki Íslands hf. að í bankann hefði borist bréf frá Kaupþingi banka hf., dagsett 25. mars, þar sem óskað var eftir viðræðum milli stjórnar Kaupþings banka hf. og bankaráðs Búnaðarbanka Íslands hf. um nánara samstarf, sameiningu eða samruna bankanna. Bankaráð Búnaðarbanka Íslands hf. ákvað að hefja viðræður við Kaupþing banka hf. Þann 12. apríl gáfu bankarnir út sameiginlega fréttatilkynningu þar sem bankaráð Búnaðarbanka Íslands hf. og stjórn Kaupþings banka hf. höfðu samþykkt að leggja til við hluthafafundi bankanna að þeir yrðu sameinaðir. Hluthafafundir eru boðaðir 26. maí nk. og áætlað er að fyrsti starfsdagur sameinaðs banka verði hinn 27. maí nk.

Á síðasta ári og í byrjun þessa árs hafa því orðið miklar breytingar á íslensku fjármálaumhverfi. Frekari samruni og yfirtaka leiðir til aukinnar samþjöppunar en óvíst er að samkeppnin muni þó minnka á íslenskum fjármálamarkaði sem opinn er fyrir erlendri samkeppni. Á hinn bóginn er ljóst að stærðarhagkvæmnin er mikil í rekstri fjármálafyrirtækja og því mun hagreiðið innan íslenska bankakerfisins aukast og væntanlega einnig stöðugleiki þess.



árið 2000. Hlutfallið í árslok 2002 var 2,7% án Kaupþings banka hf. en 2,6% með honum.

#### ... en endanlega töpuð útlán jukust mikið ...

Endanlega töpuð útlán viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna án Kaupþings banka hf. námu um 6,2 ma.kr. á árinu 2002 samanborið við 3,6 ma.kr. árið 2001 og var aukningin mest hjá viðskiptabönkunum.<sup>35</sup> Ef litið er á hlutfall endanlegra tapaðra útlána af meðalstöðu útlána má sjá að það náði lágmarki árið 2000 en hefur farið lækkandi síðan. Það sem vekur athygli er að hlutfallið fyrir sex stærstu sparisjóðina síðustu tvö ár var mun hærra en meðalhlutfall árunum 1995-2000 en fyrir viðskiptabankana hefur hlutfallið lækkað umtalsvert frá upphafi þess tímabils sem var til skoðunar.<sup>36</sup>

#### ... sem og óvaxtaberandi útlán

Óvaxtaberandi útlán<sup>37</sup> sem hlutfall af lokastöðu útlána voru í árslok 2,8% án Kaupþings banka hf. en 2,6% með honum. Þessi stærð fór enn vaxandi á síðasta ári og var þetta hlutfall orðið 5,7% hjá sex stærstu sparisjóðunum í árslok 2002.<sup>38</sup> Þetta er at-

hyglisverð þróun í ljósi þess að þrjátíu daga vanskil og eldri hafa farið lækkandi á síðustu mánuðum. En eins og kom fram hér að ofan hefur hlutfall alvarlegra vanskila af heildarvanskilum aukist sem virðist hafa leitt til þess að upphæð útlána sem sérstakar afskriftir voru færðar fyrir sem og annarra vaxtafrystra útlána jókst meira en framlagið á afskriftarreikninginn og þar með jukust óvaxtaberandi útlánin.

Sambærileg þróun sést ef litið er á óvaxtaberandi útlán sem hlutfall af eigin fé. Þetta hlutfall getur gefið vísbendingu um hver möguleg áhrif útlánataps á eigið fé gætu orðið og er því enn ein vísbendingin um gæði eigna. Þetta hlutfall hefur vaxið á síðustu árum og í árslok var það ríflega 20% fyrir heildina. Hlutfallið fyrir sex stærstu sparisjóðina var þó mun hærra eða um 45%. Hafa verður þó fyrirvara á þessari aukningu á síðasta ári eins og greint var frá hér að ofan. Auk þess eru áhrif óvaxtaberandi útlána á eigið fé óljós þar sem ekki er hægt að fullyrða að þau tapist.

Hlutfall afskriftarreiknings útlána (sérstaks og almenns) af summu óvaxtaberandi útlána, afskriftarreiknings útlána og fullnustueigna gefur til kynna hversu vel varúðarfærslur á afskriftarreikningi dekla þau útlán sem metin eru í hættu. Þetta hlutfall hefur farið lækkandi fyrir fjármálafyrirtækin í heildina á síðustu tveimur árum og stóð í lok árs í 43% án Kaupþings banka hf. en í 43,7% með Kaupþingi banka hf. Athyglisvert er að þetta hlutfall hefur verið töluvert lægra hjá sex stærstu sparisjóðunum samanborið við viðskiptabankana á undanförunum árum og náði lágmarki í lok árs 2002 í 28,9% ef litið er til a.m.k. síðustu átta ára. Það er því ljóst að þrátt fyrir að afskriftarreikningur útlána hafi verið að stækka á síðustu tveimur árum hafa útlán sem metin voru í hættu einnig verið að aukast, en hraðar. Það skal þó á það bent að hlutfallið hjá viðskiptabönkunum í árslok 2002 var hærra en það var á árunum 1995-1997.

#### Enn dró úr útlánaaukningu

Í árslok 2002 nam stærð efnahagsreiknings viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna ríflega 1.205 ma.kr. samanborið við 1.113 ma.kr. í árslok

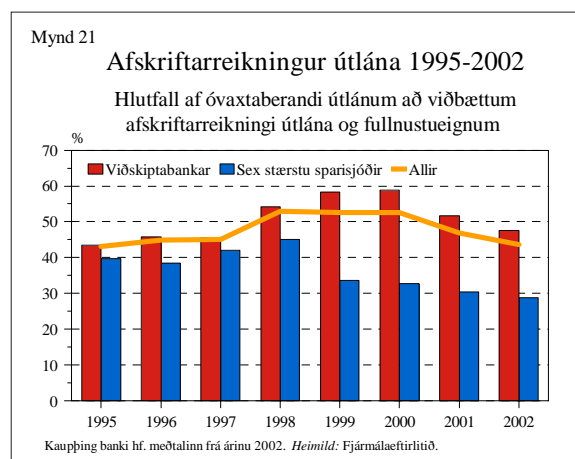
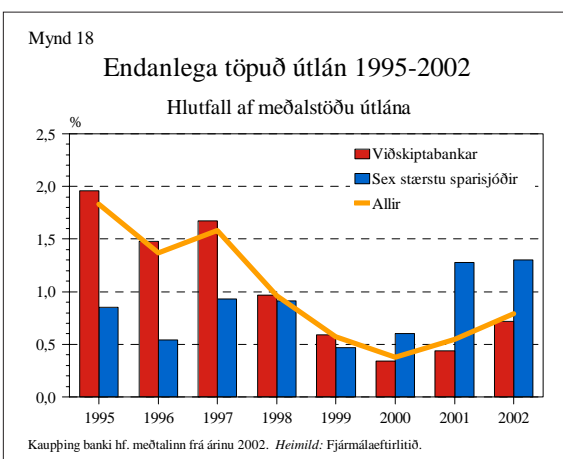
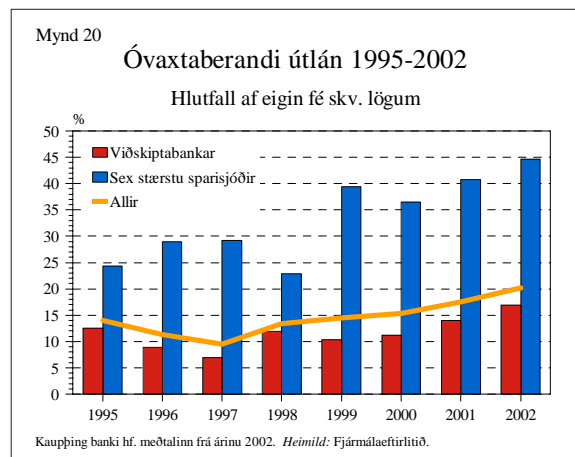
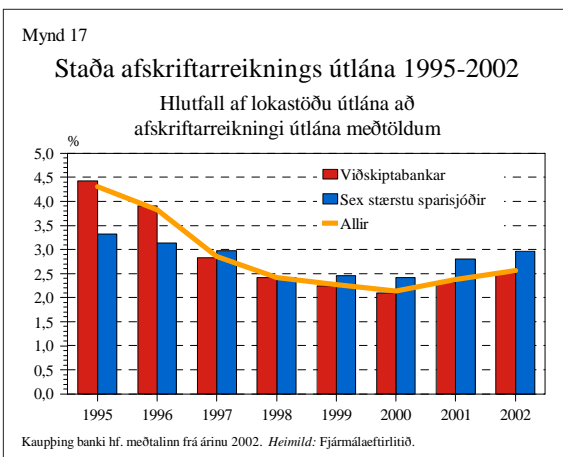
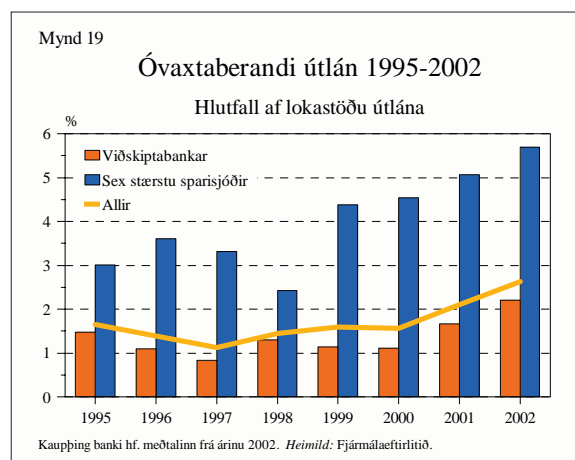
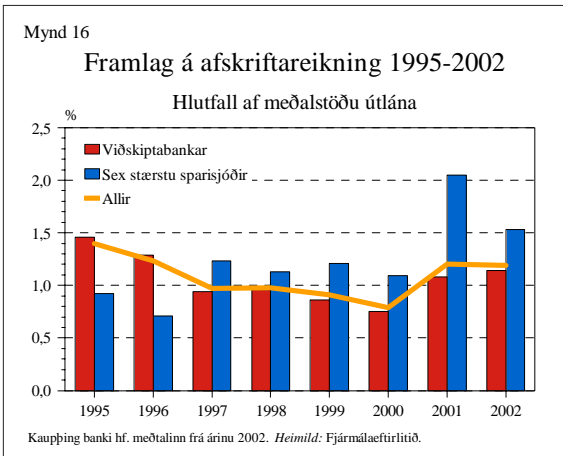
35. Ef Kaupþing banki hf. var tekinn með voru endanlega töpuð útlán árið 2002 um 6,4 ma.kr.

36. Sjá nánari greiningu í *Peningamálum* 2002/4.

37. Útlán sem sérstakar afskriftir hafa verið færðar fyrir að frádregnum sérstökum afskriftarreikningi en að viðbættum öðrum vaxtafrystum útlánunum. Önnur vaxtafryst útlán eru mögulega talin í hættu, þ.e. að ekki takist að innheimta vextina tímabundið en að höfuðstóllinn muni innheimtast. Því er ekkert lagt til hliðar vegna þessara lána.

38. Eins og fjallað var um í *Peningamálum* 2002/4 gaf Fjármálaeftirlitið út reglur nr. 51/2002 um breytingar á reglum nr. 692/2001 um árs-

reikninga lánastofnana. Breytingamar skerptu á þeim ákvæðum sem kveða á um hvaða lánþegar skuli koma til skoðunar við mat á sérstökum afskriftarframlögum og vaxtafrystum lánunum. Þessar breytingar gætu hafa haft einhverv áhrif á aukningu óvaxtaberandi útlána.

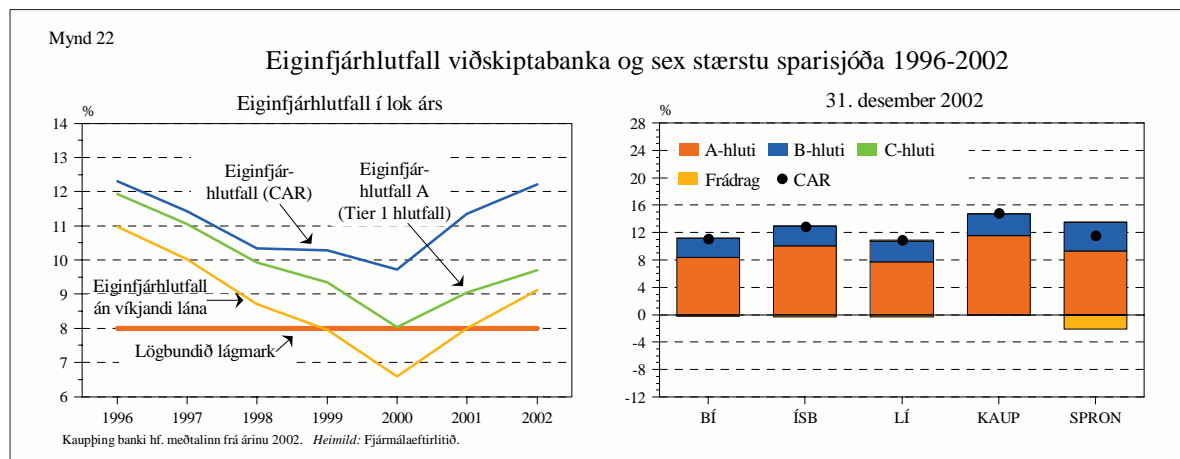


2001 að Kaupþingi banka hf. meðtöldum og hafði vaxið um 8,3% sem verður að teljast lítill vöxtur miðað við undanfarin ár.

Útlán þessara fyrirtækja<sup>39</sup> til annarra en lána- stofnana jukust um 10,5% á árinu 2002 en í tilfelli fimm fyrirtækja<sup>40</sup> af ellefu drógust útlán saman á árinu. Þetta er töluvert minni vöxtur útlána en árin á undan. Tólf mánaða nafnaukning innláns- stofnana<sup>41</sup> til ársloka 2002 var um 1,5%<sup>42</sup> en ef áhrif gengis- og verðlagsbreytinga voru tekin út var tólf mánaða útlánvöxtur innlánsstofnana að Kaupþingi banka hf. meðtöldum ríflega 7%. Á þessu ári hefur útlánvöxtur innlánsstofnana aftur aukist og í lok mars var tólf mánaða nafnvöxtur útlána orðinn um 4,8% en ef áhrif gengis- og verðlagsbreytinga voru tekin út var tólf mánaða aukningin ríflega 9,5%.

Verðmæti veltu- og fjárfestingarbókar í hlutabréf- um og öðrum verðbréfum með breytilegum tekjum dróst saman um 12,2 ma.kr. Þegar Kaupþing banki hf. er meðtalin en dróst saman um 10,4 ma.kr. án hans. Megnið af stöðunni í árslok 2002 var í veltu- bókinni.

*Fjármögnun og lánsþæfiseinkunn fjármálafyrirtækja*  
Lítið breyttist í fjármögnun innlánsstofnana frá því í síðustu úttekt í *Peningamálum 2002/4*. Vægi erlendrar fjármögnunar þeirra var um 43% í árslok 2002 og hefur verið á svipuðu reiki á fyrstu mánuðum þessa árs þrátt fyrir styrkingu krónunnar á árinu sem bendir til einhverrar raunaukningar á erlendri lánsfjármögnun.



Verðmæti veltu- og fjárfestingarbókar í skulda- bréfum og öðrum verðbréfum með föstum tekjum fjármálafyrirtækjanna jókst um 22 ma.kr. á árinu 2002 að meðtöldum Kaupþingi banka hf. en einungis um 2,3 ma.kr. án hans. Meginþorri stöðunnar í árslok 2002 tilheyrði veltubók en hluti stöðunnar var einnig vegna mótstöðu við afleiðusamninga sem fyrirtækin hafa gert.

39. Miðað var við samstæðureikning þeirra fjármálafyrirtækja sem voru í úrtakinu.

40. Íslandsbanki hf. (-2%), Sparisjóðabanki Íslands hf. (-18%), Sparisjóður Hafnarfjarðar (-5,7%), Sparisjóður vélstjóra (-6,6%) og Sparisjóður Kópavogs (-5,6%).

41. Móðurfélög eingöngu.

42. Tekið var tillit til útlána Kaupþings banka hf. þótt hann hafi ekki orðið viðskiptabanki fyrir en í upphafi árs 2002.

Lánsþæfismat Búnaðarbanka Íslands hf., Íslands- banka hf. og Landsbanka Íslands hf. var hækkað hjá alþjóðlega matsfyrirtækinu Moody's í apríl á þessu ári og ætti það að auðvelda þeim enn frekar að fjár- magna sig erlendis en ágætlega hefur gengið hjá þessum fyrirtækjum að ná í erlent lánsfjármagn og þá sérstaklega í gegnum MTN-skuldabréfaútgáfu. Seðlabanki Íslands safnar m.a. upplýsingum um eftirstöðvatíma krafna erlendra aðila og í lok árs 2002 var sú upplýsingasöfnun gerð nákvæmari með því að skipta eftirstöðvatímanum upp í fleiri tíma- belt en áður hafði verið gert. Einna helst má sjá að eftirstöðvatíminn hefur verið að stytast á síðustu misserum og í árslok 2002 voru um 50% krafanna til skemmri tíma en árs, um 80% þeirra til skemmri tíma en tveggja ára og ríflega 90% til skemmri tíma



## Rammagrein 4 Lánshæfismat

Erlend matsfyrirtæki meta lánshæfi íslenska ríkisins, Landsvirkjun og stóru viðskiptabankanna þriggja, Búnaðarbanka Íslands hf., Íslandsbanka hf. og Landsbanka Íslands hf. Eftir því sem fjármögnun þeirra á markaði eykst og hlutdeild innlána minnkar verður þessi lánshæfiseinkunn mikilvægari. Hér er ætlunin að greina frá nýjustu breytingum í þessum lánshæfiseinkunnum en í lok síðasta árs og byrjun þessa árs voru einkunnir ríkisins og bankanna hækkaðar.<sup>1</sup>

og Búnaðarbanka Íslands hf. voru einnig hækkaðar úr P-2 í P-1 í apríl sl. Það var gert í kjölfar nýrra rannsókna á vegum Moody's sem sýndu að við sérstakar aðstæður væri eðlilegt að skammtímaeinkunn P-1 og langtímaeinkunn A3 færu saman og hækkaði skammtímaeinkunn nokkurra banka vegna þessa. Auk Moody's metur Fitch Íslandsbanka hf. og Landsbanka Íslands hf. Engin breyting hefur verið gerð á einkunn þessara banka á síðasta ári og fyrri hluta þessa árs á vegum Fitch.

### Lánshæfismat Íslandsbanka hf., Landsbanka Íslands hf. og Búnaðarbanka Íslands hf.

	Moody's			Fitch		
	Í erlendri mynt			Í erlendri mynt		
	Til langs tíma	Til skamms tíma	Fjárhagslegur styrkur	Til langs tíma	Til skamms tíma	Fjárhagslegur styrkur
Íslandsbanki hf.	A1	P-1	B-	A	F1	C
Landsbanki Íslands hf.	A3	P-1	C	A	F1	C
Búnaðarbanki Íslands hf.	A3	P-1	C			

Íslenska ríkið er metið af þremur matsfyrirtækjum, Moody's, Standard & Poor's og Fitch. Moody's reið á vaðið í október á síðasta ári og hækkaði lánshæfismat íslenska ríkisins í erlendri mynt úr Aa3 í Aaa.<sup>2</sup> Þetta var gert í kjölfar endurmats vegna breytinga á aðferðarfræði Moody's. Í nóvember á síðasta ári breytti Standard & Poor's horfum á lánshæfi íslenska ríkisins úr neikvæðum í stöðugar og staðfesti um leið aðrar lánshæfiseinkunnir ríkisins. Í lok mars þessa árs gerði Fitch hið sama og breytti horfum á lánshæfi íslenska ríkisins úr neikvæðum í stöðugar.

Moody's metur einnig bankana þrjá og í apríl á þessu ári voru einkunnir þeirra allra hækkaðar. Langtímaeinkunn Íslandsbanka hf. var hækkuð úr A2 í A1 og einkunn fyrir fjárhagslegan styrk var hækkuð úr C+ í B. Skammtímaeinkunn bankans var einnig staðfest og var hún P-1. Skammtímaeinkunnir Landsbanka Íslands hf.

### Lánshæfismat íslenska ríkisins

	Í erlendri mynt		Í innlendri mynt		Horfur
	Til langs tíma	Til skamms tíma	Til langs tíma	Til skamms tíma	
Moody's	Aaa	P-1	Aaa	P-1	Stöðugar
Standard & Poor's	A+	A-1+	AA+	A-1+	Stöðugar
Fitch	AA-	F1+	AAA	-	Stöðugar

Hækkanir á lánshæfismati íslenska ríkisins og bankanna að undanförmu hafa því bæði orðið vegna breyttrar aðferðarfræði matsfyrirtækjanna og þess að þau hafa talið að efnahagsástand og horfur á íslenskum fjármálamarkaði hafi batnað. Fyrirhugaður samruni Búnaðarbanka Íslands hf. og Kaupþings banka hf. veldur því að meta þarf lánshæfiseinkunn sameiginlegs banka og má búast við að að verði gert strax og starfsemi hefst en Moody's hefur þegar gefið út yfirlýsingu þess efnis að fyrirhugaður samruni hafi engin áhrif á núverandi einkunn Búnaðarbanka Íslands hf.

1. Í *Peningamálum* 2001/3 er greinin „Lánstraust Íslendinga í útlöndum“ eftir Ólaf Ísleifsson sem fjallar m.a. um aðferðarfræði lánshæfismatsfyrirtækjanna.

2. Á sama tíma hækkaði lánshæfismat Ástralíu og Nýja-Sjálands úr Aa2 í Aaa.

Tafla 1 Hlutfall víkjandi lána af eigin fé  
skv. lögum 2000-2002

%	2000	2001	2002
Víðskiptabankar.....	32,7	37,2	31,2
Sex stærstu sparisjóðir.....	29,5	35,9	34,2
Allir.....	32,2	37,0	31,4

Kaupþing banki hf. meðtalinn frá árinu 2002.

Heimild: Fjármálaeftirlitið.

en þriggja ára. Þetta er m.a. afleiðing af aukinni MTN-skuldabréfaútgáfu en þær útgáfur eru sjaldan til lengri tíma en þriggja ára.

#### Eiginfjárlutfall hækkadi annað árið í röð

Eiginfjárlutfall víðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna styrktist á árinu 2002 og hefur ekki verið hærra síðan í árslok 1996.

Hlutfall víkjandi lána í eiginfjárlutfallinu dróst frekar saman á síðasta ári auk þess sem frádráttur á eigin fé vegna eignarhluta í öðrum fjármálastofnunum minnkaði vegna sölu þeirra eigna.

Ljóst er að fjármálafyrirtækin hafa meira borð fyrir báru en á undanförunum árum og er þetta ánægjuleg þróun sem styrkir fjármálakerfið í heild sinni.

Í lok apríl sl. gaf Basel-nefndin sem er að endurskoða alþjóðlegar reglur um eiginfjárkröfur út þriðju útgáfu af tillögum um nýjar eiginfjárreglur. Nefndin áætla að vinnu við reglurnar verði lokið á fjórða fjórðungi þessa árs og þær taki gildi í lok árs 2006. Mikilvægt er að innlend fjármálafyrirtæki fylgist vel með þessari vinnu og undirbúi aðlögun að breyttum kröfum. Þegar eiginfjárreglurnar liggja endanlega fyrir verður gerð ítarleg grein fyrir þeim í *Peningamálum*.

#### Greiðslu- og uppgjörskerfi

##### *Seðlabankinn hefur birt stefnu sína varðandi greiðslukerfi og verðbréfauppgjörskerfi*

Seðlabanki Íslands hefur mikilvægu hlutverki að gegna í því að stuðla að öruggum og skilvirkum greiðslukerfum hér á landi. Sama á við um verðbréfauppgjörskerfi. Greina má þetta hlutverk í eftirfarandi þætti: Mótun stefnu varðandi þróun kerfanna (e. policy-making role), setningu reglna fyrir kerfið (e. regulatory role), stuðning við markaðs-

lausnir og frumkvæði á þessu sviði (e. catalyst role), rekstur stórgreiðslukerfisins sem og uppgjör í jöfnunarkerfinu og í verðbréfauppgjörskerfinu (e. operational role) og eftirlit með kerfunum í samræmi við alþjóðlega staðla (e. oversight role). Þá á Seðlabankinn fulltrúa í stjórn fyrirtækja sem koma að framkvæmd greiðslu- og uppgjörsmála, þ.e. Reiknistofu bankanna (RB), Fjölgreiðslumiðlun hf. (FGM) og Eignarhaldsfélagsins Verðbréfaþing hf., þar sem unnið er að framgangi stefnu bankans á þessu sviði.

Í ársskýrslu Seðlabankans fyrir árið 2002 birti bankinn stefnu sína í þessum málaflokki sem hefur að markmiði að laga íslensku kerfin að alþjóðlegum kröfum. Við þá stefnumótun hafa einkum verið hafðar í huga niðurstöður úttektar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (IMF) frá árinu 2000 á því hvernig íslensk kerfi uppfylltu alþjóðlegar kröfur í greiðslumiðlun. Kröfur þessar eru annars vegar svonefndar tíu kjarna-reglur fyrir kerfislega mikilvæg greiðslukerfi og hins vegar tilmæli CPSS/IOSCO fyrir verðbréfauppgjörskerfi.

##### *Þróun jöfnunarkerfisins*

Jöfnunarkerfi FGM (JK-kerfið) annast jöfnun uppsafnaðra greiðslufyrirmæla sem eru lægri en 25 m.kr. milli þátttakenda. Uppgjör fer fram á stórgreiðslureikningum þátttakenda í Seðlabankanum. FGM er í eigu víðskiptabanka, greiðslukortafyrirtækja og Seðlabankans.

Seðlabankinn hefur haft frumkvæðið að þróun jöfnunarkerfisins. Árið 2001 samþykkti stjórn FGM tillögur um breytingar á kerfinu í þeim tilgangi að starfsemi þess uppfyllti alþjóðlegar kröfur. Kerfislýsingin var lögð til grundvallar vinnu RB við hönnun hugbúnaðarlausna fyrir kerfið. Stærstum hluta þeirrar vinnu var lokið í desember 2002.

Rauntímajöfnunarstöður milli þátttakenda í kerfinu verða gerðar sýnilegar svo að þeir geti fylgst með og stýrt áhættu vegna greiðslumiðlunarinnar. Víðskiptamenn munu áfram hafa aðgang að peningum sem lagðir eru inn á reikninga um leið og innborgarir fara fram. Þegar reynsla verður komin á kerfið munu þátttakendur semja um gagnkvæmar heimildir vegna innbyrðis jöfnunarstöðu og leggja fram tryggingar fyrir uppgjöri á hæstu, einstakri heimild. Undir lok ársins 2002 var gerð áætlun um fjárhæð trygginga í kerfinu og lögðu þátttakendur fram þær tryggingar gagnvart Seðlabankanum þann

1. janúar 2003. Jafnframt verður komið á kerfi þar sem þátttakendur geta lagt laust fé inn á sérstaka reikninga til þess að mæta tímabundnu ójafnvægi í innbyrðis greiðslustöðu.

Meðal verkefna sem varða jöfnunarkerfið og unnið er að á vegum Seðlabankans er að ljúka þróun hugbúnaðar fyrir kerfið, setja reglur um það, fá viðurkenningu á því í samræmi við lög nr. 90/1999, þróa upplýsingakerfi um greiðslustöðu og endurmeta uppgjörstryggingar.

#### *Áhættustýring í stórgreiðslukerfinu*

Stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands var tekið í notkun í desember 2000. Kerfið gerir endanlega upp einstök greiðslufyrirmæli að fjárhæð 25 m.kr. eða hærri um leið og innstæða á reikningi greiðanda leyfir, þ.e. um er að ræða brúttóuppgjör í rauntíma (e. real-time gross settlement system). Stórgreiðslukerfið færir þannig greiðslufyrirmæli yfir stórgreiðslumörkum beint á viðskiptareikninga þátttakenda í Seðlabankanum eða af þeim.

Á árinu 2002 lagði Seðlabankinn höfuðáherslu á að efla áhættugreiningu fyrir stórgreiðslukerfið. Unnin voru yfirlit yfir lægstu stöðu innan dags hjá hverjum þáttakanda í kerfinu frá miðju ári 2002. Í október voru haldnir fundir með öllum þátttakendum þar sem niðurstöður greiningarinnar voru kynntar auk þess sem Seðlabankinn kynnti stefnu sína varðandi áhættustjórnun í kerfinu. Gerir hún m.a. ráð fyrir virkri vöktun á stöðu hvers þáttakanda innan dags, samningum um uppgjörstryggingar og betri aðgangi að fjármögnun innan afgreiðslutíma kerfisins. Í desember voru aftur haldnir fundir til þess að meta niðurstöðu greiningarinnar og ákvarða fjárhæð uppgjörstryggingar hvers þáttakanda. Í kjölfarið náðust samningar við alla þátttakendur um uppgjörstryggingar, annaðhvort í formi bindifjár á sérstökum, lokuðum reikningi eða í formi veðsetningarhæfra verðbréfa. Samfara væntanlegum breytingum á bindihlutföllum og bindigrunni má reikna með að eingöngu verði hægt að nota verðbréf sem andlag uppgjörstrygginga.

Samningarnir kveða á um heimildir og uppgjörstryggingar í greiðslukerfum (stórgreiðslukerfinu og jöfnunarkerfinu). Þeir byggjast á reglum Seðlabankans um greiðslukerfi, reglum um bindiskyldu og reglum um viðskipti bindiskyldra lánastofnana við Seðlabankann. Hugtakið heimild merkir í samning-

unum heimild lánastofnunar til að mæta, upp að tilteknu hámarki, sveiflum innan dags í neikvæðri stöðu á uppgjörskerfingum fram til þess tíma er reikningurinn er gerður upp og skuldastöðu eytt í lok hvers viðskiptadags. Viðkomandi lánastofnun skuldbindur sig til þess að leggja ávallt fram nægar tryggingar fyrir greiðslustöðu í greiðslukerfunum og fara ekki út fyrir greiðslustöðu sem samræmist heimildinni. Seðlabankinn getur synjað móttöku greiðslufyrirmæla sem myndu leiða til þess að lánastofnun færi út fyrir heimildina. Lánastofnun getur óskað eftir breytingu á heimildum gegn því skilyrði að tryggingar verði í samræmi við hina breyttu fjárhæð heimildarinnar. Við vanefnd lánastofnunarinnar á uppgjörsskuldbindingum getur Seðlabankinn ráðstafað innstæðunni á sérstaka bindireikningnum eða innleyst veðsett verðbréf án fyrirvara eða tilkynningar til lúknings uppgjör í greiðslukerfunum.

Telja verður að með framangreindum samningum hafi verið stigið stórt skref í þá átt að færa tilhögun á viðskiptum lánastofnana við Seðlabankann til samræmis við það sem best gerist erlendis. Liðin er sú tíð að Seðlabankinn ábyrgist sjálfkrafa uppgjör í stórgreiðslukerfinu. Stigin hafa verið fyrstu skref í því að koma á áhættustýringu í stórgreiðslukerfinu. Þær breytingar sem gerðar hafa verið hafa þegar leitt til bættrar lausafjárstýringar lánastofnana.

Til þess að lánastofnanir og Seðlabankinn geti fylgst með greiðslustöðu, uppgjörstryggingum og heimildum í stórgreiðslukerfinu voru á árinu 2002 kynntar tillögur um þróun upplýsingakerfis sem veiti yfirlit yfir öll viðskipti hvírrar lánastofnunar við Seðlabankann. Áætlað er að hefja vinnu við þróun kerfisins á árinu 2003. Slíkt kerfi væri til þess fallið að veita mikilvægar upplýsingar um mat á lausafjárstöðu lánastofnana og fjármálastöðugleika. Auk þessa verður unnið að því á árinu 2003 að endurskoða reglur um kerfið, auka sjálfstæði þess, endurmeta uppgjörstryggingar, stytta afgreiðslutíma þess og lækka stórgreiðslumörkin.

#### *Samningur um samstarf um eftirlit með greiðslu- og uppgjörskerfum*

Þann 28. mars 2003 undirrituðu Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið samstarfssamning vegna eftirlits með greiðslu- og uppgjörskerfum. Samningurinn er gerður í samræmi við 15. gr. laga nr. 87/1998, um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi, og 35. gr.

laga nr. 36/2001, um Seðlabanka Íslands. Er samningnum ætlað að vera til frekar fyllingar samstarfs-samningi samningsaðila frá 28. mars 2003 að því er varðar eftirlit með greiðslumiðlun og greiðslukerfum. Markmið samningsins eru að stuðla að skilvirkni og öryggi greiðslu- og uppgjörskerfa, að verkaskipting og ábyrgð samningsaðila sé skýr og komið sé í veg fyrir tvíverknað og að ekki sé dregið úr ábyrgð rekstraraðila greiðslu- og uppgjörskerfa að tryggja að kerfin uppfylli þær kröfur sem til þeirra eru gerðar. Stofnanirnar skipta með sér verkum þannig að Seðlabankinn annast kerfislegt eftirlit (e. oversight) með starfsemi greiðslu- og uppgjörskerfa að því er varðar öryggi þeirra, skilvirkni og hagkvæmni en Fjármálaeftirlitið annast eftirlit (e. supervision) með framkvæmd einstakra þátttakenda í greiðslu- og uppgjörkerfum á reglum sem um þau kerfi gilda.

#### *Þróun sameiginlegs greiðslusvæðis í Evrópu*

Í samræmi við EES-samninginn hefur Ísland skuldbundið sig til þess að koma á frelsi í flutningi fjármagns og greiðslna innan EES. Greiðslukerfi einstakra ríkja hafa hins vegar verið þróuð með mismunandi hætti og því erfitt og kostnaðarsamt að greiða fyrir vöru og þjónustu yfir landamæri. Með tilkomu innri markaðarins og evrunnar hefur Evrópusambandið lagt á það áherslu að þróa sameiginlegt greiðslusvæði í Evrópu til hagsbóta fyrir neytendur og fyrirtæki. Framkvæmdastjórnin og Seðlabanki Evrópu hafa beitt sér fyrir samræmingu lagalegra og tæknilegra atriða á þessu sviði.

EFTA-ríkin hafa litið svo á að það leiði af EES-samningnum að þau taki þátt í samstarfi um þróun sameiginlegs greiðslusvæðis í Evrópu og að það nái til alls EES. Ísland hefur átt samstarf við framkvæmdastjórn ESB í þessu skyni. Ísland hefur hins vegar átt afar takmarkaða möguleika á þátttöku í þeirri mikilvægu vinnu sem fer fram á vegum Seðlabanka Evrópu og evrópskra lánastofnana á þessu sviði.

Á árinu 2002 áttu Seðlabanki Íslands og Seðlabanki Noregs (Norges Bank) viðræður við Seðlabanka Evrópu um aukið samstarf að því er varðar greiðslu- og verðbréfauppgjörkerfi í Evrópu. Samkomulag náðist um að koma á samstarfi seðlabankanna með það að markmiði að tryggja íslenskum og

norskum lánastofnunum sambærileg skilyrði að því er varðar þátttöku í samevrópskum greiðslukerfum sem verið er að þróa um þessar mundir.

#### *Áhætta við uppgjör gjaldeyrisviðskipta*

Gjaldeyrisviðskipti fela í sér margs konar áhætta fyrir lánastofnanir á gjaldeyrismarkaði. Mikilvægur áhættuþáttur í gjaldeyrisviðskiptum er tengdur uppgjöri þeirra. Fjármálakerfið á mikið undir því að gjaldeyrisviðskipti séu gerð upp með öruggum og skilvirkum hætti. Hætta er á að áföll í uppgjöri gjaldeyrisviðskipta valdi keðjuverkun í fjármálakerfinu og breiðist út til fjármálakerfa annarra landa.

Seðlabankar hafa mjög látið sig varða öryggi gjaldeyrisviðskipta vegna hlutverks þeirra að stuðla að fjármálalegum stöðugleika. Á undanförmum árum hafa seðlabankar og markaðsaðilar í sameiningu unnið að því að auka öryggi við framkvæmd uppgjörins. Mikilvægur áfangi í þeim efnum náðist með stofnun sérstaks uppgjörsbanka fyrir gjaldeyrisviðskipti, CLS-bankans svonefnda.

Hér á landi hefur verið talið að íslenskar lánastofnanir búi við viðunandi öryggi að því er varðar uppgjörshættu. Ástæða er þó til að huga betur að eðli áhættunnar og mögulegum áhrifum hennar á íslenska fjármálakerfið. Almennt hafa ekki verið gerðar sérstakar ráðstafanir til þess að taka uppgjörshættu inn í áhættustýringu lánastofnana hér á landi með markvissum og formlegum hætti. Telja verður að gera mætti betur í þeim efnum bæði af hálfu lánastofnana og eftirlitsyfirvalda. Þar koma einkum til skoðunar tilmæli Basel-nefndarinnar um bankaeftirlit frá árinu 2000.

Íslenskir viðskiptabankar eru flestir að huga óbeina þátttöku í CLS-uppgjöri sem þriðju aðilar. Slíka þátttöku þarf að undirbúa vandlega, greina þörfina á henni, meta áhrif hennar á áhættustýringu og innri verkferla og vanda val á viðsemjanda og þeirri þjónustu sem í boði er. Almennt verður að telja að slík þátttaka muni stuðla að markvissari stýringu íslenskra lánastofnana á uppgjörshættu og vera til þess fallin að stuðla að öryggi fjármálakerfisins hér á landi.

Nánar er fjallað um stýringu áhættu vegna uppgjörsgjaldeyrisviðskipta í grein eftir Hallgrím Ásgeirsson í þessu hefti *Peningamála*.

*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.

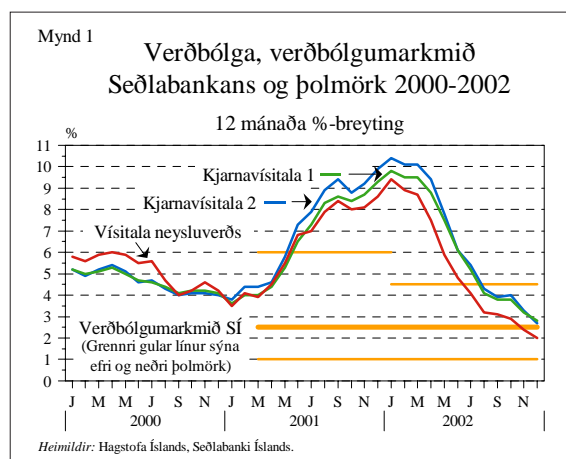
### *Verðbólguþáttur*

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

Aðaleinkenni þessa fyrirkomulags er að stöðugt verðlag er meginmarkmið 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 markmiði 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. Verðbólguþáttur gegna afar mikilvægu hlutverki við stjórn peningamála í þessu kerfi. Væntanleg verðbólguþáttur 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 stjórn seðlabanka fyrst og fremst vextir, og það stjórn tæki getur til lengdar aðeins náð einu þjóðhagslegu markmiði, þ.e. að tryggja stöðugt verðlag. Raunin er sú að öðrum þjóðum hefur reynst farsælt að taka upp þetta fyrirkomulag.



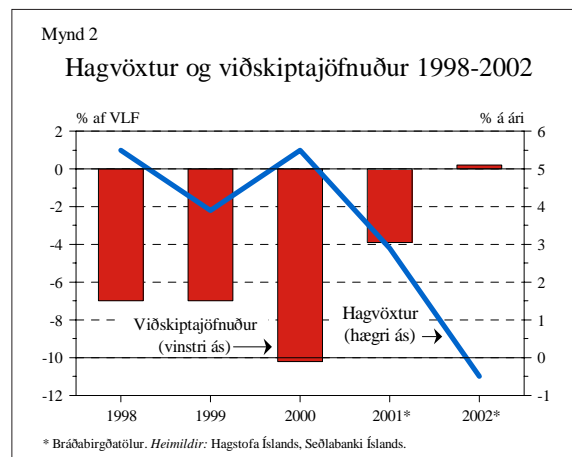


Það var í ljósi þessarar alþjóðlegu reynslu sem umgjörð um peningastefnu Seðlabanka Íslands var breytt fyrir tveimur árum og formlegt verðbólgu-markmið tekið upp. Samkvæmt því ber Seðlabankanum að stefna að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum, verði að jafnaði 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 þjóðarþúskaðum. Þar gætti mjög áhrifa aðhaldssamrar stefnu Seðlabankans í peningamálum. Lítils háttar afgangur varð í viðskiptum við útlönd, og betra ytra jafnvægi í þjóðarþúskaðum 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 líðlega 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.

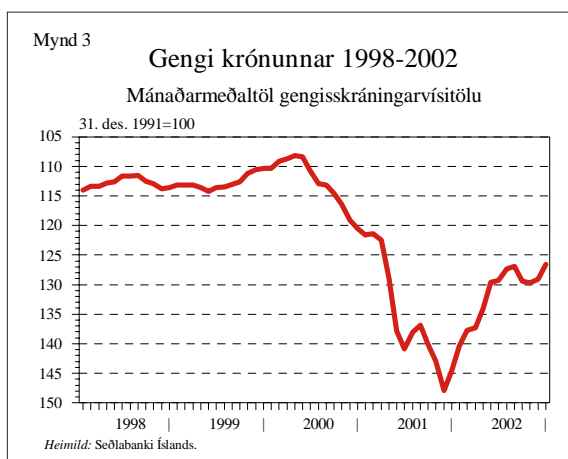
Áratugum saman var allt of mikil verðbólga eitt mesta vandamál íslensks efnahagslífs. Hún kom illa niður á fyrirtækjum sem áttu þá erfitt með að gera marktækar áætlanir, og hún kom illa niður á heimilum, m.a. vegna þess að mikill hluti heimilisskuldur er verðtryggður. Það er vissulega ánægjulegur árangur 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 undanförunni um gengi krónunnar, og hefur spjótum mjög verið beint að Seðlabanka Íslands. Í umræðunni gætir þess miskilnings að Seðlabankinn geti stýrt genginu. Mennt 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 hækkingu krónunnar í bráð þótt áhrifin til langframa verði hverfandi ef nokkur.

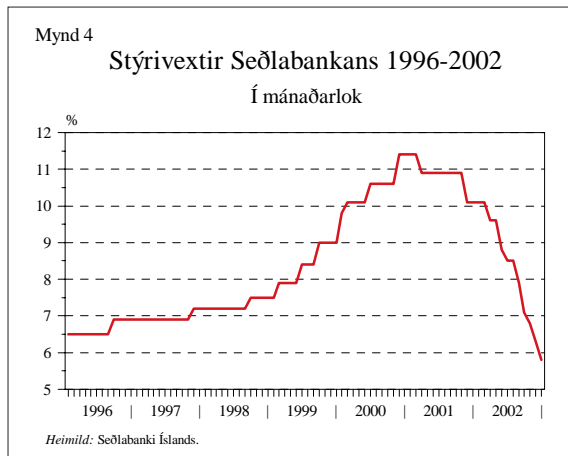


### Stýrivextir Seðlabankans

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.

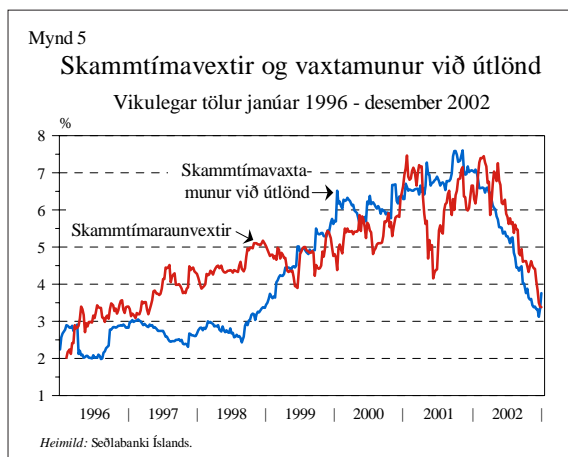
Bindiskylda lánastofnana í Seðlabanka Íslands hefur verið eitt af stýritækjum bankans, en dregið hefur úr vægi þess með árunum. Bankinn hefur á undanförmum árum stefnt að því að búa íslenskum lánastofnunum starfsumhverfi er sé sambærilegt við það sem tíðkast í flestum Evrópuríkjum eftir því sem aðstæður 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 peningastefnunnar, 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 peningastefnuna 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.



## Peningastefnan og staða peningamála

*Erindi á fundi Lionsklúbbsins Baldurs 26. febrúar 2003<sup>1</sup>*

Í mars 2001 var breytt umgjörð stefnunnar í peningamállum á Íslandi. Ríkisstjórn og Seðlabankinn gáfu þá út sameiginlega yfirlýsingu um að tekið yrði upp svokallað verðbólguþolmið sem kjölfesta og umgjörð peningastefnunnar. Um leið var lögð af fastgengisstefna sem fylgt hafði verið í liðlega áratug. Í upphafi var hún þannig að tiltölulega þröng vöðum voru um viðmiðunargengi eða miðgengi krónunnar, 2¼% til hvorrar áttar. Þau voru vikkuð í tveimur áföngum og urðu 9% í hvora átt snemma árs 2000. Á þessu tímabili var stöðugleiki verðlags meginmarkmið peningastefnunnar og millimarkmiðið stöðugt gengi. Frá upptöku verðbólguþolmiðs má segja að verðbólguþolmið bankans hafi í raun þjónað sem millimarkmið peningastefnunnar en endanlegt markmið hennar er stöðugt verðlag. Verðbólguþolmið hefur rutt sér til rúms víða um lönd á undanförunum árum og hefur verið kjölfesta peningastjórnar meðal annars í Bretlandi, Svíþjóð, Noregi og á Nýja-Sjálandi og hvarvetna gefið góða raun.

Í maí 2001 samþykkti Alþingi með atkvæðum allra viðstaddra þingmanna ný lög um Seðlabanka Íslands sem fólu í sér umfangsmiklar breytingar frá fyrri lögum. Lögin tóku mið af nýjungum í seðlabankalöggjöf í öðrum löndum og skutu meðal annars styrkari stöðum undir hina nýju stefnu um verðbólguþolmið. Mikilvægasta breytingin frá fyrri lögum var sú að Seðlabankinum var sett eitt meginmarkmið, þ.e. að stuðla að stöðugleika verðlags. Honum var veitt sjálfstæði til að beita stjórn-tækjum sínum til þess að ná þessu markmiði. Að auki

var bankinum falið að varðveita gjaldeyrisvarasjóð og stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.e. að stöðugleika fjármálakerfisins. Lögin kváðu jafnframt svo á að ríkissjóði væri óheimilt að taka lán í Seðlabankanum. Þá gerðu þau tiltekna kröfur um gagnsæi og reikningsskil gagnvart stjórnvöldum og almenn- ingi. Bankanum var t.d. gert skylt að gera opinber- lega grein fyrir stefnu sinni í peningamálum og fram- vindu peninga-, gengis- og gjaldeyrisamála og að- gerðum sínum á þeim sviðum eigi sjaldnar en árs- fjórðungslega.

Meginmarkmið peningastefnu Seðlabankans er nú, eins og segir í yfirlýsingu hans og ríkisstjórnar- innar í mars 2001, að stuðla að því að verðbólga sé sem næst 2½%. Verði frávik verðbólgu meira en sem nemur 1½% til hvorrar áttar ber bankanum að skrifa greinargerð til ríkisstjórnar þar sem skýrt er hvað veldur þessu frávik, hvernig bankinn hyggst bregð- ast við því og hversu langan tíma hann telur það taka að ná verðbólgu aftur að verðbólguþolmiðinu.

Seðlabankinn hefur aðeins eitt stjórn-tæki til þess að ná þessu markmiði. Það eru vextir. Hér skipta máli þeir vextir sem gilda í svokölluðum endurhverfum viðskiptum Seðlabankans við lánastofnanir, stundum kallaðir stýrivextir Seðlabankans. Þessi viðskipti eru í raun lausafjárþyrirgreiðsla bankans við þessar stofn- anir. Bankarnir ákveða síðan eigin vexti með hliðsjón af vöxtum Seðlabankans og skammtímamarkaðs- vextir breytast einatt í takt við vexti Seðlabankans. Vaxtabreytingar seðlabanka hafa einnig áhrif á lang- tímavexti að öðru óbreyttu en aðrir þættir hafa einnig áhrif á þá. Viðbrögð þeirra við vaxtabreytingum seðlabanka eru því ekki alltaf fyrirjáanleg og verða oft með einhverri töf.

1. Birt á heimasíðu Seðlabankans að morgni 27. febrúar 2003.

Verðbólguþspár gegna afar þýðingarmiklu hlutverki fyrir stefnu Seðlabankans. Þær gerir bankinn fjórum sinnum á ári og birtir í ársfjórðungsriti sínu *Peningamálum*. Verðbólguþspá er gerð liðlega tvö ár fram í tímann, ársfjórðung fyrir ársfjórðung. Vaxtabreytingar seðlabanka hér sem annars staðar eru lengi að hafa áhrif út um hagkerfið. Því er nauðsynlegt að peningastefnan sé framsýn og að verðbólguþspáin byggist á bestu aðferðum sem völ er á. Auk verðbólguþspár birtir Seðlabankinn ársfjórðungslega heildarmat sitt á stöðu og horfum í efnahags- og peningamálum, þ.m.t. þjóðhagssþá, og líklegum áhrifum þeirra á verðlagsþróun. Ef verðbólga stefnir fram úr verðbólguþspá Seðlabankans þegar horft er fram á veg hækkar bankinn vexti en lækkar þá ef stefnir í verðbólgu undir markmiði bankans.

Við undirbúning verðbólguþspár og reglulegt mat á stöðu og horfum í efnahagsmálum lítur Seðlabankinn á fjölmargar vísbendingar. Bæði er um að ræða ýmis töluleg gögn og upplýsingar sem fást úr samtölum við fulltrúa atvinnulífs, hagsmunasamtaka, lánastofnana og annarra. Mikinn hluta hinna tölulegu gagna birtir bankinn á heimasíðu sinni undir yfirskriftinni *Hagvísar Seðlabanka Íslands* og *Hagtölur Seðlabankans*.

Ákvarðanir bankastjórnar Seðlabankans eru teknar að undangenginni ítarlegri yfirferð yfir fyrrnefndar vísbendingar, mat bankans á stöðu og horfum, forsendur verðbólguþspár og verðbólguþspána sjálfa. Í samræmi við ákvæði laganna sem tóku gildi vorið 2001 setti bankastjórn starfsreglur um undirbúning, rökstuðning og kynningu ákvarðana í peningamálum. Reglurnar voru formlega settar í byrjun árs 2002 og birtar í ársfjórðungsritinu *Peningamálum*.

Verðbólguþspá Seðlabankans sem upptök hafa tekið í mars 2001 fól í sér að vikmörk gengis sem áður var miðað við voru afnumin og gengi krónunnar látið fljóta. Hin nýja umgjörð peningastefnunnar var tekin upp við fremur erfiðar aðstæður hratt lækkandi gengis og ört vaxandi verðbólgu. Fullyrða má að aðhaldssöm peningastefna sé meginástæða þess að svo hratt dró úr verðbólgu á síðasta ári sem raun varð á. Reynslan sýnir að peningastefnan stóðst erfiða prófraun með ágætum og enginn ætti að efast um gildi hennar í íslensku hagkerfi. Hún hrífur hér sem annars staðar.

Seðlabankinn brást við yfirvofandi verðbólguþróun og hækkandi vexti þegar á árinu 1998 og síðan frekar 1999 og 2000. Hækkun vaxta varð til

þess að úr umframeftirspurn dró í hagkerfinu og gengi krónunnar hækkaði og hélt þar með aftur af hækkun á vísitölu neysluverðs þegar ofþenslan í hagkerfinu var í algleymingi. Vikmörk gengisstefnunnar voru vikkuð snemma árs 2000 m.a. vegna þess að fyrri mörk þóttu þá vera farin að hamlar hækkun gengisins en hækkun þess var talin nauðsynleg til þess að stemma stigu við verðbólgu. Gengi krónunnar varð hæst vorið 2000 og var þá liðlega 12% hærri en nú.

Sem kunnugt er breyttust væntingar á markaði vorið 2000 og gengi krónunnar tók að lækka. Án efa eru ýmsar skýringar á því að það gerðist en þungt vege líklega áhyggjur af miklum viðskiptahalla og gríðarlegri erlendri fjármögnunarbörf af völdum hans og fjárfestingar Íslendinga í erlendum verðbréfum á því ári, ekki síst lífeyrissjóða. Lækkunarskeið gengisins stóð fram undir lok nóvember 2001.

Nokkrum sinnum frá miðju ári 2000 og fram eftir árinu 2001 greip Seðlabankinn inn í gjaldeyrismarkaðinn í því skyni að reyna að hindra lækkun á gengi krónunnar. Einkum kom til íhlutunar þegar svo virtist sem lækkunarspirall væri í uppsiglingu eða þegar bankinn mat það svo að afskipti hans kynnu að hafa áhrif til þess að breyta væntingum á markaði. Þetta byggðist m.a. á þeirri afstöðu bankans að gengi krónunnar hefði þá þegar lækkað meira en samrýmdist langtímaþjáfnvægi í þjóðarþúskapnum. Seðlabankinn varði miklum fjárhæðum til inngripa á gjaldeyrismarkaði, alls yfir 40 ma.kr. Þetta megnaði þó ekki að hindra gengislækkun krónunnar. Í besta falli tafði þetta fyrir lækkuninni þar til að nokkuð hafði hægt á umsvifum í efnahagslífinu en það varð jafnframt til þess að verðbólguáhrif gengislækkunarinnar urðu minni en ella.

Í grein eftir Gerði Ísberg og Þórarín G. Pétursson í febrúarhefti *Peningamála* Seðlabankans sem út kom fyrir í þessum mánuði var rakin sagan af afskiptum Seðlabankans af gjaldeyrismarkaði á árunum 2000 og 2001 og áhrif þeirra metin. Eindregin niðurstaða greinarinnar er sú að inngripin hafi í besta falli haft mjög skammvinn áhrif hverju sinni og að markaðurinn hafi jafnan leitað skjótt í fyrri horf á ný. Ályktunin er m.ö.o. sú að það hafi harla lítil áhrif að grípa inn í gjaldeyrismarkaðinn á móti þungum undirstraumi án þess að með fylgi samsvarandi breyting á innlendum vöxtum. Þetta kemur heim við reynslu annarra þjóða.

Í íslenskri umræðu þessa dagana ber á þeirri full-yrðingu að gengi krónunnar sé orðið allt of hátt og að nauðsynlegt sé að Seðlabankinn grípi til aðgerða til þess að knýja gengið niður á ný. Fullyrða má að úrræði Seðlabankans til þess að stýra gengi krónunnar séu ofmetin og máttur markaðarins vanmetinn þegar því er haldið fram að bankinn geti með aðgerðum sínum beint gengi krónunnar að einhverju tilteknu stigi. Meðal annars hefur verið lagt til að Seðlabankinn lækki vexti verulega í því skyni að lækka gengið. Í því samhengi er rétt að minna á að Seðlabankinn hefur lækkað stýrivexti sína mjög mikið, úr 10,1% fyrir ári (11,4% fyrir tveimur árum) í 5,3% nú. Nafnstýrivextir bankans hafa ekki verið lægri síðan 1994 og raunstýrivextirnir ekki lægri síðan 1996. Vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur og skroppið verulega saman. Þá eru vextir Seðlabankans komnir undir mat á jafnvægisvöxtum og hafa því örvandi áhrif á hagkerfið. Áhrif vaxtabreytinga koma jafnan fram með töf og fullyrða má að enn eigi áhrif mikillar lækkunar vaxta á síðastliðnu ári eftir að skila sér að fullu.

Gengi krónunnar lækkaði sem kunnugt er afar mikið á árunum 2000 og 2001 og varð um tíma töluvert lægra en samrýmdist langtíma jafnvægi. Þegar þetta gerðist var verð á mikilvægum útflutningsafurðum hátt. Þannig kom það til að árin 2000 og 2001 voru einkar hagstæð fyrir útflutningsgreinar og raunar fyrir samkeppnisgreinar einnig. Skiljanlegt er að fyrirtæki í þessum greinum finni nú fyrir hækkun á gengi krónunnar. Óeðlilegt væri þó að gera ráð fyrir því að sömu skilyrði sköpuðust þessum greinum á ný og ríktu t.d. á árinu 2001 og framan af árinu 2002. Í þessu sambandi má nefna að samkvæmt afkomuspám fjármála fyrirtækja verður framlegð í sjávarútvegsfyrirtækjum tiltölulega góð á þessu ári þótt hún verði ekki eins góð og á árunum 2001 og 2002 en þau voru sérstök.

Í febrúarhefti *Peningamála* birti Seðlabankinn greiningu á fyrirhuguðum stórfamkvæmdum á Austurlandi og hugsanlegum hagstjórnarviðbrögðum. Niðurstaða greiningarinnar er sú að án nokkurra viðbragða í hagstjórn valdi framkvæmdirnar ofþenslu, verðbólgu og óstöðugleika. Þótt umfang þeirra verði mikið verður það þó ekki meira en svo að með skynsamlegum hagstjórnarviðbrögðum verður hægt að varðveita efnahagsstöðugleika og halda verðbólgu í skefjum. Farsælast yrði að mót-

vægisáðgerðir fælu í sér aðhald bæði í peningamálum og ríkisfjármálum auk innri aðlögunar í þjóðarþúskapnum sem felst m.a. í hækkun á gengi krónunnar. Því meira sem aðhaldið verður í ríkisfjármálum, þeim mun minna þarf að hækka vexti. Hærra gengi þýðir jafnframt að hækka þarf vexti minna en ella.

Gengi krónunnar var býsna stöðugt allt frá síðasta vori og þar til snemma vetrar. Þá tók það að hækka nokkuð og hækkaði jafnt og þétt að segja má fram í byrjun febrúar. Seðlabankinn hefur greint frá því mati sínu að gengishækkunin síðustu mánuði hafi öðru fremur komið til vegna áhrifa fyrirhugaðra stórfamkvæmda á Austurlandi. Starfræksla álversins veldur því líklega að jafnvægisgengi krónunnar verður hærra en ella. Þá blasir við að gjaldeyrisinnstreymi verður töluvert í tengslum við framkvæmdirnar og að vextir innanlands verða hærri en þeir hefðu ella orðið. Allt þetta hefur áhrif á markaðsvæntingar og ræður því að gengi krónunnar er nú hærra en það væri ef ekki hefðu komið til áformin um stórfamkvæmdir á Austurlandi. Því má segja að hagkerfið sé þegar tekið að búa í haginn fyrir væntanlegar framkvæmdir, þ.e. að gengisaðlögunin sé hafin og jafnvel komin vel á veg.

Í ljósi þess sem þegar er sagt er augljóst að atvinnurekstur í landinu verður að búa sig undir hærra gengi krónunnar en verið hefði án væntanlegra stórfamkvæmda. Það krefst að sjálfsögðu gættinnar stjórnar og hagræðingar í rekstri þar sem við á.

Seðlabanki Íslands fylgir nú verðbólgu markmiði eins og fyrr var nefnt og ber að stuðla að því að verðbólga sé jafnan sem næst 2½% á ári. Nýjasta spá bankans gerði ráð fyrir að verðbólga yrði lítillaga undir þessu marki næstu tvö ár, þ.e. líðlega 2%. Eftir að spáin var gerð lækkaði Seðlabankinn stýrivexti sína um 0,5 prósentur. Við það verður verðbólga að öðru óbreyttu eitthvað meiri en spáin gerði ráð fyrir. Yrðu vextir lækkaðir verulega frá því sem þeir eru nú er afar líklegt að þar með yrði kynt undir nýja verðbólguöldu og óstöðugleika. Það yrði hvorki launafólki né atvinnulífi til hagsbóta.

Sem fyrr sagði virðist sem nokkurs ofmats gæti á úrræðum Seðlabankans til þess að stýra gengi krónunnar á markaði. Áður hefur komið fram að inngríp bankans á gjaldeyrismarkaði með háum fjárhæðum á árunum 2000 og 2001 höfðu aðeins skammvinn áhrif. Í þessu samhengi má rífa upp að sl. haust hóf

Seðlabankinn að kaupa gjaldeyri reglulega á innlendum millibankamarkaði. Þegar sú ákvörðun var tilkynnt var tekið fram að bankinn stefndi að því að kaupa jafnvirði 20 milljarða íslenskra króna af gjaldeyri fyrir lok árs 2003. Í upphafi keypti bankinn 1,5 milljónir Bandaríkjadala á mánudögum og miðvikudögum. Í janúar sl. hóf bankinn að kaupa sömu fjárhæð jafnframt á föstudögum og í febrúar jafnframt á þriðjudögum og fimmtudögum. Nú kaupir bankinn því 7,5 milljónir Bandaríkjadala í viku hverri en það jafngildir 390 milljónum Bandaríkjadala á heilu ári. Enda þótt áhrifin af þessum kaupum á gengi krónunnar verði lítil til lengdar, eins og almennt á við um inngríp á gjaldeyrismarkaði, verður gengi krónunnar eitthvað lægra um hríð en það hefði verið án kaupanna.

Áður hefur komið fram að Seðlabankinn varði jafnvirði yfir 40 ma.kr. til þess að reyna að hemja gengislækkun krónunnar á árunum 2000 og 2001. Afleiðingin varð m.a. sú að gjaldeyrisstaða bankans rýnaði til muna og gjaldeyrisforðanum hefur að töluverðu leyti verið haldið uppi með erlendum skammtímalánum Seðlabankans frá þeim tíma. Ráðagerðir bankans um að kaupa andvirði 20 milljarða króna af gjaldeyri sem kynntar voru sl. haust fólu í sér að skammtímaskuldir yrðu greiddar upp a.m.k. að mestu leyti. Sá var einnig megintilgangur kaupanna.

Ákvörðun um gjaldeyriskaupin var tekin við allt aðrar aðstæður en uppi voru þegar kom fram á vetur og stórframkvæmdirnar á Austurlandi tóku á sig eindregnari mynd. Gjaldyrisforði Seðlabankans er nú um 36 ma.kr. Færa má fyrir því rök að hann þurfi að vera töluvert meiri. Við nýjar aðstæður og breyttar horfur vegna væntanlegra stórframkvæmda og gjaldyrisinnstreymis af völdum þeirra er afar líklegt að Seðlabankinn muni að öðru óbreyttu halda áfram reglulegum kaupum á gjaldeyri á innlendum millibankamarkaði eftir að 20 milljarða króna fjárhæðinni hefur verið náð. Með því myndi bankinn nýta færi sem býðst til þess að efla gjaldyrisforða sinn frá því sem ella yrði með góðu móti mögulegt.

Í opinberri umræðu undanfarnar vikur hefur spjótum mjög verið beint að Seðlabanka Íslands og stefnu hans í peningamálum. Frá sjónarhóli Seðlabankans hefur umræðan að ýmsu leyti verið sérkennileg. Það stafar m.a. af því að bankanum eru einatt gerðar upp skoðanir sem ekki er hægt að finna

stað í ritum hans, ræðum eða öðru sem frá honum og yfirstjórn hans kemur. Eins og vikið hefur verið að virðist einnig gæta oftrúar á möguleika bankans til þess að stýra framvindu á markaði auk þess sem svo virðist sem bankanum sé ætlað að vinna að öllum hugsanlegum markmiðum sem hann hefur næsta lítið vald til og eru því utan hlutverks hans og áhrifasviðs, svo sem að tryggja tiltekið gengi, fulla atvinnu o.s.frv. Eftir að verðbólguþáttur kom til 2001 hefur Seðlabankinn ekkert sérstakt markmið að því er varðar gengi krónunnar. Þetta er í samræmi við stefnu sem byggist á verðbólguþáttu og fljóttandi gengi. Aðrir hafa lýst þessu svo að bankinn sé algerlega áhugalaus um það hvert gengi krónunnar er hverju sinni. Þetta er rangt. Gengi krónunnar skiptir miklu máli og þarf ekki annað en að vitna til framvindu síðustu missera í þeim efnum. Eins og áður hefur komið fram af hálfu bankans er raungengi krónunnar nú ekki fjárrí meðaltali síðustu 20 ára og ekki stórlega hærra en meðaltal síðustu 10 ára. Nafngengið það sem af er ári er reyndar lítillægra en í sömu mánuðum fyrir tveimur árum. Gengi krónunnar ræðst af stöðu og styrk þjóðarbúskaparins, ytri jöfnuði og væntingum markaðarins hverju sinni. Gengi krónunnar í dag endurspeglar því að töluverðu leyti þætti sem Seðlabankinn hefur lítil áhrif á.

Mikil gengissveifla árin 2000 til 2002 á sérstakar skýringar og ósennilegt er að gengi krónunnar muni í náinni framtíð sveiflast jafn mikið og það gerði á þeim árum. Rétt er þó að gera sér grein fyrir því að eðli þjóðarbúskaparins og stærð valda því að gengissveiflur verða væntanlega að jafnaði eitthvað meiri en á milli gjaldmiðla stærri hagkerfa. Í þessu sambandi má þó einnig minna á að gengi evrunnar féll um meira en fjórðung gagnvart Bandaríkjadal frá ársbyrjun 1999 þar til að það varð lægst en hefur nú hækkað aftur um liðlega fimmtung.

Seðlabankanum er ekki sama hvert gengi krónunnar er en hann hefur takmörkuð úrræði til áhrifa á það eins og rakið hefur verið. Því eru takmörk sett sem Seðlabankinn getur gert til þess að draga úr gengissveiflum. Hugsanlega mætti knýja fram lækkun á gengi krónunnar nú með mikilli lækkun vaxta en þá væri öðrum og miklu mikilvægari markmiðum fornað fyrir lítið. Í yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans í mars 2001 segir að Seðlabankinn muni grípa inn í þróun gjaldeyrismarkaðar með kaupum og sölu gjaldeyris telji hann það nauðsynlegt

til að stuðla að því að verðból gumarkmiðinu verði náð eða ef hann telur gengissveiflur geta ógnað fjármálalegum stöðugleika. Ekki er tilefni til slíks nú.

Stefna Seðlabanka Íslands í peningamálum hefur það sem fyrr segir að meginmarkmiði að stuðla að stöðugu verðlagi. Viðurkennt er að stöðugleiki verðlags er undirstaða hagvaxtar til lengdar og þar með bættrar velferðar. Seðlabankinn hefur slakað verulega á í peningamálum að undanfögnu. Stýrivextir hafa á tíu mánuðum verið lækkaðir mjög mikið og raunstýrivextirnir eru nú orðnir lægri en þeir hafa nokkru sinni verið frá 1996 eins og áður hefur komið fram. Þá hefur bankinn jafnframt tilkynnt að fyrir dyrum sé frekari slökun sem felst í lækkun innlánsbindingar í Seðlabankanum. Áhrif vaxtalækkana undanfarið ár eiga líka eftir að skila sér að fullu út í efnahagslífið. Oft og einatt hefur verið vísað til þess að raungengi krónunnar sé orðið of hátt. Seðlabankinn getur ekki haft áhrif á raungengið nema í skamman tíma. Með of mikilli slökun í peningamálum nú væri jarðvegurinn undirbúinn fyrir næsta ofpenslu- og verðból guskeið og tilheyrandi óstöðugleika.

Seðlabankinn tilkynnti lækkun vaxta sinna sem fyrr segir um 0,5 prósentur fyrr í þessum mánuði og áform um slökun á bindiskyldu. Þegar ákvörðun bankans var tilkynnt var þess jafnframt getið að mis-

munandi tilhneigingar toguðust á um hvort og í hvaða mæli yrði um frekari slökun að ræða í peningamálum. Eftir að vaxtalækkunin var kunngjörð kynnti ríkisstjórnin áform um að veita fé til framkvæmda og atvinnusköpunar og fáein sveitarfélög hafa gert hið sama. Ennfremur virðist nú líklegt að framkvæmdir hefjist þegar í ár við stækkun Norðuráls og tilheyrandi orkuvinnslu. Þessir þættir verða að sjálfsögðu hafðir til hliðsjónar í stjórn peningamála á komandi vikum og mánuðum.

Eins og ég sagði í upphafi var umgjörð peningastefnunnar breytt á árinu 2001 og upp tekið verðból gumarkmið. Þetta var í samræmi við þróun á alþjóðavettvangi á undanfögnu árum sem leiddi til þess að seðlabönkum var víða falið eitt meginmarkmið, þ.e. að stuðla að stöðugu verðlagi. Stöðugt verðlag var gert að meginmarkmiði peningastefnunnar vegna þess að verðbólga er umfram allt peningalegt fyrirbrigði. Tilgangslítið er að setja peningastefnunni markmið sem hún getur ekki náð. Með því að beita peningastefnu til þess að stuðla að stöðugu verðlagi er jafnframt stuðlað að stöðugu efnahags- umhverfi. Það er aftur undirstaða þess að hagkerfið geti vaxið til frambúðar og nýtt takmörkuð verðmæti sín á sem skilvirkastan hátt. Önnur stjórnvöld, atvinnurekstur og hagsmunasamtök þurfa þá að laga sig að verðból gumarkmiðinu í ákvörðunum sínum.



## Uppgjör gjaldeyrisviðskipta og takmörkun áhættu

### 1. Inngangur

Gjaldeyrisviðskipti fela í sér margs konar áhættu fyrir lánastofnanir á gjaldeyrismarkaði. Mikilvægur áhættuþáttur í gjaldeyrisviðskiptum er tengdur uppgjöri þeirra. Fjármálakerfið á mikið undir því að gjaldeyrisviðskipti séu gerð upp með öruggum og skilvirkum hætti. Hætta er á að áföll í uppgjöri gjaldeyrisviðskipta valdi keðjuverkun í fjármálakerfinu og breiðist út til fjármálakerfa annarra landa.

Seðlabankar hafa mjög látið sig varða öryggi gjaldeyrisviðskipta vegna hlutverks þeirra að stuðla að fjármálalegum stöðugleika. Á undanförunum árum hafa seðlabankar og markaðsaðilar í sameiningu unnið að því að auka öryggi við framkvæmd gjaldeyrisuppgjors. Mikilvægur áfangi í þeim efnum náðist með stofnun sérstaks uppgjorsbanka fyrir gjaldeyrisviðskipti, CLS-bankans svonefnda.

Í þessari grein verður fjallað um uppgjör gjaldeyrisviðskipta. Gerð verður grein fyrir uppgjorsáhættu í gjaldeyrisviðskiptum, samstarfi seðlabanka á þessu sviði og leiðum til að takmarka áhættuna. Fjallað verður um CLS-bankann og hvernig uppgjör á hans vegum dregur úr uppgjorsáhættu. Þá verður fjallað um stöðu þessara mála hér á landi, aðgerðir íslenskra lánastofnana til að stýra uppgjorsáhættu og viðhorf þeirra til þátttöku í uppgjöri CLS-bankans.

### 2. Ferli gjaldeyrisviðskipta

Áður en vikið verður að áhættu við uppgjör gjaldeyrisviðskipta er nauðsynlegt að skýra út ferli

1. Höfundur starfar á fjármál sviði Seðlabanka Íslands sem staðgengill framkvæmdastjóra.

hefðbundinna gjaldeyrisviðskipta. Dæmi má taka af tveimur bönkum, A og B, sem eiga með sér gjaldeyrisviðskipti. Banki A er íslenskur en Banki B svissneskur.

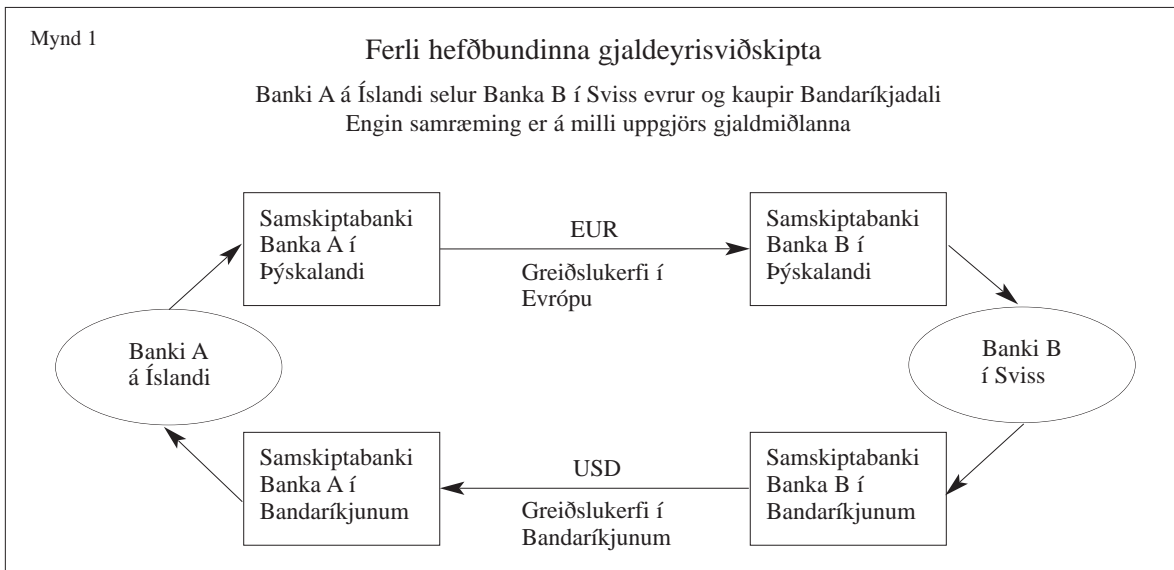
Viðskiptin fela í sér að Banki A á Íslandi selur Banka B í Sviss evrur og fær í staðinn Bandaríkjadali. Viðskiptin og uppgjorið fara fram í gegnum reikninga bankanna tveggja í erlendum samskiptabönkum<sup>2</sup> (e. correspondent banks) þeirra. Samskiptabankarnir eru starfandi í þeim ríkjum þar sem viðkomandi gjaldmiðlar eru gefnir út. Þeir eru jafnframt þátttakendur í uppgjorskerfi viðkomandi gjaldmiðils. Uppgjorið fer þannig fram að erlendum samskiptabanki Banka A greiðir evrur til erlends samskiptabanka Banka B. Jafnframt greiðir erlendur samskiptabanki Banka B Bandaríkjadali til erlends samskiptabanka Banka A. Evrugreiðslan er gerð upp í greiðslukerfi fyrir evrur í Evrópu og greiðslan í Bandaríkjadöllum er gerð upp í bandarísku greiðslukerfi. Engin samræming er á milli uppgjors gjaldmiðlanna tveggja. Þetta ferli er sýnt á mynd 1.

### 3. Áhættuþættir í gjaldeyrisviðskiptum

Gjaldeyrisviðskipti fela í sér ýmsar tegundir áhættu eða áhættuþætti. Aðilum á gjaldeyrismarkaði ber að þekkja og stýra þessum áhættuþáttum í starfsemi sinni. Á sumum þeirra er tekið í opinberum reglum.<sup>3</sup> Áhættuþáttum í gjaldeyrisviðskiptum má skipa í tvo

2. Enska hugtakið „correspondent bank“ er einnig stundum þýtt sem erlendur viðskiptabanki eða greiðslubanki.

3. Sjá einkum reglur um eiginfjárlutfall lánastofnana og fyrirtækja í verðbréfabjónustu nr. 693/2001, með síðari breytingum, og reglur um gjaldeyrisjöfnuð nr. 387/2002.



flokka eftir því hvort þeir tengjast uppgjöri viðskiptanna eða ekki.

Sú tegund áhættu í gjaldeyrisviðskiptum sem ekki er sérstaklega tengd uppgjöri þeirra er markaðs-áhætta (e. market risk). Hún er fyrir hendi á meðan banki hefur óvarða, opna gjaldeyrisstöðu (e. foreign exchange exposure) og felur í sér hættu á fjárhagslegu tapi vegna óhagstæðra breytinga á gengi gjaldmiðla. Bankar geta varið opna stöðu með mótvægisadgerðum, þ.m.t. afleiðuviðskiptum.<sup>4</sup>

Uppgjörsáhætta (e. foreign exchange settlement risk) felst í því að aðili gjaldeyrisviðskipta kann að verða fyrir fjártjóni þegar hann afhendir gjaldmiðilinn sem hann selur án þess að fá í staðinn gjaldmiðilinn sem hann kaupir. Uppgjörsáhætta má flokka í greiðslufallsáhætta (e. credit risk) og lausafjárahætta (e. liquidity risk). Aðrir áhættuþættir sem tengjast uppgjörinu eru rekstraráhætta (e. operational risk) og endurnýjunaráhætta (e. replacement risk). Þessir áhættuþættir eru skilgreindir í ramma 1.

Uppgjörsáhættan er að því leyti alvarlegri en aðrar tegundir áhættu í gjaldeyrisviðskiptum að hún felur í sér hættu á að allt undirliggjandi fjárverðmæti gjaldeyrisviðskiptanna, þ.e. höfuðstóllinn, tapist auk þess sem hún getur valdið áfalli í fjármálakerfum. Á

hinn bóginn eru líkurnar á uppgjörfalli litlar ef litíð er til reynslunnar.<sup>5</sup> Hér á eftir verður fjallað nánar um uppgjörsáhætta.

#### 4. Uppgjörfall

Gjaldeyrisviðskipti fela í sér uppgjör á a.m.k. tveimur gjaldmiðlum. Hvor þáttur eða leggur viðskiptanna er gerður upp í því ríki þar sem viðkomandi gjaldmiðill er gefinn út. Í hefðbundnum gjaldeyrisviðskiptum er oft verulegur tímamunur á uppgjöri hvors þáttar viðskiptanna. Vegna tímamismunar er starfrækslutími greiðslukerfa mismunandi eftir löndum. Uppgjörferli, uppgjörstími og endanleiki (e. finality) greiðslna er því ekki samræmdur milli uppgjörskerfanna.

Könnun frá árinu 1995 leiddi í ljós að oft líða einn til tveir dagar frá því er aðili gjaldeyrisviðskipta sendir óafturkræf greiðslufyrirmæli vegna gjaldeyrisstöðu og til þess tíma er honum berst endanleg

4. Um stýringu á markaðsáhættu í gjaldeyrisviðskiptum, sjá t.d. Solnik, B., bls. 549-573, og Lequeux, P., bls. 55-71.

5. Í samanburði við uppgjöráhætta felur markaðsáhætta hins vegar í sér verulega miklar líkur á tapi á mun lægra fjárverðmæti. Staðreynt heildartap banka vegna gjaldeyrisviðskipta er meira vegna markaðs-áhættu en uppgjöráhættu. Þórfín á stýringu markaðsáhættu er að því leyti nærtækari og sýnilegri en þórfín á stýringu uppgjöráhættu. Á hinn bóginn má gera ráð fyrir því að áhætta við uppgjör hefðbundinna gjaldeyrisviðskipta feli í sér meiri hættu fyrir fjármálakerfið þegar litíð er til þess að auðveldara er að stýra markaðsáhættu en uppgjöráhættu og þess að bankar hafa almennt tileinkað sér þróaðar aðferðir við stýringu á markaðsáhættu.

## Rammi 1 Tegundir áhættu í gjaldeyrisviðskiptum<sup>1</sup>

*Greiðslufallsáætta* (e. *credit risk*): Áhættan á því að mótaðili muni ekki gera upp kröfu að öllu leyti, annaðhvort þegar hún verður gjaldkræf eða einhvern tíma eftir að hún verður gjaldkræf.

*Endurnýjunaráhætta* (e. *replacement risk/replacement cost risk*): Áhættan á því að þurfa að eiga ný gjaldeyrisviðskipti á óhagstæðara gengi þar sem fyrri arðvænleg gjaldeyrisviðskipti hafa ekki verið gerð upp vegna greiðslufalls mótaðila.

*Kerfisáætta* (e. *systemic risk*): Áhættan á því að vanefnd eins þátttakanda í uppgjörskerfi eða aðila í fjármálakerfinu leiði til þess að annar aðili í kerfinu geti ekki staðið við skuldbindingar sínar. Slíkur brestur getur leitt til lausafjár- eða eiginfjárvanda sem ógnað getur stöðugleika fjármálakerfisins og trausti á mörkuðum.

*Lagaáætta* (e. *legal risk*): Áhættan á því að aðili verði fyrir tjóni vegna þess að lög eða reglugerðir eru ekki í samræmi við reglur uppgjörskerfisins, uppgjörstillhögun eða eignarréttindi eða aðra hagsmuni sem uppgjörskerfinu er treyst fyrir. Lagaáætta skapast einnig ef beiting laga og reglugerða er óljós eða ómarkviss.

*Lausafjárahætta* (e. *liquidity risk*): Áhættan á því að mótaðili muni ekki gera upp kröfu að fullu þegar hún verður

gjaldkræf heldur einhvern tíma eftir gjalddaga. Lausafjárahætta felur ekki í sér að mótaðili sé gjaldþrota þar sem hugsanlegt er að hann muni geta gert upp kröfuna eftir gjalddaga.

*Markaðsáætta* (e. *market risk*): Áhættan á því að banki eða annar aðili á gjaldeyrismarkaði muni verða fyrir fjártjóni vegna óhagstæðra breytinga á gengi gjaldmiðla.

*Opin staða vegna uppgjörsgjaldeyrisviðskipta* (e. *foreign exchange settlement exposure*): Umfang áhættu vegna uppgjörsgjaldeyrisviðskipta sem samsvarar allri fjárhæð þess gjaldmiðils sem er keyptur í gjaldeyrisviðskiptum. Áhættan varir frá því tímamarki er greiðslufyrirmæli vegna selds gjaldmiðils verða ekki afturkölluð einhliða og þar til að tekið hefur verið við keyptum gjaldmiðli með óafturkræfum hætti.

*Rekstraráætta* (e. *operational risk*): Áhættan á því að þurfa að greiða vexti, skaðabætur eða viðurlög vegna vanefnda á greiðslu í gjaldeyrisviðskiptum sem stafa af mannlegum eða tæknilegum mistökum.

*Uppgjörsgjaldeyrisviðskipta vegna uppgjörsgjaldeyrisviðskipta* (e. *foreign exchange settlement risk*): Áhættan á því að aðili gjaldeyrisviðskipta verði fyrir fjártjóni þegar hann afhendir gjaldmiðilinn sem hann selur án þess að fá í staðinn gjaldmiðilinn sem hann kaupir. Uppgjörsgjaldeyrisviðskipta er einnig nefnd *Herstatt-áætta* (e. *Herstatt risk*) eða *höfuðstólsáætta* (e. *principal risk*).

1. CPSS (1996), bls. 63-65.

mótgreiðsla í keyptum gjaldeyri. Auk þess geta liðið einn til tveir viðskiptadagar þar til að viðkomandi banki fær staðreynt að mótgreiðslan hafi í raun borist. Þannig geta liðið þrjú eða fleiri viðskiptadagar, auk helgardaga, frá því að uppgjörsgjaldeyrisviðskipta getur þannig jafngilt, eða orðið hærra en, verðmæti þriggja daga gjaldeyrisviðskipta. Opin staða banka gagnvart einum tilteknum mótaðila getur jafnframt orðið hærra en eigið fé viðkomandi banka.<sup>7</sup>

Hefðbundin gjaldeyrisviðskipti fela í sér hættu á að upp komi atvik eða atburður sem kemur í veg fyrir

að hægt sé að ljúka uppgjöri viðskiptanna með eðlilegum hætti. Er þá talað um uppgjörsgjörfall eða uppgjörsgjörsbrest (e. *settlement failure*). Orsakir uppgjörsgjörfalls geta einkum verið fjárhagslegs eða tæknilegs eðlis. Uppgjörsgjörfall getur haft alvarlegar afleiðingar fyrir greiðslu- og uppgjörskerfi og fjármálakerfið í heild sinni. Þar sem fjármálakerfi fleiri en eins lands koma við sögu í gjaldeyrisviðskiptum er hættu á að áfallið breiðist út. Uppgjörsgjörfall felur þannig í sér kerfisáætta (e. *systemic risk*) sem getur smitað út frá sér.

## 5. Umfang uppgjörsgjaldeyrisviðskipta

Skilningur á umfangi uppgjörsgjaldeyrisviðskipta er forsenda þess að hægt sé að mæla og takmarka áhættuna. Í hefðbundnum gjaldeyrisvið-

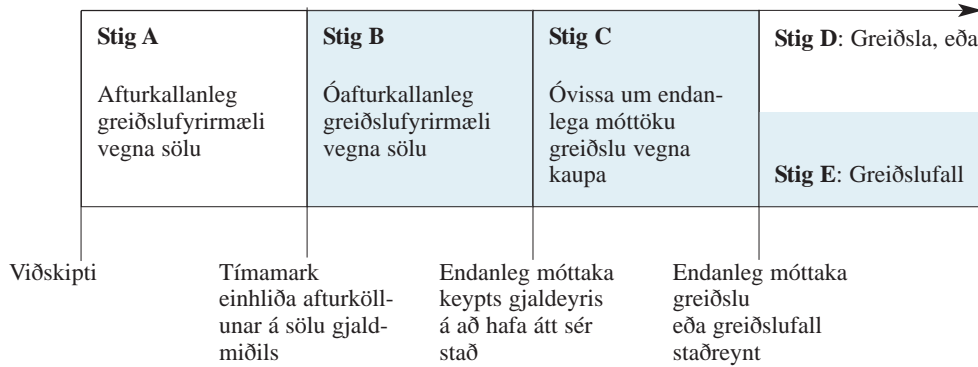
6. CPSS (1996), bls. 11-17.

7. CPSS (1996), bls. 2.

Mynd 2

## Mismunandi stig í uppgjörsferli gjaldeyrisviðskipta

(þau stig sem fela í sér áhættu eru skyggð)



Heimild: BIS, *Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions*, CPSS (1996), bls. 8-9.

skiptum afhendir banki til sölu með óafturkræfum hætti ákveðna fjárhæð tiltekins gjaldmiðils án þess að fá um leið í staðinn þann gjaldmiðil sem hann kaupir. Í viðskiptunum tekur bankinn því áhættu á að fá ekki gjaldmiðilinn sem hann ætlar að kaupa. Opin staða, þ.e. umfang áhættu, bankans vegna uppgjörs gjaldeyrisviðskipta samsvarar þannig hættunni á að tapa öllu verðmæti þess gjaldmiðils sem keyptur hefur verið í viðskiptunum. Áhættan er til staðar frá því að óafturkræf fyrirmæli um afhendingu selds gjaldmiðils hafa verið gefin og til þess tímamarks er tekið hefur verið á móti óafturkræfri greiðslu allrar fjárhæðar hins keypta gjaldmiðils.<sup>8</sup>

Til þess að banki geti metið uppgjörsáhættuna er nauðsynlegt að skipta uppgjörsferlinu niður í fimm stig eins og sýnt er á mynd 2.

Stig A varir frá því að upphafleg viðskipti eiga sér stað og þar til að greiðslufyrirmæli banka vegna sölu eru orðin óafturkræf. Á þessu stigi er ekki um að ræða neina uppgjörsáhættu. Stig B varir frá því að greiðslufyrirmæli vegna sölu verða ekki afturkölluð einhliða og þar til að réttur til móttöku greiðslu vegna kaupa hefur stofnast. Á þessu stigi er hættu á að hin keypta fjárhæð tapist. Stig C varir frá því að réttur banka til móttöku greiðslu vegna kaupa hefur stofnast og til þess er hann hefur staðreynt að endanleg

greiðsla eða greiðslufall hefur átt sér stað. Við venju- legar aðstæður getur bankinn vænst þess að hann hafi þegar fengið gjaldeyrinn. Þó getur verið að upp hafi komið atvik sem hafi leitt til greiðslufalls. Áhætta bankans á að tapa hinni keyptu fjárhæð er því enn til staðar á þessu stigi. Stig D er til staðar þegar bankinn hefur staðreynt að hann hefur móttekið endanlega greiðslu keypts gjaldeyris. Hér er því ekki lengur um neina áhættu að ræða. Stig E er til staðar ef bankinn staðreynt að greiðslufall hefur átt sér stað. Á því stigi er ljóst að hættu er á að bankinn tapi hinni keyptu fjárhæð.

Með því að ákvarða upphaf hvers stigs í ferli gjaldeyrisviðskiptanna og mæla tímallengd þeirra sem og þær fjárhæðir sem fólgnar eru í hverju stigi fyrir sig getur banki reiknað út uppgjörsáhættu sína. Reikni hann ekki út áhættuna eru líkur á að hann annaðhvort vanmeti eða ofmeti hana. Hægt er að reikna bæði út hámarksáhættu og lágmarksáhættu. Hámarksáhætta hvers banka er summan af áhættunni sem fólgin er í stigum B, C og E. Ávinningurinn við að reikna út hámarksáhættuna felst í því að hægt er að horfa fram hjá gjaldeyrisviðskiptum sem enn eru á stigi A. Lágmarksáhættan einskorðast hins vegar við summu- na af stigum B og E, þ.e. stigi C er sleppt þar sem þar má að jafnaði búast við að greiðsla hafi farið fram.<sup>9</sup>

8. Basel Committee on Banking Supervision, bls. 14.

9. Sjá nánar um mælingu uppgjörsáhættu vegna gjaldeyrisviðskipta: CPSS (1996), bls. 33-50.

## 6. Dæmi um kerfisáfall vegna uppgjörfalls í gjaldeyrisviðskiptum

Þann 26. júní 1974 afturkölluðu þýsk yfirvöld starfsleyfi bankans Bankhaus Herstatt og fyrirskipuðu að bú hans yrði tekið til gjaldþrotaskipta. Þetta gerðist kl. 15.30 að þýskum tíma á meðan bankar voru opnir í Þýskalandi en eftir lokun greiðslukerfisins sem þýskir bankar notuðu í millibankaviðskiptum. Þótt bankinn væri ekki stór hafði hann átt í umsvifamiklum viðskiptum á gjaldeyrismarkaði. Áður en ákvörðun um lokun bankans var tilkynnt höfðu nokkrir mótaðilar bankans greitt honum háar fjárhæðir í þýskum mörkum í gegnum þýska greiðslukerfið með óafturkræfum hætti. Greiðslurnar voru inntar af hendi í trausti þess að mótgreiðslur bærust í Bandaríkjadöllum á reikninga þeirra í New York síðar um daginn. Þegar tilkynnt var um ákvörðunina hafði Herstatt-bankinn ekki staðið skil á þessum mótgreiðslum. Verðgildi þessara óuppgerðu viðskipta var um 200 milljónir Bandaríkjadala auk ólokinnar framvirkra viðskipta.

Þegar tilkynning barst um afturköllun starfsleyfis Herstatt-bankans lokaði samskiptabanki (e. correspondent bank) hans í New York fyrir allar greiðslur í Bandaríkjadöllum af reikningi Herstatt-bankans. Þeir bankar sem höfðu greitt Herstatt-bankanum þýsk mörk fyrr um daginn en biðu mótgreiðslu í Bandaríkjadöllum sátu því uppi með opnar, óvarðar stöður gagnvart bankanum sem jafngiltu verðmæti þýsku markanna.

Lokun Herstatt-bankans var fyrsta og jafnframt alvarlegasta áfallið í starfsemi greiðslu- og uppgjörskerfa sem orsakast af vanefnd uppgjörsgjaldeyrisviðskipta. Önnur áföll áttu sér stað á síðastliðnum áratug sem voru þó ekki jafn alvarleg. Helst má þar nefna vandræði Drexel Burnham Lambert Group í febrúar 1990, gjaldþrot BCCI í júlí 1991, áhrif valdaránstíllraunarinnar í Sovétríkjunum 1991 á erlend uppgjörskerfi og hrun Barings-bankans í febrúar 1995.<sup>10</sup>

10. CPSS (1996), bls. 6-8.

## 7. Frumkvæði seðlabanka

Í kjölfar lokunar Herstatt-bankans hófu seðlabankar í tíu stærstu iðnríkjum heims (G10) samstarf er miðaði að því að koma í veg fyrir að slík kerfisáfall endurtækju sig. Meðal annars var gerð greining áhættuþátta í starfsemi greiðslu- og uppgjörskerfa, þ.m.t. kerfa fyrir fjölmyntauppgjör milli landa. Á þeim grunni voru mótaðar leiðbeinandi lágmarksreglur um áhættustýringu og eftirlitskerfi í þeim tilgangi að draga úr uppgjörshættu.

Árið 1994 hófst greiðslu- og uppgjörsefnd seðlabanka ríkjanna tíu (e. Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) handa við að þróa aðferðir til að draga úr uppgjörshættu í gjaldeyrisviðskiptum.<sup>11</sup> Árið 1996 gaf CPSS-nefndin út svonefnda Alsopp-skýrslu um málið sem samþykkt var af bankastjórum seðlabanka ríkjanna tíu.<sup>12</sup> Í skýrslunni kemur fram það mat seðlabankanna að tilhögun hefðbundinna gjaldeyrisviðskipta geti haft alvarleg neikvæð áhrif á stöðu banka, lausafjárstöðu þeirra, skilvirkni markaða og fjármálastöðugleika.<sup>13</sup> Talið var nauðsynlegt að móta stefnu sem hefði það að markmiði að draga úr uppgjörshættu í gjaldeyrisviðskiptum. Lögð var áhersla á að markaðsaðilar tækju virkan þátt í því að vinna að þessu markmiði.

Í skýrslunni voru lagðar til þrjár leiðir til þess að draga úr uppgjörshættu í gjaldeyrisviðskiptum: Í fyrsta lagi að hver og einn banki tileinkaði sér viðeigandi aðferðir til að mæla og stýra uppgjörshættu. Í öðru lagi að markaðsaðilar þróuðu fjölmynta uppgjörskerfi sem dragi úr uppgjörshættu banka. Í þriðja lagi að seðlabankar hvers ríkis hvettu markaðsaðila til þess að leita leiða til að draga úr uppgjörshættu.<sup>14</sup>

Í kjölfar skýrslunnar hófst vinna við að framkvæma þessa stefnu. Meðal annars var lögð áhersla á að stytta þann tíma sem bankar hefðu opna, óvarða

11. Þess má einnig geta að árið 1994 gaf gjaldeyrisnefndin í New York út tilmæli til markaðsaðila um aðferðir til að draga úr uppgjörshættu í gjaldeyrisviðskiptum: The New York Foreign Exchange Committee, *Reducing Foreign Exchange Settlement Risk*, október 1994.

12. Bank for International Settlements, *Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions*, Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries, mars 1996.

13. CPSS (1996), bls. 2.

14. CPSS (1996), bls. 18-31.



gjalddeyrisstöðu. Þetta var gert með því að bæta mælingu og stýringu uppgjörssáhettu hvers banka, samræma uppgjörstíma uppgjörskerfa og taka í notkun stórgreiðslukerfi, þ.e. rauntímabruúttóuppgjörskerfi (e. real-time gross settlement system, RTGS). Þá var leitað leiða til að draga úr fjölda og fjárhæðum þeirra greiðslna sem gera þurfti upp. Þetta var gert með því að þróa tvíhliða og marghliða jöfnunarkerfi fyrir gjalddeyrisviðskipti og treysta lagagrundvöll fyrir jöfnun greiðslufyrirmæla.<sup>15</sup>

Ákveðið var að CPSS-nefndin fylgdist í tvö ár náið með árangri af þessari stefnu. Í skýrslu nefndarinnar sem gefin var út í júlí 1998<sup>16</sup> var talið að verulegur árangur hefði náðst frá árinu 1996. Vitund margra banka um áhættu og skilningur á henni hefði aukist, mæling á áhættunni hefði orðið nákvæmari, framfarir hefðu orðið í áhættustýringu og tímalengd uppgjörssáhettu hefði verið stytta. Markaðsaðilar hefðu leitað leiða til að þróa nýjar uppgjörsaðferðir, m.a. með því að móta tillögur um stofnun sérstaks uppgjörssáhetta fyrir gjalddeyrisviðskipti (CLS-banka). Þá hefðu seðlabankar stuðlað að þróun uppgjörskerfa og samræmt uppgjörstíma þeirra. Þrátt fyrir þetta var árangurinn ekki talinn viðunandi. Því var ákveðið að vinna áfram að því markmiði að draga úr uppgjörssáhettu á grundvelli þeirrar stefnu sem mótuð hafði verið árið 1996.

## 8. Tilmæli varðandi bankaeftirlit

Í september 2000 gaf Basel-nefndin um bankaeftirlit út leiðbeinandi tilmæli til eftirlitsyfirvalda um áhættustýringu vegna uppgjörssáhetta gjalddeyrisviðskipta.<sup>17</sup> Tilgangur tilmælanna var að upplýsa eftirlitsyfirvöld um eðli uppgjörssáhettu í gjalddeyrisviðskiptum og þær ráðstafanir sem megi gera til þess að stýra henni. Því var beint til eftirlitsyfirvalda að huga að þessum þáttum við mat á stefnu banka og starfsaðferðum. Upplýsingar um efni tilmælanna er að finna í ramma 2.

15. Galati, G., bls. 59.

16. Committee on Payment and Settlement Systems, *Reducing Foreign Exchange Settlement Risk: a progress report*, Bank for International Settlements, júlí 1998.

17. Basel Committee on Banking Supervision, *Supervisory Guidance for managing Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions*, september 2000.

## 9. Þróun PVP-uppgjörslausna

Þrátt fyrir að verulegur árangur hefði náðst í því að draga úr uppgjörssáhettu var ljóst að henni varð ekki eytt nema með því að þróa kerfi sem gerði upp báða gjaldmiðlaleggi gjalddeyrisviðskiptanna á sama tíma. Slíkt kerfi myndi því aðeins afhenda gjaldmiðil í gjalddeyrisviðskiptum með endanlegum hætti gegn því skilyrði að sá gjaldmiðill sem er mótgreiðsla í viðskiptunum sé jafnframt afhentur með endanlegum hætti. Þetta er skilyrðið um greiðslu gegn greiðslu (e. payment versus payment, PVP). Hér var byggt á hugmynd sem viðurkennd hafði verið í uppgjöri verðbréfavíðskipta, þ.e. afhending verðbréfa gegn greiðslu (e. delivery versus payment, DVP).<sup>18</sup>

Í kjölfar Alsopp-skýrslunnar frá 1996 var myndaður starfshópur stórra viðskiptabanka frá átta löndum til þess að kanna hvernig þróa mætti PVP-uppgjörslausnir. Starfshópurinn bar heitið G20-bankarnir. Í júlí 1997 stofnaði hópurinn fyrirtækið CLS Services Limited (CLSS) til þess að hrinda í framkvæmd áformum sínum um stofnun uppgjörssáhetta fyrir gjalddeyrisviðskipti, svonefndan CLS-banka. Bankinn skyldi gera upp gjalddeyrisviðskipti í samræmi við PVP-skilyrðið og beita til þess uppgjörssáhetta sem nefnt var „viðvarandi tengt uppgjör“ (e. continuous linked settlement).

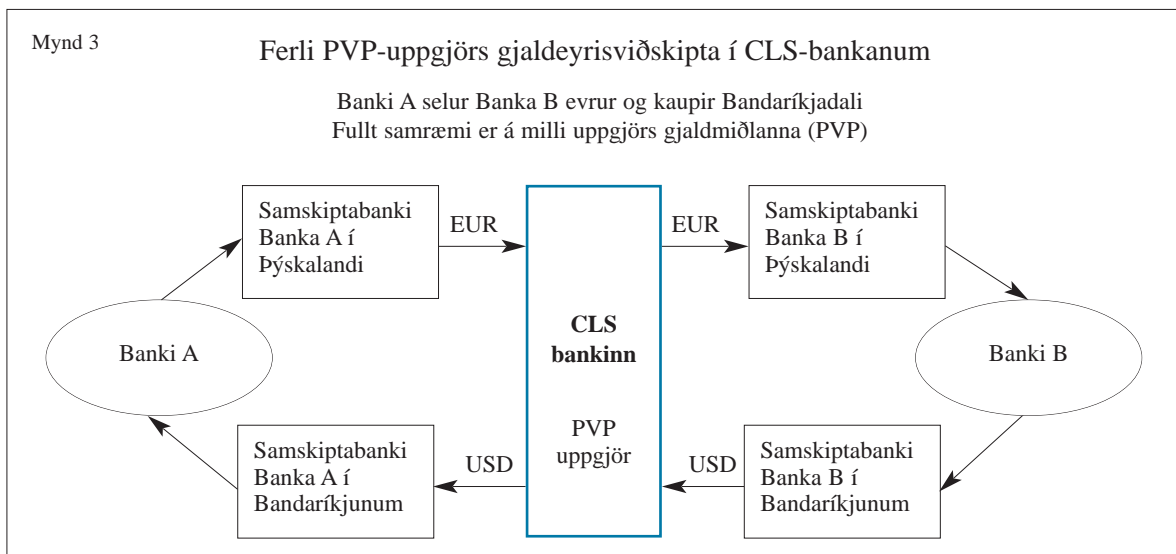
Þessi áform gengu út á að CLS-bankinn yrði milligönguaðili við uppgjör milli beggja aðila gjalddeyrisviðskipta eða milli samskiptabanka þeirra. Þátttakendur myndu hafa fjölmynta uppgjörssáhetta hjá CLS-bankanum. Bankinn myndi gera viðskipti upp með því færa gjalddeyri milli reikninga kaupanda og seljanda hjá bankanum. Báðir gjalddeyrisleggir viðskiptanna yrðu gerðir upp á sama tíma hjá bankanum til þess að uppfylla skilyrðið um PVP og koma í veg fyrir að opin gjalddeyrisstaða myndast. Uppgjör viðskiptanna á reikningum CLS-bankans yrði á bruttó-grunni, þ.e. hver viðskipti yrðu gerð upp sérstaklega (án greiðslujöfnunar). Fjármögnun uppgjörssáhetta af hálfu viðskiptabanka yrði hins vegar á nettó-grunni, þ.e. hver viðskiptabanki þyrfti einungis að greiða (eða fá greidda) þá fjárhæð í tilteknum gjaldmiðli á tilteknum degi sem samsvaraði niðurstöðu allra greiðslufyrirmæla eftir jöfn-

18. Hallgrímur Ásgeirsson, bls. 66.

## Rammi 2 Leiðbeinandi tilmæli um stýringu uppgjörshættu í gjaldeyrisviðskiptum<sup>1</sup>

1. *Eðli uppgjörshættu í gjaldeyrisviðskiptum:*
  - Bankar ættu að búa yfir skilningi á eðli og áhrifum uppgjörshættu.
  - Bankar ættu að takast á við uppgjörshættu á sama hátt og aðra greiðslufallsáættu.
2. *Ábyrgð stjórnenda banka:*
  - Stjórnendur ættu að hafa góðan skilning á uppgjörshættu.
  - Stjórnendur ættu að móta stefnu varðandi stjórnun uppgjörshættu og endurmeta stefnuna reglulega.
  - Þróa ætti skýrar aðferðir við mælingu og stýringu uppgjörshættu.
  - Starfsfólk ætti að fá nauðsynlega fræðslu og þjálfun vegna stýringar uppgjörshættu.
  - Stjórnendur ættu að hafa eftirlit með áhættustjórnun vegna uppgjörshættu.
  - Áhættustjórnun vegna uppgjörshættu ætti að vera hluti af annarri áhættustjórnun.
3. *Tímalengd uppgjörshættu:*
  - Bankar ættu að þekkja og nota aðferðir við að mæla tímalengd uppgjörshættu.
  - Bankar ættu að geta mælt tímamark einhliða afturköllunar á sölu gjaldmiðils.
4. *Mæling á uppgjörshættu:*
  - Beita ætti viðurkenndum aðferðum við mælingu uppgjörshættu, bæði lágmarksáættu og hámarksáættu.
  - Mæling á uppgjörshættu ætti að vera hluti af almennri áhættumælingu og áhættustýringu.
5. *Takmörkun áættu:*
  - Setja ætti eðlilegt hámark á uppgjörshættu gagnvart hverjum mótaðila.
  - Þróa ætti aðferðir við að ákvarða hámark á uppgjörshættu gagnvart hverjum mótaðila.
6. *Viðbrögð við truflunum við uppgjör:*
  - Þróa ætti viðeigandi aðferðir til að greina og bregðast við truflunum í uppgjöri.
  - Viðbrögð ættu að vera yfirveguð og ganga ekki lengra en nauðsyn ber til.
7. *Viðlagaáætlanir:*
  - Bankar ættu að gera viðlagaáætlun og framkvæma álagsprófanir.
  - Áætlunin ætti að tilgreina viðbrögð við sem flestum tegundum hugsanlegra áfalla.
8. *Áhættustýring:*
  - Áætlunin ætti að vera samræmd öðrum viðlagaáætlunum viðkomandi banka.
  - Halda ætti reglulegar viðbragðsæfingar á grundvelli áætlunarinnar.
9. *Tvíhliða skuldajöfnun (e. bilateral netting):*
  - Meta ætti kosti þess að koma á tvíhliða skuldajöfnun gagnvart mótaðilum.
  - Þróa ætti öruggar aðferðir við að mæla áhrif skuldajöfnunar á uppgjörshættu.
  - Ganga þarf úr skugga um lagalegar forsendur skuldajöfnunar.
10. *Aðrar aðferðir til að draga úr uppgjörshættu:*
  - Bankar ættu að meta kosti þess að tileinka sér nýjar aðferðir við að takmarka uppgjörshættu, einkum með beinni eða óbeinni þátttöku í uppgjöri CLS-bankans.
  - Bankar ættu að meta áhrif þátttöku í CLS-bankanum á alla áhættuþætti í starfseminni.
11. *Innri endurskoðun:*
  - Bankar ættu að framkvæma viðeigandi innri endurskoðun á uppgjöri gjaldeyrisviðskipta.
  - Yfirstjórn ætti að sjá til þess að endurskoðað sé með viðeigandi hætti.
12. *Ábyrgð banka gagnvart mótaðilum:*
  - Hver banki ætti að vera meðvitaður um áhrif eigin hegðunar á mótaðila sína.
  - Hver banki ætti að taka eðlilegt tillit til mótaðila sinna til þess að forðast erfiðleika við uppgjörið.
13. *Hlutverk eftirlitsyfirvalda:*
  - Eftirlitsyfirvöld ættu að fylgjast með því að bankar mæli, vakti og stýri uppgjörshættu með viðeigandi hætti og búi yfir viðeigandi áhættustýringaraðferðum í samræmi við tilmælin.
  - Eftirlitsyfirvöld ættu að skiptast á upplýsingum um vandamál við uppgjör gjaldeyrisviðskipta.

1. Unnið upp úr: Basel Committee on Banking Supervision, bls. 2-13.



un þeirra. Slíkt fyrirkomulag myndi nánast eyða uppgjorsáhættunni og jafnframt draga úr lausafjárþörf. Þetta ferli er sýnt á mynd 3.

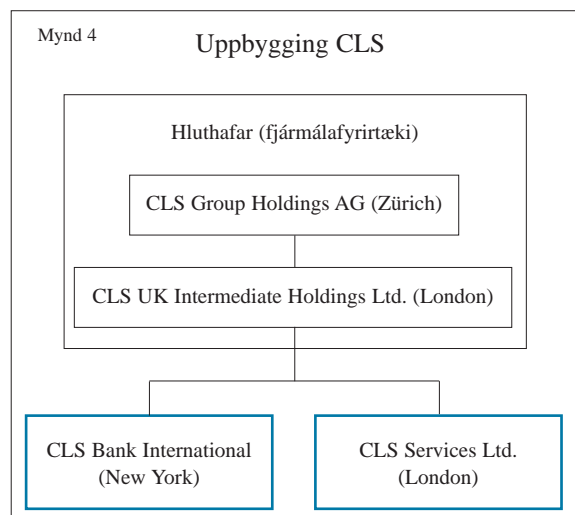
### 10. Stofnun CLS-bankans

Það reyndist bæði flókið og tímafrekt að hrinda áformum um alþjóðlegt PVP-gjaldeyrisuppgjör í framkvæmd. Fyrirkomulag uppgjorsins varð að vera með þeim hætti að eyðing uppgjorsáhattu yrði ekki til þess að nýjar tegundir áhættu mynduðust eða að aðrar tegundir áhættu, t.d. lausafjárahætta, ykjast. Olli þetta nokkrum tögum á því að uppgjörið yrði tekið í notkun.

CLS-bankinn tók til starfa í september 2002. Bankinn hefur höfuðstöðvar í New York og starfar á grundvelli bandarískra laga. Hann er háður eftirliti Seðlabanka Bandaríkjanna í New York (e. Federal Reserve Bank of New York). Hluthafar í CLS-bankanum eru 67 af stærstu fjármálfyrirtækjum heims með höfuðstöðvar í 17 löndum. Hluthafarnir eiga eignarhaldsfélagið CLS Group Holdings AG í Zürich. Eignarhaldsfélagið er móðurfyrirtæki þjónustufyrirtækisins CLS UK Intermediate Holdings Ltd. í London, CLS-bankans í New York og CLS Services Ltd. í London. Síðastnefnda fyrirtækið annast tækni- og rekstrarþjónustu fyrir CLS-bankann. Uppbygging CLS er skýrð á mynd 4.

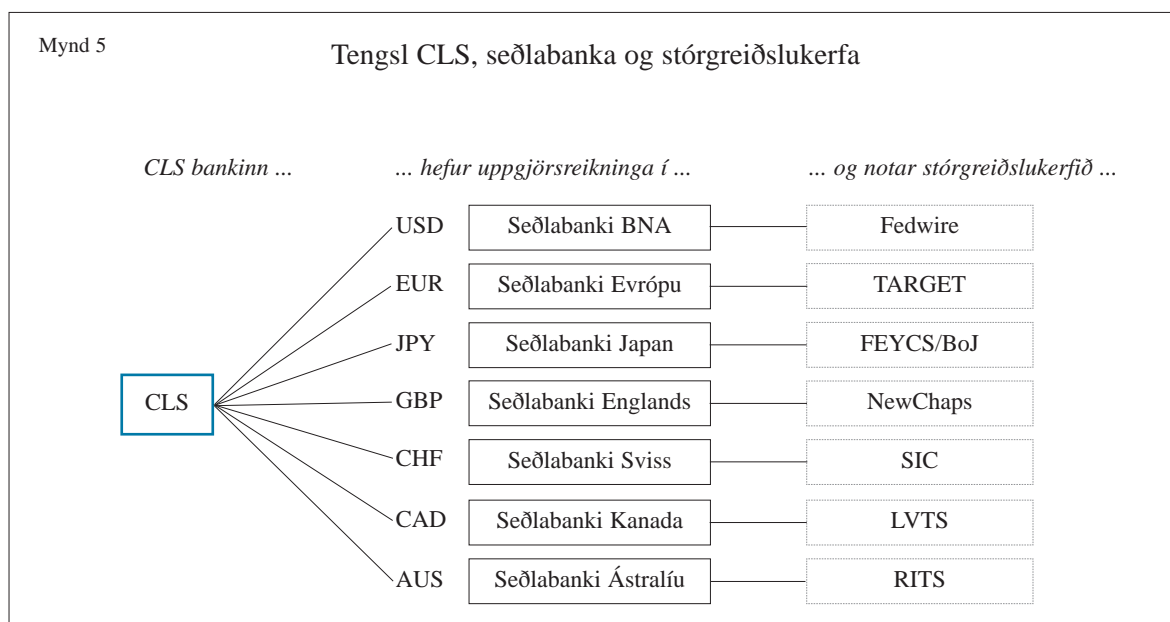
Einungis hluthafar eiga rétt á að gerast beinir þátttakendur í uppgjörinu, þ.e. verða uppgjörsaðilar

(e. settlement members). Þeir þurfa jafnframt að sýna fram á að þeir búi yfir fjárhagslegri og rekstrarlegri getu og nægu lausu fé til þess að geta staðið undir skuldbindingum sem felast í þátttökunni. Hver uppgjörsaðili hefur fjölmynta uppgjorsreikning í CLS-bankanum með undirreikninga fyrir hvern gjaldmiðil. Uppjörsaðilar geta sent greiðslufyrirmæli inn í uppgjorskerfið á þessa reikninga. Þeir eru ábyrgir fyrir því að ávallt sé nægt laust fé til þess að ljúka uppgjöri. Svonefndir notkunaradilar (e. user members) hafa takmörkuð réttindi í kerfinu. Þeir hafa ekki reikninga í CLS-bankanum og geta því einungis sent greiðslufyrirmæli inn í kerfið á reikninga upp-



Mynd 5

## Tengsl CLS, seðlabanka og stórgreiðslukerfa



gjörsaðila með þeirra samþykki. Uppgjörsaðilar og notkunaraðilar geta boðið öðrum bönkum upp á semja um að gerast óbeinir aðilar að uppgjörinu (e. third-party customers).<sup>19</sup> CLS-bankinn er ekki í beinu samningssambandi við slíka þriðju aðila. Vanefnd þriðja aðila gagnvart uppgjörsaðila hefur því ekki bein áhrif á bankann.<sup>20</sup>

CLS-bankinn gerir nú upp gjaldeyrisviðskipti í sjö gjaldmiðlum, þ.e. Bandaríkjadöllum, evrum, jennum, sterlingspundum, svissneskum frönkum, Kanadadöllum og Ástralíudöllum. Gert er ráð fyrir því að fleiri gjaldmiðlar verði teknir inn í uppgjórið. Í undirbúningi er að viðurkenna sænska krónu, norska krónu, danska krónu, Hong-Kong-dal, Nýja-Sjálands-dal og Singapore-dal sem uppgjörsgjaldmiðla í kerfinu.<sup>21</sup>

Bankinn tengir saman stórgreiðslukerfi (RTGS-kerfi) seðlabanka þeirra ríkja sem gefa út viðurkennda uppgjörsgjaldmiðla. Uppgjórið fer því fram með notkun seðlabankafjár. Þetta er skýrt á mynd 5.

Frá því að CLS-bankinn hóf starfsemi sína hefur velta í uppgjörinu aukist jafnt og þétt. Í apríl 2003 gerði bankinn að meðaltali upp 70 þúsund greiðslufyrirmæli á hverjum degi vegna gjaldeyrisviðskipta að verðmæti um 800 ma. Bandaríkjadala.<sup>22</sup> Þetta er um þriðjungur af áætlaðri heildarfjárhæð daglegra gjaldeyrisviðskipta í heiminum.<sup>23</sup>

## 11. Uppgjör í CLS-bankanum

CLS-uppgjör fer fram í áföngum eða stigum. Ferlið hefst með því að fram til kl. 6.30 að morgni að mið-evrópskum tíma (e. central European time, CET) á uppgjörseginum senda uppgjörsaðilar CLS-bankanum upplýsingar um þau greiðslufyrirmæli sem gera á upp. Kl. 6.30 reiknar CLS-bankinn á grundvelli þessara upplýsinga út heildarinngreiðslustöðu (e. pay-in position) eða -útgreiðslustöðu (e. pay-out position) hvers uppgjörsaðila fyrir hvern gjaldmiðil gagnvart bankanum. Á grundvelli útreikninganna sendir bankinn hverjum uppgjörsaðila yfirlit um

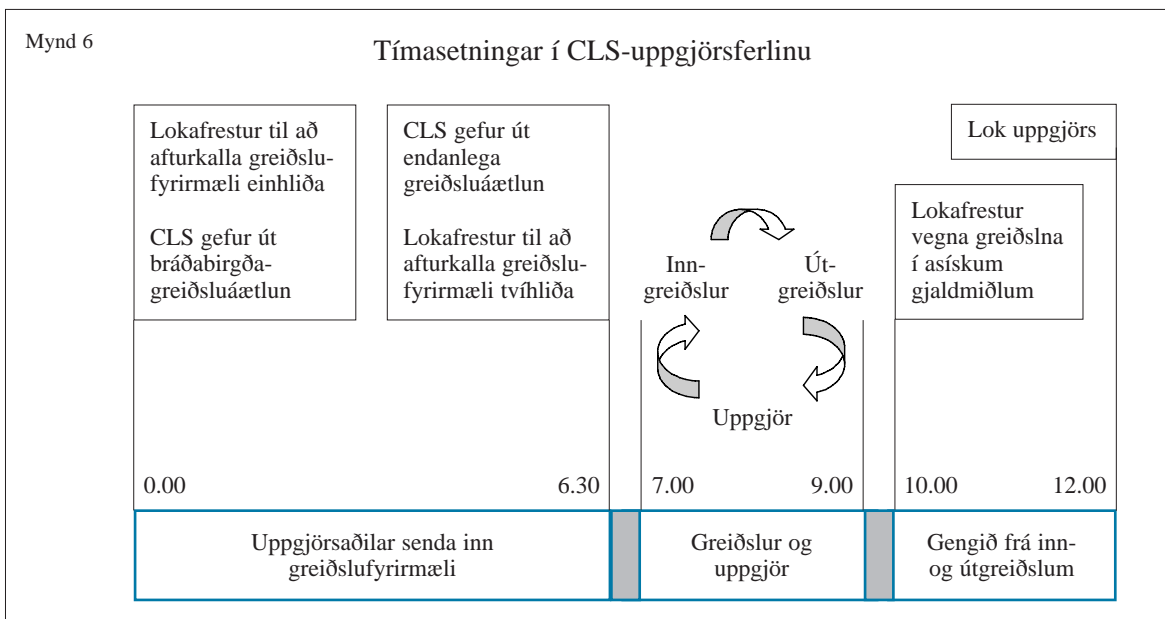
19. Um þróun og áhrif óbeinrar aðildar að CLS-uppgjörinu, sjá FX Week, Third Party CLS, bls. 6-8. Um samkeppni alþjóðlegra banka um að bjóða upp á óbeina aðild að CLS-uppgjörinu, sjá Lyon, P., bls. 2-3.

20. Skilgreiningu á og upplýsingar um þá aðila sem koma að uppgjörinu má finna á heimasíðu CLS: <http://www.cls-group.com/index.cfm>.

21. Seðlabankar á Norðurlöndum hafa fjallað nokkuð um CLS-uppgjör í ritum um fjármálastöðugleika, sjá t.d. umfjöllun Norges Bank, *Financial Stability* (2002/2), bls. 26-28.

22. Fréttatilkynning CLS-bankans frá 7. apríl 2003.

23. Í skýrslu Alþjóðagreiðslubankans frá árinu 2002 kemur fram að daglegt meðaltal veltu alþjóðlegra gjaldeyrisviðskipta í apríl 2001 var 1.200 ma. Bandaríkjadala, sjá BIS (2002), bls. 5. Þetta eru nettó-tölur, þ.e. þær byggjast aðeins á öðrum þætti gjaldeyrisviðskiptanna. Tölur CLS eru hins vegar brúttó-tölur. Við samanburð þarf því að tvöfalda fyrrnefndu tölurnar.



inngreiðslustöðu (e. pay-in schedule). Þótt uppgjórið fari fram á brúttó-grunni (þ.e. greiðsla fyrir greiðslu), er heildarfjárbörf vegna uppgjörins reiknuð út á nettó-grunni, þ.e. miðuð við jöfnun greiðslufyrirmælanna. Þetta dregur úr lausafjárbörf um allt að 90%.

Uppgjörsaðilar greiða CLS-bankanum á grundvelli yfirlita um inngreiðslustöðu frá kl. 7.00 að morgni til kl. 12.00 á hádegi. Þetta tímabil var valið vegna þess að innan þess eru öll sjö storgreiðsluferfin sem tengjast bankanum starfrækt. Uppgjórið hefst kl. 7.00 og er alla jafna lokið kl. 12.00. Bankinn tekur við greiðslum frá uppgjörsaðilum fram til kl. 9.00 og notar fjölmynta uppgjörreikning hvers uppgjörsaðila til að gera upp gjaldeyrisviðskiptin. Bankinn kannar hvort hver uppgjörsaðili hafi næga innstæðu í öllum gjaldmiðlum til að ljúka uppgjóri. Viðskipti sem af einhverjum ástæðum er ekki hægt að gera upp eru sett í biðröð sem reynt er að gera upp við fyrsta tækifæri. Uppgjóri er hafnað ef viðskipti uppfylla ekki kröfur sem gerðar eru vegna þess. Öllum inngreiðslum og útgreiðslum á að vera lokið kl. 12.00. Tímasetningar í uppgjörferlinu eru skýrðar á mynd 6.<sup>24</sup>

24. Nánari skýringar á framkvæmd uppgjörins má finna í Bronner, M., bls. 135-139.

## 12. Áhrif CLS á áhættu

Eins og fram hefur komið var meginmarkmiðið með stofnun CLS-bankans að eyða uppgjörshættu í gjaldeyrisviðskiptum. Uppgjörshætta skiptist í greiðslufallsáhættu (e. credit risk) og lausafjárahættu (e. liquidity risk) eins og fram hefur komið. Rétt er að skoða áhrif uppgjörins á þessa tvo áhættuþætti.

CLS-uppgjör eyðir greiðslufallsáhættu að langmestu leyti. Vegna skilyrðisins um greiðslu gegn greiðslu (PVP) og kröfunnar um jákvæða innstæðu á uppgjörreikningi getur ekki komið upp sú staða að vanefnd leiði til þess að uppgjörsaðili skuldi CLS-bankanum vegna uppgjörins. Til þess að tryggja að heildarinnstæður á uppgjörreikningum séu ávallt jákvæðar setur bankinn hámark á neikvæða stöðu í hverjum gjaldmiðli og reiknar jafnframt afföll (e. haircut) á gengi við útreikning heildarinnstæðu. Uppgjörsaðilar geta því að jafnaði ekki tapað höfuðstóli kröfu sinnar þótt mótaðili þeirra bregðist. Slíkt getur þó komið fyrir í sérstökum tilfellum. Greiðslufallsáhætta er því ekki útilokuð. Til þess að mæta henni gerir bankinn kröfu um að aðrir uppgjörsaðilar ábyrgist sameiginlega að greiða uppgjörsskuldbindingu þess aðila sem bregst.

Að því er lausafjárahætta varðar er gert ráð fyrir því að heildarinnstæða á uppgjörreikningi nægi til þess að bankinn geti framkvæmt allar útgreiðslur þótt



tiltekinn aðili bregðist. Hins vegar getur komið fyrir að ekki sé fyrir hendi næg innstæða í tilteknum gjaldmiðli til þess að bankinn geti sjálfkrafa framkvæmt tilteknar útgreiðslur. Til þess að bregðast við slíku getur bankinn aflað sér lauss fjár í viðkomandi gjaldmiðli með því að gera skiptasamninga við lánastofnanir. Þessar ráðstafanir ættu að duga í flestum tilfellum. Þó kann að vera að þær dugi ekki ef upp koma alvarleg áföll hjá mörgum aðilum á sama degi. Bankinn gæti þá t.d. þurft að bregðast við með því að framkvæma útgreiðslur í öðrum gjaldmiðli en um var samið.

Þótt CLS-uppgjör eyði nánast allri greiðslufallsáhættu og dragi stórlega úr lausafjárahættu felur það í sér nokkra rekstraráhættu. Tæknibúnaður sem notaður er við uppgjör er flókin og kerfið gerir miklar kröfur til uppgjörsaðilanna, t.d. um að greiða í samræmi við greiðsluáætlun. Truflanir í starfsemi tiltekens uppgjörsaðila eða rekstri tiltekens storgreiðslukerfis gætu þannig haft alvarlegar afleiðingar fyrir uppgjör. CLS-uppgjör hefur þannig breytt bæði eðli og afleiðingum þeirra vandamála sem skapast geta vegna truflana í gjaldeyrisuppgjöri.<sup>25</sup>

### 13. Staða mála hér á landi

Gjaldeyrisviðskipti íslenskra lánastofnana hafa aukist verulega á undanföllum árum. Þær hafa lagt sig fram um að taka upp nýjustu tækni í viðskiptunum sem hefur gert þau auðveldari og skilvirkari. Lögð hefur verið áhersla á að stýra tilteknum tegundum áhættu í gjaldeyrisviðskiptum, einkum markaðsáhættu, lausafjárahættu og rekstraráhættu.

Vinna við stýringu uppgjörsaðila í gjaldeyrisviðskiptum er hins vegar skemmra á veg komin hér á landi. Áhyggjur íslenskra lánastofnana af uppgjörsaðilum virðast vera fremur takmarkaðar. Þótt fullyrða megi að þær búi yfir skilningi á uppgjörsaðilum og séu meðvitaðar um eðli hennar og möguleg áhrif, hafa verið gerðar takmarkaðar ráðstafanir til þess að mæla áhættuna og stýra henni. Íslenskar lánastofnanir hafa þó kappkostað að velja trausta mótaðila í gjaldeyrisviðskiptum, takmarka opna gjaldeyrisstöðu gagnvart hverjum þeirra og endurmeta verkferla í ljósi reynslunnar. Takmörkun uppgjörsaðila í gjaldeyrisviðskiptum hefur hins vegar ekki verið tekin inn

í áhættustýringu þeirra með markvissum, skilgreindum og formlegum hætti.

Hér á landi hefur ekki sérstaklega verið fylgt eftir þeim leiðbeinandi tilmælum sem Basel-nefndin um bankaeftirlit gaf út árið 2000 um stýringu uppgjörsaðila í gjaldeyrisviðskiptum, sbr. ramma 2. Svo virðist sem talið hafi verið að íslenskar lánastofnanir búi við viðunandi öryggi hvað þetta varðar, enda hafa engin meiri háttar áföll vegna uppgjörsgjaldeyrisviðskipta komið fram hér á landi.

Að því er CLS-bankann varðar hefur umræða ekki enn átt sér stað hér á landi um að íslenska krónan verði tekin inn í uppgjör bankans. Þekking og áhugi á CLS-uppgjöri virðist ekki vera almennur í fjármálakerfinu hér á landi og helst bundinn við þá stjórnendur og sérfræðinga banka sem sinna gjaldeyrisviðskiptum, áhættustýringu og fjárstýringu. Nokkur fjöldi CLS-uppgjörsaðila hefur hins vegar haft frumkvæði að því að bjóða íslenskum viðskiptabönkum að gerast óbeinir, þriðju aðilar uppgjörinu (e. third-party customers). Þessir erlendu bankar hafa haldið kynningarfundum með íslenskum bönkum þar sem þjónusta þessi hefur verið kynnt. Svo virðist sem lýsing á eðli þjónustunnar og aðferðafræðinni við uppgjör hafi verið með nokkuð svipuðum hætti hjá þessum aðilum.

Búast má við því að íslenskir bankar semji um óbeina aðild að CLS-uppgjörinu á þessu eða næsta ári. Meginástæða þess að þeir vilja eiga aðild að uppgjörinu virðist vera vilji þeirra til að auka öryggi með því að takmarka uppgjörsaðilum. Þá virðist áhuginn einnig hafa ráðist af því að erlendir samskiptabankar þeirra hafa ýtt nokkuð á að þeir taki þátt í uppgjörinu. Íslenskir bankar virðast þannig líta svo á að CLS-uppgjör sé að verða meginregla í gjaldeyrisviðskiptum og að eðlilegt sé að þeir fylgi þeirri þróun.

Nokkur munur er á milli íslenskra banka í því hversu langt samningagerð um óbeina aðild að CLS er komin. Samningaferlið hefur almennt verið með þeim hætti að hver banki hefur kannað samningskjör hjá þröngum hópi erlendra uppgjörsaðila. Þeir þættir sem einkum hafa verið lagðir til grundvallar ákvörðun um frekari viðræður eru trúverðugleiki aðilanna, fyrri viðskiptareynsla, aðstoð við að koma tengingu á og verð þjónustunnar. Í fæstum tilvikum liggja endanleg verðtilboð þó fyrir.

Almennt virðast íslenskir bankar búast við því að CLS-uppgjör muni hafa ýmis jákvæð áhrif á bak-

25. Galati, G., bls. 62-64.

vinnslu gjaldeyrisviðskipta. Aðgangur næst að raun-  
tímaupplýsingum um gjaldeyrisstöðu, færslur verða  
færri og einfaldari og villuhætta minnkar. Ekki er  
almennt gert ráð fyrir því að slíkt uppgjör hafi áhrif á  
viðskiptamenn bankanna. Á hinn bóginn er gert ráð  
fyrir því að einhver kostnaðarauki hljótist af CLS-  
uppgjöri, einkum vegna uppsetningar á kerfinu. Ekki  
er almennt búist við að uppgjörið hafi til að byrja  
með bein áhrif á kjör banka á gjaldeyrisörkuðum  
eða á lánsþæfismat.

### Niðurstöður

Gjaldeyrisviðskipti fela í sér hættu á að banki verði  
fyrir fjártjóni þegar hann afhendir gjaldmiðil sem  
hann selur án þess að fá í staðinn gjaldmiðil sem  
hann kaupir. Uppgjörsáhætta er alvarlegasta tegund  
áhættu í gjaldeyrisviðskiptum að því leyti að uppgjör-  
fall getur orðið til þess að banki tapi öllum  
höfuðstóli viðskiptanna auk þess sem hún getur  
valdið áfalli í fjármálakerfinu sem breiðst getur út til  
fjármálakerfa í öðrum löndum.

Í kjölfar alvarlegra áfalla í lok síðustu aldar sem  
hlutust af uppgjörfalli í gjaldeyrisviðskiptum hófu  
seðlabankar og markaðsaðilar samstarf er miðar að  
því að koma í veg fyrir að slík kerfisáfall endurtaki  
sig. Mótud var stefna og aðgerðaáætlun um það  
hvernig takmarka og stýra megi uppgjörsáhættu í  
gjaldeyrisviðskiptum. Meðal annars voru gefin út  
leiðbeinandi tilmæli til eftirlitsyfirvalda um þessi  
efni. Ekki var þó talið að nægjanlegur árangur myndi

nást í að takmarka áhættuna nema með tilkomu nýs  
uppgjörskerfis sem gerði upp báða gjaldmiðlana í  
viðskiptunum á sama tíma. Eftir nokkrar tafir á  
undirbúningi slíks uppgjörstóks tók CLS-bankinn til  
starfa í september 2002. CLS-uppgjör eyðir nánast  
allri greiðslufalls- og lausafjárahættu við uppgjörið  
og minnkar lausafjáraþörf vegna uppgjörstóksins en  
kemur þó ekki í veg fyrir rekstraráhættu.

Hér á landi hefur verið talið að íslenskar lána-  
stofnanir búi við viðunandi öryggi að því er varðar  
uppgjörstóka. Ástæða er þó til að huga betur að  
eðli áhættunnar og mögulegum áhrifum hennar á  
íslenska fjármálakerfið. Almenn hafa ekki verið  
gerðar sérstakar ráðstafanir til þess að taka uppgjör-  
stóka inn í áhættustýringu lána- og fjárfestinga-  
stofnana hér á landi með markvissum og formlegum hætti. Telja verður  
að gera mætti betur í þeim efnum bæði af hálfu  
lána- og fjárfestinga- og eftirlitsyfirvalda. Þar koma einkum  
til skoðunar tilmæli Basel-nefndarinnar um banka-  
eftirlit frá árinu 2000.

Íslenskir viðskiptabankar eru flestir að íhuga  
óbeina þátttöku í CLS-uppgjöri sem þriðju aðilar.  
Slíka þátttöku þarf að undirbúa vandlega, greina  
þörfina á henni, meta áhrif hennar á áhættustýringu  
og innri verkferla og vanda val á viðsemdum og  
þeirri þjónustu sem í boði er. Almenn verður að telja  
að slík þátttöku muni stuðla að markvissari stýringu  
íslenskra lána- og fjárfestinga- og vera til  
þess fallin að stuðla að öryggi fjármálakerfisins hér á  
landi.

### Heimildir

Bank for International Settlements: *Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange and derivatives market activity in 2001*, mars 2002.

Basel Committee on Banking Supervision: *Supervisory Guidance for Managing Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions*, september 2000.

Bronner, M.: The CLS™ system: reducing settlement risk in foreign exchange transactions, *Financial Stability Review*, Banque de France, nóvember 2002, bls. 131-142.

Committee on Payment and Settlement Systems: *Reducing Foreign Exchange Settlement Risk: a progress report*, Bank for International Settlements, júlí 1998.

Committee on Payment and Settlement Systems: *Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions*, Bank for International Settlements, mars 1996.

FX Week, Special Issue: Third Party CLS, *Only time will tell*, vor 2003, bls. 6-8.

Galati, G.: Settlement risk in foreign exchange markets and CLS Bank, *BIS Quarterly Review*, desember 2002, bls. 55-65.

Hallgrímur Ásgeirsson: Uppgjör verðbréfiðskipta – ný viðmið, *Peningamál*, 2002/4, bls. 62-74.

Lequeux, P.: *Alternative Investments – Managed Currencies*, Euro-money Books, 2001.

Lyon, P.: Continuous-linked conflict, *Risk*, mars 2003.

Norges Bank: *Financial Stability*, 2002/2.

Solnik, B.: *International Investments*, Addison-Wesley Longman, 4<sup>th</sup> ed., 2000.

The New York Foreign Exchange Committee: *Reducing Foreign Exchange Settlement Risk*, október 1994.

#### Heimildir sem finna má á veraldarvefnum

Bank for International Settlements: *Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange and derivatives market activity in 2001*, mars 2002.

<http://www.bis.org/publ/rpfx02t.pdf>

Basel Committee on Banking Supervision: *Supervisory Guidance for Managing Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions*, september 2000.

<http://www.bis.org/publ/bcbs73.pdf>

Bronner, M.: The CLS<sup>TM</sup> system: reducing settlement risk in foreign exchange transactions, *Financial Stability Review*, Banque de France, nóvember 2002, bls. 131-142.

<http://www.banquefrance.fr/gb/publi/main.htm>

Committee on Payment and Settlement Systems: *Reducing Foreign Exchange Settlement Risk: a progress report*, Bank for International Settlements, júlí 1998.

<http://www.bis.org/publ/cps26.pdf>

Committee on Payment and Settlement Systems: *Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions*, Bank for International Settlements, mars 1996.

<http://www.bis.org/publ/cps17.pdf>

Galati, G.: Settlement risk in foreign exchange markets and CLS Bank, *BIS Quarterly Review*, desember 2002, bls. 55-65.

[http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0212f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0212f.pdf)

Hallgrímur Ásgeirsson: Uppgjör verðbréfavíðskipta – ný viðmið, *Peningamál*, 2002/4, bls. 62-74.

[http://www.sedlabanki.is/uploads/files/PM024\\_6.pdf](http://www.sedlabanki.is/uploads/files/PM024_6.pdf)

Norges Bank: *Financial Stability*, 2002/2.

<http://www.norgesbank.no/english/>

## Verðtrygging og fastir vextir

*Í apríl 2002 fór viðskiptaráðuneytið fram á það að Seðlabanki Íslands skoðaði kosti þess að festa vexti verðtryggðra innstæðna og lána. Þetta varð tilefni þess að tekin var saman skýrsla um málið, sem hér er birt í heild. Er það niðurstaða Seðlabankans að ekki sé ástæða til að beita heimildarákvæði laga um að fyrirskipa að vextir verðtryggðra skuldbindinga séu ætíð fastir. Niðurstaðan er öðrum þræði byggð á almennum sjónarmiðum um samningsfrelsi, en einnig er vísað til þess að stór hluti verðtryggðra lána heimilanna er nú þegar á föstum vöxtum, að allir bankar kynna bæði fasta og breytilega vexti í vaxtaauglýsingum sínum og að með banni við töku breytilegra vaxta af lánnum yrði óhjákvæmilegt að takmarka framboð innlána með sama hætti.*

Tilefni þessarar skýrslu eru umræður um fasta eða breytilega vexti verðtryggðra skuldbindinga. Skiptist skýrslan í þrjá kafla. Í þeim fyrsta er fjallað um stefnuna sem nú er fylgt við verðtryggingu fjárskuldbindinga, þ.e. þær heimildir og hömlur sem nú gilda. Stuttlega er vikið að breytingum og stefnumótun í þessum efnum árin 1995-1998. Í öðrum kafla er fjallað um kosti og galla fastra vaxta verðtryggðra fjárskuldbindinga frá hagfræðilegum sjónarhóli. Að lokum er í þriðja kafla greint frá niðurstöðum könnunar um ríkjandi aðstæður hjá lánastofnunum, þ.e.a.s. að hve miklu leyti þær bjóða eða nota fasta vexti á verðtryggðum lánnum sínum.

### *Meginniðurstaður*

Meginniðurstaða í kafla I er sú að ekki sé tilefni til að breyta reglum um verðtryggingu að sinni. Því verði ekki beitt heimildarákvæði laga um að fyrirskipa að vextir verðtryggðra skuldbindinga séu alltaf fastir. Byggist þetta álit m.a. á því að best fari á því að þetta sé áfram samningsatriði milli aðila. Í öðru lagi að hlutdeild fastra vaxta í verðtryggðum lánnum til heimila er nú þegar orðin afar stór. Loks skal nefnd sú stefnubreyting sem varð árið 1998 þegar fallið var frá hugmynd um að banna verðtryggingu innlána. Það að innleiða fasta vexti á bundin verðtryggð innlán jafngildir því nánast að verðtryggð innlán hyrfu og að í staðinn kæmu verðtryggð skuldabréf eða innlánskírteini.

Í kafla II eru helstu niðurstöður eftirfarandi:

- Við skilyrði fullkominnar samkeppni og upplýsinga eru afskipti stjórnvalda af samningsskilmálum óþörf og óæskileg. Þegar tiltekið lánaform er tekið af markaði með valdboði, er hætt við að tækifæri tapist til að samhæfa óskir lántakenda og lánveitenda.
- Það er kostur á fjármálasamningi ef útkoma hans er fyrirsjáanleg og litlar líkur á frávikum sem geta leitt til greiðsluþrots. Verðtryggðir samningar hafa yfirleitt fyrirsjáanlegri útkomu en óverðtryggðir.
- Virkni stýrivaxta Seðlabankans vegur ekki þungt í ákvörðun um hvort ýta eigi undir að vextir verðtryggðra lána séu fastir. Alþjóðlegar rannsóknir benda þó heldur til þess að breytilegir vextir auki virkni vaxtabreytinga.
- Vegna uppsegjanleika innlána er sennilega heppilegra fyrir lánastofnanir frá sjónarhóli áhættu og fjárstýringar að hafa breytilega vexti á verðtryggðum útlánnum, einkum ef þau eru fjármöggnuð með verðtryggðum innlánnum. Lánastofnanir eiga þó að geta ráðið tiltölulega auðveldlega við slíka hættu með takmörkunum á framboði verðtryggðra innlána og almennt með reglum um samræmi milli eigna- og skuldahliða efnahagsreiknings.
- Raunvextir óverðtryggðra skuldabréfalána banka hafa á undanförmum árum verið heldur hærri og talsvert sveiflukenndari en raunvextir samsvarandi verðtryggðra lána. Hömlur gegn verðtryggðum lán-

um eru því ekki líklegar til að bæta hag lántakenda. Vert er þó að áréttu að vaxtamunurinn og vægi verðtryggðra breytivaxtalána er ekki meiri en svo að ólíklegt er að hömlur við slíkum lánnum myndu valda lántakendum umtalsverðum skaða.

Niðurstöður sérstakrar könnunar sem gerð var snemma árs 2002 og kynnt er í kafla III voru þessar helstar:

- Verðtryggð útlán lánastofnana til einstaklinga og atvinnufyrirtækja nema samtals um 750 ma.kr. Um 79% af þeim eru til einstaklinga og um 21% til fyrirtækja.
- Tæplega þrjú fjórðu hlutar verðtryggðra útlána til einstaklinga bera fasta vexti sem skýrist einkum af því að húsnæðislán Íbúðalánasjóðs, sem bera fasta vexti, eru um 60% af verðtryggðum útlánnum einstaklinga. Verðtryggð lán til fyrirtækja skiptast hins vegar nokkurn veginn jafnt á milli fastvaxtalána og lána sem bera breytilega vexti.
- Almennt er viðskiptavinum ekki frjálst að velja á milli fasta og breytilegra vaxta. Í flestum tilvikum lánar lánastofnunin eingöngu með föstum eða eingöngu með breytilegum vöxtum en í öðrum tilvikum gilda um það sérstakar reglur. Þess eru þó dæmi að viðskiptavinum gefist kostur á að velja.
- Flestar lánastofnanir ákvarða sjálfar breytingar á vaxtakjörum lána sem bera breytilega vexti en þó eru nokkrir lífeyrissjóðir sem taka mið af ávöxtunarkröfu húsbrefta, vöxtum sem Seðlabanki birtir eða öðrum vöxtum.
- Fastvaxtalánin hafa sjaldan endurskoðunarákvæði og nær undantekningarlaust er lántakanda heimilt að greiða þau upp, í flestum tilvikum án kostnaðar.

## I Núverandi stefna og aðstæður

### *Ríkjandi stefna*

Um verðtryggingu fjárskuldbindinga er fjallað í VI. kafla laga nr. 38 frá 2001 um vexti og verðtryggingu. Með tilvísun til þessara laga hefur Seðlabankinn gefið út reglur nr. 492 frá 21. júní 2001. Meðal ákvæða þeirra reglna eru að lán geti því aðeins verið verðtryggð, að lánstími sé minnst 5 ár og innlán því aðeins verðtryggð að binditími þeirra sé minnst 3 ár. Heimilt er að víkja frá þessum binditíma innlána í vissum tilvikum, m.a. sé um að ræða reglubundinn

sparnað. Ekki er kveðið á um fasta eða breytilega vexti, enda hefur Seðlabankinn ekki beitt þeirri heimild í 1. mgr. 15. gr. laganna að ákveða, að fengnu samþykki ráðherra, að vextir verðtryggðra samninga skuli vera fastir.

Það er mat Seðlabankans að ekki sé tilefni til að breyta þessum reglum nú, hvorki með því að innleiða nýjar hömlur né afnema þær sem fyrir eru. Þessi afstaða er ólík þeirri sem bankinn hafði, t.d. 1995 þegar fram fór endurskoðun á reglum. Byggist afstaðan m.a. á því að fastir vextir ná nú þegar til mikils hluta verðtryggðra lána enda þótt þeir séu ekki fyrirskipaðir. Ennfremur er rétt að hafa í huga þá stefnubreytingu sem varð að fengnu nefndaráliti sem samið var á vegum viðskiptaráðuneytis árið 1998. Til að skýra þetta nánar er nauðsynlegt að rifja upp nokkur atriði varðandi stefnuna í verðtryggingarmálum árin 1995 til 1998 og reynsluna síðan.

### *Endurskoðun á verðtryggingarstefnu stjórnvalda*

Í tengslum við kjarasamninga í febrúar 1995 gaf ríkisstjórnin út yfirlýsingu sem m.a. fól í sér áform um að draga úr vægi verðtryggingar í áföngum.<sup>1</sup> Í bréfi viðskiptaráðherra til Seðlabankans 1. mars 1995 er óskað eftir tillögum bankans um þessa stefnu. Í svarbréfi bankans dags. 3. maí 1995 er lýst áætlun um að stuðla að þessu með því að lengja lágmarkslánstíma verðtryggðra lána og lágmarksbinditíma verðtryggðra innlána í áföngum. Tillögurnar voru í samræmi við nefndarálit sem samið var á vegum viðskiptaráðuneytisins árið 1993.<sup>2</sup> Þessari áætlun var síðan fylgt fram með breytingum á reglum Seðlabankans um verðtryggingu uns náð var því marki, 1. janúar 1998, sem lýst er hér að framan að við útlán er miðað við 5 ár og innlán 3 ár. Áætlunin fól í sér einn áfanga í viðbót sem gilda skyldi frá byrjun ársins 2000. Frá honum var horfið, a.m.k. um sinn, eftir að fram kom álit nefndar sem fjallaði um verðtryggingarstefnu stjórnvalda.<sup>3</sup> Nauðsynlegt er að fara hér nokkrum orðum um stefnuna sem lýst var í bréfi Seðlabankans 3. maí 1995 að meðtöldum lokaáfanganum.

1. Sjá *Morgunblaðið* 21. febrúar 1995.

2. Viðskiptaráðuneytið, október 1993: Vaxtamyndun á lánsfjármarkaði.

3. Viðskiptaráðuneytið, október 1998: Endurskoðun á verðtryggingarstefnu stjórnvalda.



### *Rök fyrir lengri viðmiðunartíma*

Færa má rök fyrir því að verðtrygging fjárskuldbindinga sé hentug sé um langtímasamninga að ræða en óheppileg í skammtímasamningum. Sé verðtrygging notuð í stuttum skuldbindingum bankakerfisins hefur það óæskileg áhrif á vaxtamyndun og getur auk þess verið áhættusamt og ógnað fjármálalegum stöðugleika. Það var því skynsamlegt, að dómi Seðlabankans að draga úr notkun verðtryggingar í samningum til skamms tíma.

Lokaáfanginn, sem aldrei varð, fól í sér að bönkum og sparisjóðum yrði bannað að taka við verðtrygðum innlánum. Þetta hefði að fullu afstýrt hættu fyrir innlánsstofnanir sem af verðtrygðum innlánsreikningum getur stafað. Hættan lýsir sér þannig að þegar verðbólga eða verðbólguótti vex skyndilega kynnu sparifjäreigendur að flytja fé í stórum stíl af óverðtrygðum yfir á verðtrygð innlánsreikninga. Innlánsstofnanir tækju á sig skuldbindingu um verðtryggingu án þess að fá í hendur nýtt fé. Þær ættu þá ekki auðvelt með að verja sig áhættunni með því að kaupa verðtrygð skuldabréf.

Hefði „lokaáfanginn“ náðst er líklegt að mjög hefði dregið úr notkun breytilegra vaxta verðtryggðra samninga. Bankar hefðu getað boðið sparifjäreigendum verðtryggðan sparnaðarkost með því að selja bankabréf. Þau eru hentug söluvara á markaði ef þau bera fasta vexti, svo sem algilt er um markaðsskulda-bréf hér. Í bréfi Seðlabankans til ráðherra 3. maí 1995 er hugleiðing um fasta og breytilega vexti í tengslum við áætlunina um bann við verðtryggðum innlánsreikningum. Segir þar: „Nái verðtrygging aðeins til langra lána og markaðsverðbréfa, eins og að er stefnt, en ekki innlána, eru líkur á því að breytilegir vextir í þessu sambandi heyrri brátt sögunni til.“

### *Nefndarálitíð 1998*

Sem fyrr segir varð ekkert úr „lokaáfanginum“. Nefndin sem skilaði ráðherra áður nefndri skýrslu í október 1998 taldi „að ekki ætti að setja frekari takmarkanir á notkun verðtryggingar“. Meirihluti mælti með því að gildandi „takmörkunum verði viðhaldið enn um sinn“. Í álitinu meirihlutans segir ennfremur: „verða stjórnvöld að vera vakandi fyrir því að afnema þær takmarkanir sem þegar hafa verið settar þegar aðstæður á markaði gefa tilefni til“. Minnihluti taldi að „ganga beri hraðar fram en meirihluti nefndarinnar leggur til í því að afnema þær takmarkandi

reglur sem gilda um verðtryggingu fjárskuldbindinga“. Sjá má að meiri- og minnihluti nefndarinnar hafi verið sammála um að afnema bæri hömlur um notkun verðtryggingar en skoðanir hafi verið skiptar um hversu hratt bæri að ryðja úr vegi þeim takmarkandi reglum sem um verðtryggingu fjárskuldbindinga gilda.

Bann við verðtryggingu innlána hefði þurft að setja með lögum. Ákvörðun ráðherrans var að fylgja ráði nefndarinnar og flytja ekki frumvarp um slíkt bann. Eftir að nefndarálitíð kom fram hafa ekki verið innleiddar frekari hömlur, t.d. hvorki til að lengja lágmarkstíma verðtryggðra skuldbindinga né banna notkun breytilegra vaxta.

Umrætt nefndarálit boðaði að afnema bæri takmarkanir við notkun verðtryggingar. Það fól sem sagt í sér algera breytingu frá þeirri stefnu að draga bæri úr vægi verðtryggingar. Meginröksemd nefndarinnar er að ekki beri að hafa hömlur í reglum um verðtryggingu fjárskuldbindinga þar eð slíkur hömlur sé ekki til að dreifa í sambandi við verðtryggingu annarra samninga (leigusamninga, verktakasamninga o.fl.). Þetta er reyndar umdeilanleg röksemd sem sjá má t.d. af því að fjármálafyrirtækjum eru með lögum settar ýmsar hömlur eða skyldur, sem ekki eiga við önnur fyrirtæki. Ástæðan er auðvitað sú að öryggis-sjónarmið eru talin eiga að ráða miklu vegna mikilvægis fjármálafyrirtækja gagnvart velferð einstaklinga, lögaðila og efnahagskerfisins í heild.

### *Reynslan síðustu ár*

Þótt þessi röksemd nefndarinnar sé umdeilanleg kann meginniðurstaðan að vera viðunandi, þ.e. að staldra við og hvorki auka né afnema hömlur á sviði verðtryggingar. Vera kann að náðst hafi viðunandi lending með þeim tímamörkum sem komin voru, þ.e. 5 ár fyrir útlán og 3 ár fyrir innlán. A.m.k. er svo að sjá að vandamálin, sem verðtrygging á stutta endanum skapar, séu ekki áberandi við ríkjandi aðstæður. Verðbólguþótíð 2001 gefur t.d. vísbandingu um að áhættan sem talin er geta fylgt verðtryggðum innlánsreikningum sé ekki lengur til staðar. Það ár jókst verðbólga skyndilega og varð meiri en 9% á ári án þess að það fengi sparifjäreigendur til að flytja fé í miklum mæli yfir á verðtryggð reikninga. Það að binditími verðtryggðra innlánsreikninga sé minnst 3 ár kann að nægja til að fæla sparifjäreigendur frá því að nota þá til spákaupmennsku. Þessi reynsla sýnir

líklega að ekki sé ástæða til að banna verðtryggingu innlána af ötta við fjármálegan óstöðugleika.

Bann við notkun breytilegra vaxta við verðtryggingu myndi líklega valda röskun gagnvart innlánnum. Verðtryggður innlánsreikningur með föstum vöxtum er að mörgu leyti eins og skuldabréf. Eftir vaxtabreytingu yrði t.d. lokað fyrir frekari innlegg á reikning með „gömlu vöxtunum“. Sá sem leggur reglulega inn á verðtryggðan sparireikning, t.d. vegna sér-eignalífeyris, yrði að stofna nýjan innlánsreikning við hverja vaxtabreytingu. Því má álykta sem svo að sé ekki talin ástæða til að banna verðtryggingu innlána þá sé ekki ástæða til að banna breytilega vexti verðtryggðra samninga.

Spyrja má hvort ástæða sé til að ætla að veitandi láns með breytilega vexti misnoti aðstöðu sína til að breyta vöxtum sér í hag. Sú hættu er sjálfsagt fyrir hendi, en ekkert bendir sérstaklega til þess að bankar og sparisjóðir hafi gert það. Því er ekki að sjá að sú ástæða gefi tilefni til að fyrirskipa að vextirnir séu fastir.

Æskilegt væri að sjá framfaraskref stigin í sambandi við verðtryggingu án þess að þau séu fyrirskipuð með valdboði. Slík þróun á sér vissulega stað svo sem sjá má af því að þess eru nú dæmi að lánþegum bjóðist að velja milli fastra og breytilegra vaxta. Allir bankar kynna fasta vexti skuldabréfa í vaxtaauglýsingum sínum, auk breytilegra. Áður voru verðtryggð bankalán nær eingöngu veitt með breytilegum vöxtum.

### Vægi verðtryggingar

Spyrja má hvort dregið hafi úr vægi verðtryggingar eins og ríkissjórnin kvaðst vilja stefna að í yfirlýsingu sinni í febrúar 1995. Taflan hér á síðunni sýnir að ekki hafi dregið úr vægi verðtryggðra innlána í heildarinnlánnum. Hlutdeild verðtryggðra útlána í heildarútlánnum innlánsstofnana og lánastofnana í heild hefur lækkað nokkuð. Það skýrist að miklu leyti af því að um tíma tóku innlendar lánastofnanir mikið af erlendum lánum og endurlánuðu. Séu verðtryggð útlán borin saman við verga landsframleiðslu sést að vægi þeirra hefur ekki minnkað heldur þvert á móti. Mikið framboð lána Íbúðalánasjóðs á líklega drjúgan hlut að því máli.

Ljóst er þó að dregið hefur úr verðtryggingu skammtímaskuldbindinga á þessu tímabili. Við upphaf þess var heimilt að verðtryggja útlán með 2 ára

Tafla 1 Vægi verðtryggingar í lok ára 1994 og 2001/2002

	Árslök	
	1994	Nýjast <sup>1</sup>
<i>Úr reikningum innlánsstofnana</i>		
Verðtryggð innlán sem % af heildarinnlánnum	26,2	27,4
Verðtryggð innlán og verðbréfaútgáfa sem % af heildarinnlánnum og verðbréfaútgáfu	33,9	27,4
Verðtryggð útlán sem % af heildarútlánnum	44,3	28,2
Verðtryggð útlán og verðbréfaeign sem % af heildarútlánnum og verðbréfaeign	48,6	28,0
<i>Úr reikningum lánakerfisins</i>		
Verðtryggð útlán sem % af heildarútlánnum og verðbréfaeign lánakerfisins	35,8	22,1
<i>Hlutföll af vergri landsframleiðslu (VLF)</i>		
<i>Úr reikningum innlánsstofnana</i>		
Verðtryggð innlán sem % af VLF	9,7	13,6
Verðtryggð innlán og verðbréfaútgáfa sem % af VLF ársins	14,3	20,8
Verðtryggð útlán sem % af VLF	29,1	26,8
<i>Úr reikningum lánakerfisins</i>		
Verðtryggð útlán sem % af VLF ársins	88,5	95,4

1. Árslök 2002 fyrir innlánsstofnanir og 2001 fyrir lánakerfið.

lánstíma hið skemmsta og bjóða mátti verðtryggð innlán með skemmst 6 mánaða binditíma. Eins og fram er komið eru þessi mörk nú 5 ár og 3 ár. Ennfremur má benda á að ríkissjóður hefur að undanfögnu boðið óverðtryggð skuldabréf til sölu á markaði með mun lengri lánstíma en áður tíðkaðist. Í áðurgreindu nefndaráliti frá 1993 var einmitt á það bent að æskilegt væri að ríkissjóður ryddi brautina og víkkaði út óverðtryggða sviðið með þessum hætti.

Töflur í lok III. kafla sýna skiptingu lána eftir því hvort vextir eru fastir eða breytilegir.

## II Kostir og gallar fastra eða breytilegra vaxta á verðtryggðum skuldbindingum

Í þessum kafla skýrslunnar verður fjallað um kosti og galla fastra eða breytilegra vaxta á verðtryggðum skuldbindingum frá sjónarhóli þjóðhagslegra áhrifa, virkni peningastefnu og fjármálastöðugleika. Fyrst verður þó hugað með almennum hætti að eðli fjármálasamninga.

### *Fjármálasamningar og áhættubyrði*

Það er almenn niðurstaða hagfræðinnar að við skilyrði fullkominnar samkeppni og fullkominna upplýsinga sem allir markaðsaðilar hafi jafnan aðgang að munu fjármálasamningar endurspeglja bestu niðurstöðu og engin ástæða er til inngripa af hálfu opinberra aðila til að breyta henni. Við þessar aðstæður mun samningsfrelsið því ávallt gagnast best. Veruleikinn er hins vegar ekki með þessum hætti þar sem upplýsingar um framtíðina eru ávallt ófullkomnar og markaðir til að kaupa tryggingar gegn öllu sem á gæti dunið eru ekki fyrir hendi. Jafnframt er upplýsingum misdreift á aðila markaðarins. Þetta skapar forsendur fyrir markaðsvaldi og ófullkominni samkeppni.

Fjármálamarkaðir búa eðli málsins samkvæmt við ófullkomnar og ósamhverfar upplýsingar þar sem á þeim er í grundvallaratriðum verslað með afhendingu peninga í dag gegn loforði um endurgreiðslu í framtíðinni. Mat á óvissri framtíð bæði af hálfu lánveitanda og lántaka skiptir því miklu um verðlagningu slíkra samninga en einnig hvernig áhættu vegna mismunandi þróun er dreift á milli aðila samningsins. Þannig ber t.d. lánveitandi alla áhættu vegna breytilegrar verðbólgu í óverðtryggðum fastvaxtalánum en henni er eytt í verðtryggðum fastvaxtalánum. Áhættu vegna breytinga á markaðsvöxtum eða vegna hagsveiflu og gjaldþrots dreifist einnig með mismunandi hætti eftir því hvert form samninga er eins og rætt er um hér á eftir.

Þegar öllu er á botninn hvolft er það sem gerir lánsfjársamninga hagfellda fyrir lántakendur annars vegar að kaupmáttur ráðstöfunarfjár<sup>4</sup> sé mikill – að teknu tilliti til samningsins – og hins vegar að óvissan um þennan kaupmátt sé lítil. Frá sjónarhóli lántakenda er því gott að greiðslubyrðin sé sem minnst og sveiflist í takt við rauntekjur. Um leið er augljóst að hættan á greiðsluþroti lántakenda er minni ef greiðslubyrðin sveiflast með tekjum heldur en ef hún sveiflast óháð þeim. Að auki er það kostur ef kaupmáttur ráðstöfunarfjár sveiflast líkt hjá öllum heldur en ef tímabundinni velgengni er mjög misskipt: Það getur valdið togstreitu og óróa.

Kostir verðtryggðra samninga eru að minni óvissa er útkomu þeirra en óverðtryggðra samninga. Þau tækifæri sem stjórnvöld hafa til að hafa

áhrif á raunverulega útkomu þeirra eru minni en þegar um óverðtryggðra samninga er að ræða. Flestar vísbendingar benda til þess að fjármagnseigendur kunni að meta þennan fyrirsjáanleika og það valdi því að rauvextir séu að jafnaði lægri á verðtryggðum skuldbindingum en óverðtryggðum.

Hvaða áhrif hefur það í þessu samhengi hvort vextir verðtryggðra lána eru fastir á lánstímanum eða breytilegir? Með föstum raunvöxtum hefur upplýstur lántakandi fulla vitneskju um raunverulega greiðslubyrði lántökunnar. Þyki honum lánið dýrt, á hann þess a.m.k. formlega kost að fresta lántökunni. Ef hann tekur lánið engu að síður, situr hann uppi með hávextina, og sama er að segja um lántakendur sem festa sig í hávöxtum af fyrirhyggjuleysi. Þeir sem taka lán þegar vextir eru tiltölulega lágir, hljóta að sama skapi happ. Kostnaði af náttúrulegum eða manngerðum raunvaxtasveiflum er því misskipt ef rauvextir eru fastir, því meir sem lán eru lengri. Með breytilegum raunvöxtum er greiðslubyrðin óvissari fyrirfram, en allir lántakendur taka á sig vaxtasveiflur með sama hætti, og líkur eru á því fremur en hinu að vaxtabyrðin verði tiltölulega minni þegar hart er í ári. Því er ekki sjálfgefið að óvissa um getu lántakenda til að standa við samninga sé meiri með breytilegum raunvöxtum en föstum. Það ræðst af samspili greiðslubyrðar og tekna.

Lántakendur eru hins vegar ekki alltaf upplýstir og væntingar geta verið rangar. Eignaverðsbólur og eftirfylgjandi fjármálalegur óstöðugleiki getur að hluta til átt rætur að rekja til slíkra þátta. Hvernig líta gallar og kostir fastra eða breytilegra vaxta út í þessu ljósi? Færa má fyrir því rök að séu væntingar um greiðslugetu framtíðarinnar of miklar geti fastvaxtalán verið hættulegri að því leyti að líkurnar á greiðsluþroti í framtíðinni verða meiri. Með breytivaxtalánum myndu lægri vextir á láninu í framtíðinni koma á móti lægri greiðslugetu en vænst var.

Á móti þessu kemur að lántakendur eiga erfðara með að meta vænta raunvaxtabyrði breytivaxtalána en fastvaxtalána. Þeir gætu t.d. verið fullir bjartsýni um að vextir muni lækka í framtíðinni og því skipti ekki máli að vextir séu háir í augnablikinu þegar breytivaxtalán eru annars vegar. Eigi lántakandinn hins vegar aðeins kost á fastvaxtalánum, skiptir vaxtastigið við lántöku verulegu máli. Það má því færa fyrir því rök að við lántöku sé vaxtanæmið minna þegar um er að ræða breytivaxtalán heldur en

4. Hér er sagt ráðstöfunarfé fremur en tekjur um það sem er til ráðstöfunar eftir greiðslur af lánunum.

fastvaxtalán. Vaxtabreytingar bíta hins vegar auðvitað í báðum tilfellum. Í fyrra tilfallinu gerist það þó meira í gegnum áhrif á greiðsluflæði eftir að lán hefur verið tekið en í því síðara í gegnum *hvata* til lán-töku. Þetta getur skipt máli bæði fyrir virkni peningastefnu og fjármálastöðugleika.

Þann fyrirvara verður að gera við ofangreint að ef kostnaðarlaus uppgreiðsla fastvaxtalána og fjármögnun á nýjum kjörum er fyrir hendi skiptir munurinn á þessum lánsformum ekki miklu máli. Í raun er hann þó líklega mikilvægur, líka í þeim tilfellum þar sem formlegur kostnaðarlaus uppgreiðsluréttur er fyrir hendi. Viðkomandi getur hins vegar í fæstum tilfellum verið öruggur um endurfjármögnun og henni fylgir alltaf einhver kostnaður, t.d. í formi lántökugjalda.

### *Virkti peningastefnu*

Helsta tæki Seðlabankans til áhrifa á efnahagslífið hefur síðan 1993 verið vaxtastig endurhverfra lána bankans til lánastofnana. Mikilvægi þess jókst enn eftir að stjórnþingi bankans voru einfölduð á fyrri hluta árs 1998. Áhrif slíkra stýrivaxta á heimili og fyrirtæki eru í fæstum eða engum tilfellum bein, heldur hafa þeir áhrif á aðra vexti sem nær standa fjármálastofnunum og þar í gegnum á 1) vaxtakjör sem bjóðast fyrirtækjum og heimilum, 2) eignaverð, 3) gengi gjaldmiðils og 4) framboð lánsfjár, umfram það sem felst í áhrifum vaxtabreytinga.<sup>5</sup> Beinna liggur við að hömlur á gerð fjármálasamninga breyti virkni stýrivaxtabreytinga á vaxtakjör og eignaverð heldur en að þær breyti virkninni eftir farvegum gengis, eignaverðs eða lánsfjárframboðs. Virkni vaxtatekisins er nokkuð augljóslega því meiri i) því meiri sem áhrif stýrivaxta eru á vaxtakjör heimila og fyrirtækja og annað sem ræður hegðun þeirra; og ii) því meiri sem áhrif vaxtabreytinga (og annarra afleiðinga stýrivaxtabreytinga) eru á hegðun heimila og fyrirtækja. Helstu þættir vaxtaáhrifanna eru taldir fjárstreymisáhrif (á ráðstöfunartekjur heimila eftir vaxtagreiðslur og á hagnað fyrirtækja) og tímasetningar- eða verðhlutfallsáhrif (vörukaup seinna verða

hlutfallslega hagstæðari þegar vextir hækka). Seinni áhrifin mætti eins kalla fælingaráhrif, þar sem vaxtahækkun fækir kaupendur, tímabundið, frá því að ljúka kaupum. Í inngangskafli að skýrslu af ráðstefnu sem BIS hélt 1993 um mismun á hagrænum áhrifum vaxtabreytinga kemur fram (BIS 1994, ráðstefnurit CB 393, bls. xvii) að betur gangi að greina fjárstreymisáhrif af vaxtabreytingum heldur en verðhlutfallsáhrif, en að jafnframt virðist áhrif gegnum eignaverð og þar með virði fyrirtækja og heimila vera umtalsverð. Freistandi virðist að álykta að fjárstreymisáhrif séu meiri og skjótari ef stýrivaxtabreytingar hafa áhrif á vexti af stórum hluta einkageiraskulda (þ.e. ef vextir eru almennt breytilegir) heldur en ef stýrivextir hreyfa einungis við vöxtum nýrra lána. Hins vegar virðist líklegt að fælingaráhrifin verði meiri eftir því sem fastir vextir eru algengari, þar eð tiltekin vaxtabreyting hefur þá meiri áhrif á líklega heildarvaxtabyrði á líftíma láns til að fjármagna kaup varanlegrar vöru, véla eða fasteigna, heldur en ef líklegt mætti telja að vaxtabreytingin gengi fljótlega til baka. Sama gildir um heildaráhrif á afrakstur verðbréfa sem keppa við slíka fjárfestingu: Ef vextir eru breytilegir, segir vaxtahækkun nú tiltölulega lítið um vaxtatekjur sem verðbréf skilar á líftíma sínum. Vert er að nefna að bann við verðtryggðum breytivaxtalánum myndi eins og áður segir ýta einhverjum fyrirtækjalántökum yfir á gengistryggð kjör og þar með trúlega auka áhrif stýrivaxta eftir gengisfarvegnum.

Það sem hér hefur verið rakið bendir til að aukið vægi breytivaxtalána myndi auka virkni stýrivaxtabreytinga í gegnum fjárstreymisáhrif en draga úr henni eftir leiðum verðhlutfalls og gengis. Heildaráhrifin á virkni peningastefnu eru því ekki ótvíráð. Tölfræðilegar rannsóknir í ýmsum löndum benda þó til að virkni tækja seðlabankans aukist fremur en hitt. Það flækir þó málið eins og það snýr að banni við breytilegum vöxtum á verðtryggðum lánnum að í stað verðtryggðra breytivaxtasamninga myndu koma 3-4 lánagerðir, óverðtryggð breytivaxtalán, verðtryggð fastvaxtalán, gengistryggð lán og jafnvel óverðtryggð fastvaxtalán. Því er engan veginn sýnt hvort áhrif stýrivaxta á meðalvexti í lánakerfinu muni aukast eða minnka.

Á heildina lítið má segja að virkni peningastefnunnar vegur ekki þungt þegar meta á hvort ýta eigi undir að vextir verðtryggðra lána verði fastir. Annað mál er að aukið vægi *óverðtryggðra* fastvaxtalána er

5. Hentug yfirlit um verkun stýrivaxtabreytinga má m.a. finna í yfirlitsgrein eftir Kamin o.fl. sem skrifuð var fyrir ráðstefnu sem Alþjóðlegi Greiðslubankinn (BIS) hélt 1997 um virkni peningastefnu í nýmarkaðslöndum og í grein Þórarins Péturssonar um miðlunarferli peningastefnunnar í 4. hefti *Peningamála* 2001.



yfirleitt merki um aukna tiltrú á peningastefnuna, en það byggist á sjálfvali markaðsaðila fremur en laga-hömlum.

### Áhætta og fjárstýring fjármálastofnana

Breytilegir vextir verðtryggðra lána eru líklega heppilegri fyrir lánastofnanir frá sjónarhóli áhættu og fjárstýringar ef þau eru fjármöggnuð með verðtryggðum innlánunum. Ástæðan er sú að jafnvel þótt verðtryggð innlán væru öll með föstum vöxtum eru þau í raun til skemmri tíma en lánin. Ef einungis eru til staðar fastvaxtalán á verðtryggðum kjörum yrði hættulegra fyrir lánastofnanir að leyfa sér mismunandi tímalengdir verðtryggðra eigna og skulda, þar sem ekki væri hægt að samhæfa kjör jafnóðum. Það myndi auðvitað draga úr þessari hættu ef verðtryggð innlán yrðu afnumin samhliða því að áskilið er að vextir verðtryggðra lána séu fastir. Slík lán yrðu lánastofnanir þá að fjármagna með útgáfu verðtryggðra skuldabréfa með föstum vöxtum.

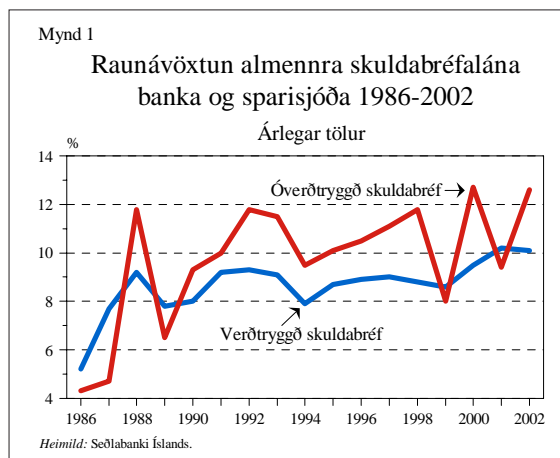
Almennt séð má ætla að ef lánastofnanir búa við innri eða ytri reglur um áhættustýringu sem fela í sér að haldið er aftur af misvægi milli eigna- og skuldahlíða að því er varðar verðtryggingu, tímalengdir og vaxtaáhættu, ætti ekki að skipta miklu hvort þær búa við kerfi fastra vaxta, breytilegra eða valfrjálsrar blöndu. Hins vegar er hugsanlegt að áhætta lántakenda færist yfir á lánastofnanir þegar illa fer. Ef fastvaxtalán leiða til meiri varfærni í lántökum verður það heppilegt fyrir fjármálastöðugleika. Óraunsæjar væntingar um hjarta tíð gætu hins vegar falið í sér meiri áhættu þegar fastvaxtalán eru annars vegar.

Munurinn á breytivaxtalánunum og fastvaxtalánunum minnkast eftir því sem möguleikinn á uppgreiðslu og kostnaðarlítilli endurfjármögnun verður meiri. Slíkur möguleiki getur hins vegar falið í sér viðbótaráhættu fyrir lánastofnanir.

### Hæð vaxta

Til lengdar ætti form lánasamninga ekki að hafa áhrif á meðalraunvexti þar sem þeir ráðast af undirliggjandi efnahagsaðstæðum, einkum vaxtargetu hagkerfisins. Raunvextir á einstökum lánsformum verða hins vegar eitthvað mismunandi eftir því hvernig lánaformið dreifir áhættu á milli aðila samningsins. Slíkur munur er því endurspeglun á mismunandi áhættu-álagi.

Af fjórum meginsamsetningum verðtryggingar og vaxtabreytileika sem hægt er að hugsa sér, eru óverðtryggð fastvaxtalán einna ólíkust verðtryggðum breytivaxtalánunum. Ef lagðar yrðu hömlur á framboð verðtryggðra lána með breytilegum vöxtum, má því ætla að í stað þeirra kæmu einkum verðtryggð fastvaxtalán og óverðtryggð breytivaxtalán. Gögn um vexti greina ekki á milli fastvaxtalána og breytivaxtalána, en ljóst er að raunvextir óverðtryggðra lána hafa á undanförunum árum verið að jafnaði hærri og talsvert óreglulegri en raunvextir verðtryggðra lána, og enn meira munar augljóslega á stöðugleika greiðslubyrðarinnar. Þetta sést glögglega á mynd 1. Hlutur óverðtryggðra breytivaxtalána má því væntanlega ekki aukast mikið í kjölfar breytivaxtabanns til að greiðslubyrði lántakenda verði að jafnaði óstöðugri eftir en áður og vaxtakjör lakari.

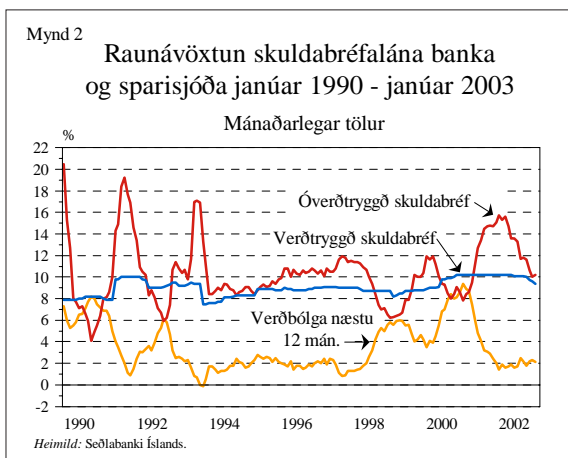


Einnig þarf að huga að því að það eru ekki fyrst og fremst breytileg vaxtagjöld sem eru lántakendum erfið, heldur samspil þeirra við tekjur. Greiðslubyrði sem væri minni í kreppum og meiri í uppsveiflum þætti sjálfsagt hagfelld. Síðasta hálfan áratuginn virðast raunvextir hér á landi fremur hafa sveiflast með hagsveiflunni en gegn henni, þ.e. verið hærri í uppsveiflum en niðursveiflum, þótt fara verði varlega í ályktanir út frá gagnatímabili sem einungis nær frá einum hagsveiflutoppi, 1987, til hins næsta, 2000-2001. Slík fylgni er líka í samræmi við að eftirspurn eftir lánsfé til fjárfestingar og kaupar á varanlegum neysluvörum dragist umtalsvert saman í niðursveiflum meðan breytingar á fjárfraumboði séu óvissari og geti jafnvel verið til aukningar fremur en



hitt. Við það bætist og vinnur í sömu átt, að seðlabanki með verðbólguþröngunni hefur tilhneigingu til að slaka tímanlega á vöxtum og þar með raunvöxtum í samdrætti, en hækka vexti í uppsveiflu. Ef breytileg raunvaxtabyrði sveiflast þannig öfugt við tekjur, má líta á hana sem þátttöku fjárfesta í áhættu lántakenda, sem virðist æskileg, a.m.k. frá sjónarhóli lántakendanna.

Svo virðist við skoðun að sjá megi merki þess í íslenskum gögnum, sbr. mynd 2, og reyndar einnig á bandarískum gögnum frá upphafi 9. áratugarins að raunvextir óverðtryggðra lána hafi tilhneigingu til að hækka tímabundið þegar efnahagsuppsveifla snýst í samdrátt, eins og hér gerðist upp úr 1991 og aftur á liðnu ári. Þetta getur hæglega gerst ef verðbólga eykst í eða upp úr uppsveiflunni og tímafrekt er að endurvinnna traust fjárfesta á óverðtryggðum verðbréfum þegar verðbólga minnkar. Slíka aukasveiflu í byrjun kreppu (eða undirskot í upphafi verðlags-hækkana) er ekki að sjá með sama hætti í raunvöxtum verðtryggðra eigna og skulda.



Hjá fyrirtækjum myndi bann við verðtryggðum breytivaxtalánnum væntanlega leiða til flutnings yfir á gengistryggð kjör í einhverjum mæli. Ef stýring Seðlabankans eftir verðbólguþröngunni heppnast sæmilega, er líklegt að gengi valdi meiri sveiflum en breytilegir vextir verðtryggðra lána gera nú. Það sem áður var sagt um raunvaxtasveiflur óverðtryggðra lána á því ekki síður við í slíkum tilfellum og líkur eru litlar á að lánskjarabreyting af þessu tagi dragi úr áhættu fyrirtækja.

Vert er að áréttu að hér hafa ekki verið færð rök fyrir því að bann við verðtryggðum breytivaxtalánnum myndi valda verulegum vandræðum. Það er beinlínis ólíklegt þegar lítið er til þess hve lítið vægi þeirra er í skuldum heimila og fyrirtækja, hve lána- og tryggingamarkaðir eru sveigjanlegir og hve raunvextir hinna ýmsu gerða lánasamninga hafa þrátt fyrir allt verið keimlíkir.

Með flutningi verðtryggðra breytivaxtalána yfir á óverðtryggð breytivaxtalán og verðtryggð fastvaxtalán hlýtu bankar jafnframt að takmarka mjög framboð sitt á verðtryggðum breytivaxtainnlánnum, svo að ávöxtun þeirra ætti að lækka. Jafnframt myndu bankar auka sókn í óverðtryggð innlán og verðtryggð fastvaxtainnlán/verðbréf. Til að laða sparifé að þessum eignaformum yrði ávöxtun þeirra örugglega að hækka hlutfallslega miðað við verðtryggð breytivaxtainnlán, en óljósara er hvort vaxtalækkun hinna síðarnefndu myndi duga. Því er ekki sýnt að ávöxtun verðtryggðra fastvaxtalána og óverðtryggðra breytivaxtalána þyrfti að hækka. Bæði framboð og eftirspurn eftir þessum innlána-/útlánaformum myndi vaxa og því gæti hvort sem er gerst. Eitt sjónarmið mælir reyndar eindregið gegn því að alhliða fjármagnskostnaður lækki: Þegar tiltekið lánaform er bannað, tapast tækifæri til að samhæfa óskir lántakenda og lánveitenda og misræmi í slíkum óskum er kostnaðarsamt. Jafnvel þótt meðalvextir útlána mældust lægri eftir á en fyrir bann, þyrfti það því ekki endilega að vera merki um lækkun heildarfjármagnskostnaðar að teknu tilliti til áhættu.

### III Könnun um verðtryggð lán

Undir vor 2002 sendi tölfræðisvið Seðlabankans fyrirspurn til lánastofnana um fasta og breytilega vexti verðtryggðra lána. Hér fara á eftir spurningarnar og svör við þeim.

*Er viðskiptavinum frjálst að velja milli fastra og breytilegra vaxta á verðtryggðum útlánnum eða gilda um það sérstakar reglur?*

*Lífeyrissjóðir:* Nei. Flestir lífeyrissjóðir veita lán með breytilegum vöxtum en örfáir með föstum vöxtum.

*Tryggingarfélag:* Stærstur hluti útlána eru bílalan með breytilegum vöxtum.

*Fjárfestingarlánasjóðir:* Nær eingöngu er lánað með breytilegum vöxtum. Íbúðalánasjóður er undantekning þar sem vextir eru fastir.

*Bankar og sparisjóðir:* Yfirleitt eru fastvaxtalán eingöngu veitt til lengri tíma og gegn góðu veði, t.d. í fasteign. Hjá Íslandsbanka er viðskiptavinum almennt frjálst að velja milli fastra og breytilegra vaxta.

*Eignarleigur:* Ekki er frjálst val milli fastra og breytilegra vaxta. Bílalan bera breytilega vexti en eignarleigusamingar fasta. Hjá Lýsingu eru vextir þó alltaf fastir.

*Lánasjóður íslenskra námsmanna:* Ekki er frjálst að velja milli fastra og breytilegra vaxta. Skv. gildandi lögum bera lánin breytilega vexti. Eldri lán voru hins vegar vaxtalaus, þ.e.a.s. með 0% föstum vöxtum.

*Með hvaða hætti breytast vextir verðtryggðra útlána sem bera breytilega vexti?*

*Lífeyrissjóðir:* Vextir eru ýmist tengdir ávöxtunarkröfu húsbrefa eða ákveðnir af stjórn, oft með hliðsjón af lægstu vöxtum lánastofnana.

*Tryggingarfélag:* Vextir eru ákveðnir af lánastofnun með hliðsjón af vöxtum samkeppnisaðila.

*Fjárfestingarlánasjóðir:* Vextir eru ákveðnir af lánastofnun.

*Bankar og sparisjóðir:* Vextir eru ákveðnir af lánastofnun.

*Eignarleigur:* Vextir eru ákveðnir af lánastofnun.

*Lánasjóður íslenskra námsmanna:* Vextir eru ákveðnir af ríkisstjórn.

*Eru endurskoðunarákvæði á verðtryggðum útlánunum sem bera fasta vexti? Ef svo er, hver eru þau? Hversu stór hluti verðtryggðra útlána með föstum vöxtum hefur slík ákvæði?*

*Lífeyrissjóðir:* Nær aldrei endurskoðunarákvæði.

*Tryggingarfélag:* Á ekki við.

*Fjárfestingarlánasjóðir:* Einungis Lánasjóður sveitarfélaga hefur endurskoðunarákvæði á hluta þeirra lána sem veitt eru með föstum vöxtum.

*Bankar og sparisjóðir:* Aðeins Íslandsbanki er með endurskoðunarákvæði (á 5 ára fresti).

*Eignarleigur:* Lítil hluti útlána hefur endurskoðunarákvæði en í þeim tilvikum er um að ræða endurskoðun á 3-7 ára fresti.

*Lánasjóður íslenskra námsmanna:* Engin endurskoðunarákvæði.

*Hverjar eru uppgreiðsluheimildir verðtryggðra lána með föstum vöxtum? Hver er kostnaður lántakanda við uppgreiðslu?*

*Lífeyrissjóðir:* Allir lífeyrissjóðir heimila uppgreiðslu hvenær sem er og yfirleitt án kostnaðar.

*Tryggingarfélag:* Lán með breytilegum vöxtum er í öllum tilvikum heimilt að greiða upp án kostnaðar.

*Fjárfestingarlánasjóðir:* Fastvaxtalán er í flestum tilvikum heimilt að greiða upp án kostnaðar (undantekning er 0,25% þóknun hjá Bygðastofnun).

*Bankar og sparisjóðir:* Alltaf heimilt að greiða upp lánin. Þóknun er frá 0-3% eftir lánastofnun.

*Eignarleigur:* Mjög misjafnt eftir lánsformi og fyrir-tækjum.

*Lánasjóður íslenskra námsmanna:* Alltaf heimilt að greiða upp lánin án kostnaðar.

*Loks var spurt um fjárhæðir verðtryggðra lána með föstum vöxtum og breytilegum annars vegar til atvinnufyrirtækja og hins vegar til heimila. Niðurstöður eru sýndar í eftirfarandi töflu.*

Tafla 2 Verðtryggð lán til atvinnufyrirtækja og heimila 31. desember 2001

Hlutfallsskipting milli fastvaxtalána og annarra

Verðtryggð lán til atvinnufyrirtækja (%)	Fastir vextir	Breyti-	Alls
		legir vextir	
Lífeyrissjóðir .....	70	30	100
Tryggingarfélag .....	20	80	100
Fjárfestingarlánasjóðir .....	7	93	100
Bankar og sparisjóðir .....	56	44	100
Eignarleigur .....	87	13	100
Lánasj. ísl. námsmanna .....	.	.	.
Samtals .....	52	48	100

Verðtryggð lán til heimila (%)	Fastir vextir	Breyti-	Alls
		legir vextir	
Lífeyrissjóðir .....	13	87	100
Tryggingarfélag .....	2	98	100
Fjárfestingarlánasjóðir .....	99	1	100
Bankar og sparisjóðir .....	42	58	100
Eignarleigur .....	38	62	100
Lánasj. ísl. námsmanna .....	53	47	100
Samtals .....	74	26	100

## Peningastefnan og stjórnþæki hennar

### Markmið peningastefunnar

Markmið stefunnar í peningamálum er stöðugt verðlag. Hinn 27. mars sl. var tekið upp formlegt verðbólgu-markmið sem hér segir:

- Seðlabankinn stefnir að því að árleg verðbólga, reiknuð sem árleg hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%.
- Víki verðbólga meira en ±1½% frá settu marki ber bankanum að gera ríkisstjórninni grein fyrir ástæðu fráviksins, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hvenær hann telur að verðbólgu-markmiðinu verði náð að nýju. Greinargerðin verður birt opinberlega.
- Seðlabankinn skal stefna að því að ná markmiðinu um 2½% verðbólgu ekki síðar en í árslok 2003.
- Til ársloka 2002 gilda rýmri **efri** mörk sem hér segir: Árið 2001 má verðbólga í mesta lagi verða 3½% umfram verðbólgu-markmiðið og 2% á árinu 2002.
- Ársfjórðungslega birtir Seðlabankinn verðbólguþá tvö ár fram í tímann og gerir grein fyrir henni í *Peningamálum*.

Með peningastefnunni er miðað að því að halda verðlagi stöðugu og því verður henni ekki beitt til þess að ná öðrum efnahagslegum markmiðum, svo sem jöfnuði í viðskiptum við útlönd eða mikilli atvinnu, nema að því marki sem slíkt samrýmist verðbólgu-markmiði bankans.

### Helstu stjórnþæki peningastefunnar

Seðlabankinn framfylgir peningastefnunni einkum með því að stýra vöxtum á peningamarkaði, fyrst og fremst með ákvörðun ávöxtunar í endurhverfum viðskiptum sínum við lánastofnanir. Ávöxtun á peningamarkaði hefur sterk áhrif á gjaldeyrisstrauma og þar með á gengi krónunnar og til lengdar innlenda eftirspurn. Viðskiptum við lánastofnanir má í grófum dráttum skipta í föst viðskiptaform annars vegar og markaðsaðgerðir hins vegar.

#### Föst viðskiptaform:

- Viðskiptareikningar geyma óráðstafað fé lánastofnana. Þeir eru uppgjörsreikningar vegna greiðslujöfnunar milli innlánsstofnana og millibankaviðskipta, þar á meðal viðskipta við Seðlabankann. Vextir þessara reikninga mynda gólf fyrir daglánavexti á milli-bankamarkaði.

- *Daglán* eru veitt að ósk lánastofnana og tryggð með sömu verðbréfum og hæf eru í endurhverfum viðskiptum (sjá síðar). Vextir daglána mynda þak yfir daglánavexti á millibankamarkaði.
- *Innstæðubréf* eru veitt til 90 daga, að ósk lánastofnana. Þau eru ekki skráð en þó hæf í endurhverfum viðskiptum. Hlutverk þeirra er að setja gólf undir ávöxtun þriggja mánaða vaxta á peningamarkaði.
- *Bindiskylda* er lögð á lánastofnanir sem ekki eru háðar fjárlögum í rekstri sínum. Hún miðast við bindigrunn sem er niðurstöðutala efnahags að frádregnu eigin fé og millibankaskuldum í lok fyrri mánaðar. *Bindihlutföll* eru 1% fyrir þann hluta bindigrunns sem bundinn er til eins árs eða lengur, en 3% fyrir þann hluta sem bundinn er til skemmri tíma. *Binditímabil* miðast við 21. dag hvers mánaðar til 20. dags næsta mánaðar og skal innstæða á bindireikningi ná tilskildu hlutfalli að meðaltali á binditímabilinu.

#### Markaðsaðgerðir:

- *Endurhverf viðskipti* eru helsta stjórnþæki Seðlabankans. Vikulega eru haldin uppboð á 14 daga samningum. Lánastofnanir þurfa að leggja fram hæf verðbréf, þ.e.a.s. ríkistryggð bréf með virkri viðskiptavakt á Verðbréfaþingi Íslands. Uppboðin geta verið ýmist fastverðsuppboð eða uppboð þar sem heildarfjárhæð framboðinna samninga er tilkynnt. Fastverðsuppboð hafa verið reglan til þessa.
- *Viðskipti á verðbréfamarkaði* takmarkast við ríkistryggð verðbréf.
- *Inngripum á gjaldeyrismarkaði* er einungis beitt telji Seðlabankinn það nauðsynlegt til þess að stuðla að verðbólgu-markmiði sínu eða ef hann telur að gengis-sveiflur geti ógnað stöðugleika fjármálakerfisins.

#### Yfirlit vaxta Seðlabankans

Viðskiptaform 9. maí 2003	Vextir nú (%)	Síðast breytt	Breyting (pró- sentur)	Vextir fyrir ári (%)
Viðskiptareikningar .....	2,8	11. feb. '03	-0,5	5,9
Daglán .....	7,7	11. feb. '03	-0,5	11,7
Innstæðubréf.....	4,8	11. feb. '03	-0,5	8,8
Bindiskylda.....	4,1	11. feb. '03	-0,5	7,9
Endurhverf viðskipti.....	5,3	18. feb. '03	-0,5	9,3

## Varúðarreglur um lausafjárhlutfall og gjaldeyrisjöfnuð

Varúðarreglum (e. prudential regulation) á fjármálamarkaði er almennt ætlað að stuðla að öruggum og traustum starfsháttum í fjármálaþjónustu. Hugtakið er nokkuð víðtækt þar sem það nær m.a. til reglna sem kveða á um kröfur um stjórnunarhætti í fjármálafyrirtækjum og greiðsluhæfni þeirra, neytendavernd og skilvirkt innra og ytra eftirlit með starfsemi þeirra. Í víðtækum skilningi er varúðarreglum einnig ætlað að stuðla að stöðugleika í fjármála- og hagkerfinu. Samkvæmt lögum setur Seðlabanki Íslands reglur um lausafjárhlutfall lánastofnana og um gjaldeyrisjöfnuð. Aðrar varúðarreglur á fjármálamarkaði eru ýmist bundnar í lögum, settar af ráðherra eða af Fjármálaeftirlitinu.<sup>1</sup> Meginefni reglnanna um lausafjárhlutfall og gjaldeyrisjöfnuð er sem hér segir:

### Lausafjárhlutfall

Lausafjárhlutfall lánastofnana má skilgreina sem hlutfallið á milli lausafjárkrafna og lausafjárskuldbindinga. Í reglum nr. 386 frá 29. maí 2002, sbr. 12. gr. laga nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands, er kveðið á um lausafjárhlutfall lánastofnana. Markmið reglnanna er að tryggja að lánastofnanir eigi ávallt nægt laust fé til að mæta fyrirsjáanlegum og hugsanlegum greiðsluskuldbindingum á tilteknu tímabili. Þeim er skylt að senda Seðlabanka Íslands mánaðarlega sérstaka skýrslu um upplýsingar sem liggja til grundvallar útreikningi á lausafjárhlutfallinu. Kröfur og skuldbindingar sem falla undir útreikninginn eru flokkaðar eftir eðli þeirra, binditíma og áhættu. Þá er tilgreint hversu hátt hlutfall í hverjum flokki er tekið með í útreikninginn. Allur sjóður lánastofnunar telst þannig til lausafjárkrafna en einungis 5% af yfirdráttarlánunum, svo að dæmi sé tekið. Hlutfallið er reiknað út fyrir fjögur tímabil, þ.e. til eins mánaðar, frá einum til þriggja mánaða, frá þremur til sex mánaða og frá sex til tólf mánaða. Hlutföll krafna

og skuldbindinga sem falla í gjalddaga eða breyta má í laust fé innan eins mánaðar og innan þriggja mánaða skulu eigi vera lægri en 1. Takist lánastofnun ekki að uppfylla þessar kröfur kveða reglurnar á um viðurlög í formi dagsekta á þær fjárhæðir sem á vantar. Lánastofnanir skulu gera grein fyrir lausafjárhlutföllum fyrir önnur tímabil þótt ekki séu gerðar kröfur til sérstakra hlutfalla í þeim efnunum.

### Gjaldeyrisjöfnuður

Gjaldeyrisjöfnuð lánastofnunar má skilgreina sem mismun á gengisbundnum eignum og skuldbindingum innan og utan efnahagsreiknings. Gjaldyrisjöfnuður er því mælikvarði á gjaldeyrisáhættu lánastofnunar. Í reglum nr. 387 frá 29. maí 2002, sbr. 13. gr. laga nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands, er kveðið á um gjaldeyrisjöfnuð lánastofnana og þeirra er leyfi hafa til milligöngu um gjaldeyrisviðskipti. Markmiðið með reglunum er að takmarka gengisáhættu með því að koma í veg fyrir að gjaldeyrisjöfnuður fari fram úr tilteknum mörkum. Reglurnar kveða á um tvenns konar mörk í þessum efnunum. Þau fyrri lúta að opinni gjaldeyrisstöðu í einstökum gjaldmiðlum. Hún má hvorki vera jákvæð (gnóttstaða) né neikvæð (skortstaða) um meira en nemur 15% af eigin fé samkvæmt síðasta birta uppgjöri. Undantekning er þó gerð að því er varðar Bandaríkjadal og evru þar sem mörkin eru 20%. Síðari mörkin lúta að heildargjaldeyrisstöðu í öllum gjaldmiðlum, umreiknaðri í íslenskar krónur, sem er summan af opinni gjaldeyrisstöðu í einstökum myntum. Hún má hvorki vera jákvæð né neikvæð um meira en 30% af eigin fé samkvæmt síðasta birta uppgjöri. Lánastofnunum er gert að skila Seðlabankanum mánaðarlega skýrslum um gjaldeyrisjöfnuðinn. Fari jöfnuðurinn fram úr ofangreindum mörkum skulu lánastofnanir þegar grípa til aðgerða til að laga hann og skal hann vera innan tilskilinna marka eigi síðar en innan þriggja viðskiptadaga. Takist lánastofnun ekki að laga jöfnuðinn innan þessara tímamarka kveða reglurnar á um viðurlög í formi dagsekta.

1. Sjá vefsíður viðskiptaráðuneytisins (<http://www.stjr.is/interpro/ivv/ivv.nsf/pages/log>) og Fjármálaeftirlitsins (<http://www.fme.is/fme.nsf/pages/index.html>).

# Annáll fjármálamarkaða

## Apríl 2002 – maí 2003

### Apríl 2002

Hinn 1. apríl féllu í gjalddaga spariskírteini ríkissjóðs, RS02-0401, að fjárhæð 10 ma.kr. Í kjölfar gjalddagans jókst laust fé í umferð og lækkuðu vextir á millibankamarkaði umtalsvert.

Hinn 1. var framlengt um þrjá mánuði, samkomulag um greiðslu þóknunar til viðskiptavaka á gjaldeyrismarkaði.

Hinn 16. apríl tilkynnti matsfyrirtækið Moodys Investors Service að minnkandi þjóðhagslegt ójafnvægi styddi óbreytt mat á horfum fyrir lánsþæfiseinkunn íslenska ríkisins. Helstu ástæður fyrir óbreyttum horfum á lánsþæfiseinkunnum Íslands, sem eru Aa3 á lánum í erlendri mynt og Aaa á skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs í íslenskum krónum, eru þróað hagkerfi, háar og jafnar þjóðartekjur á mann og stöðugt stjórn málaástand. Skipulagsumbætur liðins áratugar juku fjölbreytni í efnahagslífinu, leiddu til mikils hagvaxtar, verðstöðugleika og verulega minni skulda hins opinbera.

Hinn 30. apríl tilkynnti Seðlabanki Íslands lækun stýrivaxta og annarra vaxta sinna um 0,3 prósentur frá 1. maí 2002.

### Maí 2002

Hinn 8. maí var tilkynnt að fjármálaráðherra hefði falið Lánasýslu ríkisins að gefa út nýjan flokk óverðtryggðra ríkisbréfa. Ríkisbréfaflokkurinn er til 11 ára með lokagjalddaga í maí árið 2013 og verður lengsti óverðtryggði flokkurinn á íslenskum fjármálamarkaði til þessa.

Hinn 21. maí lækkaði bankastjórn Seðlabanka Íslands ávöxtun í endurhverfum viðskiptum bankans við lánastofnanir um 0,5 prósentur. Daglánavextir bankans voru lækkaðir um 0,5 prósentur en vextir á innstæðum á viðskiptareikningum lánastofnana í bankanum lækkaðir um 0,2 prósentur.

Hinn 28. maí ákvað ríkisstjórn Íslands að halda almennt útboð á hlutabréfum í Landsbanka Íslands hf. Áformað var að selja 20% heildarhlutafjár í bankanum í þessum áfanga og lækka þannig eignarhlut ríkissjóðs úr rúmum 68% í rúmlega 48%. Salan fór fram í júní og gengu áformin að fullu eftir.

### Júní 2002

Hinn 18. júní var tilkynnt að bankastjórn Seðlabanka Íslands hefði ákveðið að lækka vexti bankans í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir um 0,3 prósentur í 8,5% frá 25. júní. Aðrir vextir bankans lækkuðu einnig um 0,3 prósentur frá 21. júní ef frá eru taldir vextir á innstæðum á viðskiptareikningum lánastofnana í Seðlabankanum sem haldið var óbreyttum.

### Júlí 2002

Hinn 5. júlí tók gildi ný gengisskráningarvog. Gengisskráningarvog er endurskoðuð árlega í ljósi samsetningar utanríkisviðskipta árið áður. Taflan hér á eftir sýnir nýju gengisskráningarvogina og breytingar frá árinu áður.

Hinn 10. júlí óskaði framkvæmdanefnd um einkavæðingu, fyrir hönd viðskiptaráðherra, eftir tilkynningum frá áhugasömum fjárfestum um kaup á a.m.k. 25% hlut í Landsbanka Íslands hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. Leitað var eftir fjárfesti, innlendum eða erlendum, með það að markmiði að efla bankann og samkeppni á íslenskum fjármálamarkaði. Tekið var fram að framangreindur hlutur yrði einungis seldur í öðrum bankanum ef viðunandi verð fengist og viðræður leiddu til sölu. Stefnt væri að því að hlutur í hinum bankanum yrði seldur síðar á árinu.

Hinn 19. júlí var tilkynnt að Íbúðalánasjóður og Lánasýsla ríkisins hefðu undirritað samning um að Lánasýslan taki að sér eftirlit með framkvæmd samnings Íbúðalánasjóðs við viðskiptavaka hús- og



## Ný gengisskráningarvog 2002 (%)

Byggt á viðskiptum 2001

Lönd	Mynt	Út- flutn- ingsvog	Inn- flutn- ingsvog	Gengis- skráning- arvog	Breyting frá fyrri vog
Bandaríkin .....	USD	22,76	26,89	24,83	-2,16
Bretland .....	GBP	14,60	10,97	12,78	-1,99
Kanada .....	CAD	1,50	0,96	1,23	-0,13
Danmörk .....	DKK	7,78	8,54	8,16	-0,52
Noregur .....	NOK	6,75	6,82	6,78	0,70
Svíþjóð .....	SEK	1,80	5,16	3,48	-0,96
Sviss .....	CHF	2,74	1,28	2,01	0,36
Evrusvæði .....	EUR	38,73	35,43	37,08	5,42
Japan .....	JPY	3,34	3,95	3,65	-0,72
Norður-Ameríka .....		24,26	27,86	26,06	-2,29
Evrópa .....		72,40	68,19	70,30	3,02
Evrópusambandið .....		62,91	60,10	61,50	1,95
Japan .....		3,34	3,95	3,65	-0,73
Alls .....		100,00	100,00	100,00	0,00

húsnaðisbréfa á eftirmarkaði fyrir tímabilið 1. júlí 2002 til 30. júní 2003. Mun formlegt eftirlit Lána-sýslunnar með framkvæmdinni hefjast mánudaginn 22. júlí.

### Ágúst 2002

Hinn 30. ágúst tilkynnti Seðlabanki Íslands um 0,3 prósentna vaxtalækkun. Vaxtalækkunin tók gildi þann 1. september. Eftir lækkunina voru stýrivextir bankans 7,6%.

### September 2002

Hinn 10. september var tilkynnt að ráðherranefnd um einkavæðingu hefði ákveðið að ganga til viðræðna við Samson eignarhaldsfélag ehf. um kaup á umtalsverðum hlut í Landsbanka Íslands hf. Jafnframt var ákveðið að hefja frekari undirbúning fyrir sölu á umtalsverðum hlut í Búnaðarbanka Íslands hf.

Hinn 18. september tilkynnti Seðlabanki Íslands um 0,5 prósentna vaxtalækkun. Vaxtalækkunin tók gildi þann 21. september. Eftir lækkunina voru stýrivextir bankans 7,1%.

Hinn 30. september keypti Sparisjóður Reykjavíkur og nágrennis alla hluti Kaupþings banka hf. í Frjálsa fjárfestingarbankanum hf.

### Október 2002

Hinn 15. október tilkynnti Seðlabanki Íslands um 0,3 prósentna vaxtalækkun. Vaxtalækkunin tók gildi þann 21. október. Eftir lækkunina voru stýrivextir bankans 6,8%.

Hinn 21. október var tilkynnt að framkvæmdanefnd um einkavæðingu og Samson eignarhaldsfélag ehf. hefðu náð samkomulagi um kaup Samson ehf. á 45,8% hlutabréfa í Landsbanka Íslands hf. Eftir þessi viðskipti verður eignarhlutur ríkisins í Landsbanka Íslands hf. um 2,5%. Í kjölfar samkomulagsins var ákveðið að halda áfram söluferli vegna hlutabréfa ríkisins í Búnaðarbanka Íslands hf. Valdir voru tveir hópar fjárfesta til frekari viðræðna.

Hinn 22. október hækkaði matsfyrirtækið Moody's Investors Service lánsþæfismat skuldabréfa og bankainnstæðna í erlendri mynt vegna skuldbindinga Íslands í Aaa sem er hæsta einkunn sem gefin er. Ísland hafði áður einkunnina Aa3.

### Nóvember 2002

Hinn 5. nóvember var tilkynnt að ráðherranefnd um einkavæðingu hefði ákveðið að gengið yrði til viðræðna við hóp fjárfesta sem samanstóð af Eignarhaldsfélaginu Andvöku, Eignarhaldsfélaginu Samvinnutryggingum, Vátryggingafélagi Íslands hf., Kaupfélagi Skagfirðinga svf., Keri hf. og Samvinnulífeyrissjóðnum auk einnar eða fleiri erlendra fjármálastofnana um kaup á umtalsverðum hlut í Búnaðarbanka Íslands hf. Ákvörðun þessi var byggð á forsendum framkvæmdanefndar um einkavæðingu og mati breska bankans HSBC á þeim gögnum sem borist höfðu frá þeim tveimur aðilum sem nefndin hafði átt í viðræðum við.

Hinn 6. nóvember tilkynnti Seðlabanki Íslands um 0,5 prósentna vaxtalækkun sem tók gildi 11. nóvember. Eftir lækkunina voru stýrivextir bankans 6,3%.

Hinn 12. nóvember hóf Hagstofa Íslands að birta tvær kjarnavísitölur til að mæla undirliggjandi verðbólguþróun. Í yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001 um verðbólguþróun og breytta gengisstefnu var gert ráð fyrir því að þess yrði farið á leit við Hagstofu Íslands að hún reiknaði eina eða fleiri vísitölur sem nota mætti til að meta undirliggjandi verðlagsþróun eins og nánar yrði samið um á milli Hagstofunnar og Seðlabankans.

Kjarnavísitölur 1 og 2 eru afrakstur þeirrar vinnu. Báðar eru byggðar á sama grunni og vísitala neysluverðs en hin fyrri undanskilur verð grænmetis, ávaxta, búvöru og bensins og hin síðari til viðbótar verð opinberrar þjónustu.

Hinn 18. nóvember tilkynnti matsfyrirtækið Standard & Poor's að það hefði breytt horfum um lánshæfi Íslands úr neikvæðum í stöðugar. Um leið staðfesti fyrirtækið lánshæfiseinkunnir Íslands, bæði einkunnina AA+/A-1+ fyrir lán í íslenskum krónum og A+/A-1+ fyrir lán í erlendri mynt. Helstu ástæður fyrir breyttu mati voru bætt ytri staða íslenska þjóðarbúsins, árangur sem náðst hafði í sölu ríkisbankanna og áframhaldandi góð afkoma bankanna að afloknu skeiði sem einkenndist af útlánaþenslu.

#### Desember 2002

Hinn 10. desember var tilkynnt að sænska fjármálaeftirlitið hefði veitt samþykki sitt fyrir yfirtöku Kaupþings banka hf. á JP Nordiska bankanum í Stokkhólmi. Þar með var yfirtöku Kaupþings banka á JP Nordiska lokið.

Hinn 12. desember tilkynnti Seðlabanki Íslands um 0,5 prósentna vaxtalækkun sem tók gildi 17. og 21. desember. Eftir lækkunina voru stýrivextir bankans 5,8%.

#### Janúar 2003

Hinn 3. janúar undirrituðu viðskiptaráðherra og fjármálaráðherra samning f.h. íslenska ríkisins við Samson eignarhaldsfélag ehf. um kaup Samson á 45,8% hlutabréfa ríkisins í Landsbanka Íslands hf.

Hinn 6. janúar sagði Kauphöll Íslands upp aðildarsamningi Fjárverndar-Verðbréfa hf. að Kauphöllinni. Uppsögnin tók gildi 7. janúar 2003. Ástæða uppsagnarinnar var viðvarandi vanefndir á greiðslu aðildargjalda.

Hinn 16. janúar undirrituðu viðskiptaráðherra og fjármálaráðherra samning f.h. íslenska ríkisins við Eglu hf., Vátryggingafélag Íslands hf., Samvinnulífeyrissjóðinn og Eignarhaldsfélagið Samvinnuþryggingar um kaup þeirra síðarnefndu á 45,8% hluta ríkisins í Búnaðarbanka Íslands hf. Eglu er hlutfélag í eigu þýska bankans Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA, Kers hf. og Vátryggingafélags Íslands hf.

#### Febrúar 2003

Hinn 4. febrúar staðfesti Fjármálaeftirlitið að Samson eignarhaldsfélag ehf. væri hæft til að fara með virkan eignarhlut í Landsbanka Íslands hf.

Hinn 4. febrúar staðfesti alþjóðlega matsfyrirtækið Moody's Investors Service A3 / Prime 2 / C lánshæfismat á Landsbanka Íslands hf.

Hinn 7. febrúar var tilkynnt að Kaupþing banki hf. hefði fest kaup á fjármálafyrirtæki í London, BMY Corporate Finance Limited, en nafni félagsins var breytt í Kaupthing Limited. Félagið hefur leyfi breska fjármálaeftirlitsins (FSA) til fyrirtækjapjónustu.

Hinn 10. febrúar tilkynnti Seðlabanki Íslands um 0,5 prósentna vaxtalækkun sem tók gildi 11. og 18. febrúar. Eftir lækkunina voru stýrivextir bankans 5,3%.

Hinn 12. febrúar var tilkynnt að breska fjármálaeftirlitið (FSA) hefði samþykkt breytingu á yferráðum Heritable Bank Limited sem stafaði af kaupum Samson eignarhaldsfélags ehf. á 45,8% hlut í Landsbanka Íslands hf. FSA staðfesti þar með kaup Samson eignarhaldsfélags ehf. á Landsbanka Íslands hf. að því leyti sem snýr að starfsemi Landsbankans í Bretlandi.

Hinn 6. febrúar hóf Seðlabanki Íslands að kaupa 1,5 milljónir Bandaríkjadala hvern virkan dag á innlendum millibankamarkaði í stað þriggja daga í viku áður.

Hinn 25. febrúar lauk sölu ríkissjóðs á 2,5% hlutfjár í Landsbanka Íslands. Eignarhlutur ríkissjóðs í Landsbankanum er enginn eftir þessa sölu.

Hinn 28. febrúar tilkynnti Seðlabanki Íslands um breytingu á bindiskyldu lánastofnana í Seðlabanka Íslands. Hinn 21. mars verða bindihlutföll, þ.e. hlutföll innlánsbindingar lánastofnana, sem voru 1,5% og 4%, lækkuð í 1% og 3%. Frá 1. apríl er svigrúm lánastofnana til að nýta bundið fé til tryggingar fyrir uppgjöri í greiðsluferfum takmarkað við helming umsaminnar tryggingarfjárhæðar. Þessi takmörkun er til þess ætluð að tryggja að lánastofnanir hafi svigrúm á bindireikningi til að mæta sveiflum í lausafjárstöðu.

### Mars 2003

Hinn 7. mars lauk sölu ríkissjóðs á 9,11% hlutfjár í Búnaðarbanka Íslands hf. Eignarhlutur ríkissjóðs í Búnaðarbankanum hf. er enginn eftir þessa sölu.

Hinn 18. mars staðfesti Fjármálaeftirlitið hæfi Eglu hf., Eignarhaldsfélagsins Samvinnuþrygginga hf., Samvinnulífeyrissjóðsins og Vátryggingafélags Íslands hf. til að fara með virkan eignarhlut í Búnaðarbanka Íslands hf.

Hinn 27. mars var tilkynnt að stjórn Kaupþings banka hf. og bankaráð Búnaðarbanka Íslands hf. hefðu ákveðið að hefja formlegar viðræður um samvinnu eða sameiningu bankanna.

Hinn 31. mars staðfesti alþjóðlega matsfyrirtækið Fitch Ratings lánsþæfiseinkunnir Íslands, AA- fyrir langtímaskuldbindingar í erlendri mynt, AAA fyrir langtímaskuldbindingar í íslenskum krónum og F1+ fyrir skammtímaskuldbindingar í erlendri mynt. Horfunum á mati langtímaskuldbindinga var breytt úr neikvæðum í stöðugar. Helstu ástæður fyrir breytnu mati eru styrkur íslenska hagkerfisins og hröð aðlögun þjóðarbúsins í átt til jafnvægis. Að mati Fitch er erlend skuldastaða helsta hindrunin fyrir bættu lánsþæfismati.

### Apríl 2003

Hinn 8. apríl tilkynnti alþjóðlega matsfyrirtækið Moody's Investors Service að lánsþæfismat Íslandsbanka hf. hefði verið hækkað. Langtímaeinkunn bankans var hækkuð úr A2 í A1, einkunn vegna viki-

andi lána úr A3 í A2 og einkunn vegna fjárhagslegs styrkleika úr C+ í B-. Einnig var skammtímaeinkunnin P-1 staðfest.

Hinn 10. apríl tilkynnti alþjóðlega matsfyrirtækið Moody's Investors Service að skammtímaeinkunn Búnaðarbanka Íslands hf. hefði verið hækkuð úr P-2 í P-1. Langtímaeinkunn bankans var staðfest og er A3 og fjárhagslegur styrkleiki er C.

Hinn 10. apríl tilkynnti alþjóðlega matsfyrirtækið Moody's Investors Service hækkuð á lánsþæfiseinkunn Landsbanka Íslands hf. til skamms tíma úr P-2 í P-1. Jafnframt var staðfest lánsþæfismatseinkunn A-3 til langs tíma.

Hinn 14. apríl var tilkynnt að bankaráð Búnaðarbanka Íslands hf. og stjórn Kaupþings banka hf. hefðu samþykkt að leggja til við hluthafafundi bankanna að þeir yrðu sameinaðir. Fyrirhugað heiti hins nýja sameinaða banka er Kaupþing Búnaðarbanki hf.

Hinn 28. apríl var tilkynnt að Búnaðarbanki Íslands hf. hefði gengið frá samkomulagi um sölu á starfsemi sinni í Lúxemborg. Kaupandinn er Landsbanki Íslands hf. Samkomulagið er háð fyrirvara um að samruni Búnaðarbanka Íslands hf. og Kaupþings banka hf. verði að veruleika eigi síðar en 1. júní 2003.

### Mái 2003

Hinn 8. maí sendi Íslandsbanki hf. Fjármálaeftirlitinu tilkynningu þess efnis að bankinn hygðist opna útibú í Lúxemborg

# Tölur og myndir

*Tölur og myndir miðast við talnalegar upplýsingar sem fyrir lágu hinn 9. maí 2003.  
Skýringar á merkingu tákna eru á innanverðri kápusíðu.*

## A Tölur

Tafla 1	Helstu mánaðarlegar vísendingar .....	103
Tafla 2	Verðlagsþróun .....	105
Tafla 3	Gengisþróun .....	106
Tafla 4	Vextir .....	107
Tafla 5	Peningastærðir og útlán .....	108
Tafla 6	Reikningar lánakerfisins .....	109
Tafla 7	Fjármálamarkaður .....	110
Tafla 8	Vinumarkaður .....	110
Tafla 9	Þjóðhagslegt yfirlit .....	111
Tafla 10	Greiðslujöfnuður .....	113
Tafla 11	Erlend staða þjóðarbúsins .....	115
Tafla 12	Yfirlit um fjármál ríkissjóðs .....	116
Tafla 13	Fjármál hins opinbera .....	117
Tafla 14	Velta .....	118
Tafla 15	Raungengi íslensku krónunnar .....	118
Tafla 16	Fasteignamarkaður og eignaverð .....	119
Tafla 17	Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja .....	119
Tafla 18	Afkoma fyrirtækja .....	120
Tafla 19	Erlendur samanburður .....	121
Tafla 20	Alþjóðleg hagþróun .....	121
Tafla 21	Sögulegar hagtölur .....	122
Tafla 22	Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins .....	125
Tafla 23	Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum .....	126

## B Myndir

Mynd 1	Vísitala neysluverðs 1999-2003 .....	105
Mynd 2	Vísitala neysluverðs eftir eðli og uppruna 1999-2003 .....	105
Mynd 3	Vísitölur meðalgengis 1999-2003 .....	106
Mynd 4	Gengi helstu gjaldmiðla gagnvart íslenskri krónu 2001-2003 .....	106

Mynd 5	Ávöxtun á peningamarkaði 1996-2003 .....	107
Mynd 6	Ávöxtun langtímaskuldabréfa 1995-2003 .....	107
Mynd 7	12 mán. %-breyting peningamagns (M3), útlána innlánsstofnana og grunnfjár 1994-2003 .....	108
Mynd 8	Útlánaflokkun innlánsstofnana 1991-2003 .....	108
Mynd 9	Vöxtur útlána lánakerfisins 1994-2002 .....	109
Mynd 10	Flokkun innlendra skulda lánakerfisins 1990-2002 .....	109
Mynd 11	Þróun launa og kaupmáttar 1993-2003 .....	110
Mynd 12	Atvinnuleysi og atvinnuþáttaka 1993-2003 .....	110
Mynd 13	Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu og fjármunamyndunar 1980-2004 .....	111
Mynd 14	Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun sem % af vergri landsframleiðslu 1980-2004 .....	111
Mynd 15	Ársfjórðungslegur hagvöxtur 1998-2002 .....	112
Mynd 16	Undirþættir hagvaxtar 1998-2002 .....	112
Mynd 17	Vöruútflutningur og vöruinnflutningur 1993-2003 .....	113
Mynd 18	Útflutt og innflutt þjónusta 1992-2002 .....	113
Mynd 19	Ársfjórðungslegur viðskiptajöfnuður 1995-2002 .....	114
Mynd 20	Nokkrir undirþættir fjármagnsjafnaðar 1995-2002 .....	114
Mynd 21	Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða Seðlabankans 1995-2003 .....	115
Mynd 22	Erlend staða þjóðarbúsins 1980-2002 .....	115
Mynd 23	Lánsfjárþörf og lántökur ríkis 1991-2003 .....	116
Mynd 24	Mánaðarlegur tekjuafgangur ríkissjóðs 2001-2003 .....	116
Mynd 25	Skuldir og tekjuafgangur hins opinbera 1991-2003 .....	117
Mynd 26	Útgjöld og tekjur hins opinbera 1991-2003 .....	117
Mynd 27	Veltubreyting milli ára 1999-2002 .....	118
Mynd 28	Ársfjórðungslegt raungengi krónunnar 1980-2003 .....	118
Mynd 29	Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2002 .....	119
Mynd 30	Hlutabréfaverð 2000-2003 .....	119
Mynd 31	Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka og sparisjóða 1995-2002 .....	120
Mynd 32	Eiginfjárlutfall viðskiptabanka og sparisjóða 1995-2002 .....	120
Mynd 33	Verðbólga 1939-2004 .....	124
Mynd 34	Hagvöxtur 1945-2004 .....	124
Mynd 35	Viðskiptajöfnuður 1945-2004 .....	124
Mynd 36	Raungengi 1960-2003 .....	124
Mynd 37	Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2004 .....	124
Mynd 38	Raunávöxtun og peningamagn 1960-2002 .....	124
Mynd 39	Hlutfallsleg atvinnuskipting 1970 og 2001 .....	125
Mynd 40	Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir vöruflokkum 1970 og 2002 .....	125
Mynd 41	Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir svæðum 1970 og 2002 .....	126
Mynd 42	Hlutfallsleg skipting vöruinnflutnings eftir svæðum 1970 og 2002 .....	126



**Tafla 1 Helstu mánaðarlegar vísendingar (frh. á næstu bls.)**

	Ívöxtun (í lok tímabils) <sup>5</sup>		Peningastærðir (í lok tímabils) <sup>5</sup>					
	Peningamarkaður		Útlán					
	3 mán.	5 ára	12 mán.	%-breytingar				
	Endurhv.	3 mán.	3 mán.	Utlán				
	verð- bréttakaup	ríkis- vixlar	óvörðr. ríkisbréf	innláns- stofnana				
	sl.	REIBOR <sup>3</sup>	skirteini <sup>4</sup>	M3				
	1 m.	1 m.	10 ára	Grunnfé				
	12 m.	12 m.	25 ára	Erlendar skuldir <sup>6</sup>				
	1 m.	12 m.	hús- brétt <sup>4</sup>					
1997	1,8	1,3	7,2	8,3	5,3	8,7	12,7	48,0
1998	1,7	1,6	7,5	7,6	4,3	4,7	15,2	30,4
1999	3,4	0,2	9,0	9,8	4,7	4,8	75,9	22,7
2000	5,0	-0,1	11,4	11,5	5,5	6,3	-10,4	26,2
2001	6,7	-16,7	10,1	10,0	9,9	5,9	-14,2	13,4
2002	4,8	3,0	5,8	5,8	6,2	4,9	17,2	1,2
2001								
Desember	0,5	2,3	10,1	10,0	9,1	5,9	-14,2	14,9
2002								
Janúar	0,9	3,0	10,1	9,6	9,3	5,2	13,9	16,7
Febrúar	-0,3	1,9	10,1	9,6	9,1	5,4	24,3	18,2
Mars	0,4	0,3	10,1	9,5	9,0	5,4	53,5	15,0
Apríl	0,0	2,4	9,6	9,1	8,4	5,4	25,7	12,2
Maí	-0,0	3,4	8,8	8,7	8,4	5,3	7,2	13,2
Júní	0,5	0,3	8,5	8,4	8,3	5,4	32,9	14,0
Júlí	0,1	1,5	8,5	8,2	8,2	5,3	29,0	12,6
Ágúst	-0,5	0,4	7,9	7,6	7,7	5,3	19,1	13,2
September	0,5	-2,0	7,1	7,1	7,4	5,1	3,0	14,6
Október	0,5	-0,2	6,8	6,6	7,1	5,0	30,3	13,1
Nóvember	-0,2	0,5	6,3	6,1	6,9	5,0	24,3	14,7
Desember	0,1	1,9	5,8	5,8	6,9	4,9	17,2	15,6
2003								
Janúar	0,4	2,2	5,8	5,8	7,0	4,7	17,7	12,9
Febrúar	-0,2	1,8	5,3	5,3	7,3	4,8	28,0	12,3
Mars	1,1	-0,2	5,3	5,0	6,9	4,8	-8,5	12,8
Apríl	0,1	1,2	5,3	4,5	7,0	4,6	...	...
Maí	...	1,2	5,3	4,5	6,9	4,6	...	...

1. Árstölur eru breytingar milli ársmeðaltala. 2. M.v. opinbera gengisskráningarávísitölu krónunnar og meðalgengi hvers tímabils. Jákvaðt formerki táknar styrkingu gengisins. 3. Meðalávöxtun á milli-bankamarkaði lánastofnana með krónum. 4. Ávöxtun umfram verðtryggingu. 5. Árstölur eru breytingar yfir ár. Útlán til innlendra aðila eingöngu frá janúar 2002. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur. 6. Erlendar skuldir innlánsstofnana.

**Tafla 1 (frh.) Helstu mánaðarlegar vísbendingar 5**

	Gjaldeyrismarkaður og gjaldeyrisforði		Útanríkisviðskipti og ytri skilyrði		Vinnumarkaður		Ríkisfjármál		Eignaverð		
	Gjaldeyrisforði: Seðlabankans sem hlutfall af:	Hrein kaup SÍ á markaði (ma.kr.)	Vöru-útflootn. (fob) (ma.kr.)	Vöru-útflootn. (fob) (ma.kr.)	Útfl. verð sja. afurða, 12 mán. %-br. <sup>9</sup>	Raun- gengi ísl. krónu <sup>10</sup>	Launa-visitata, 12 mán. %-br. <sup>11</sup>	Tekjujöfn. ríkis, % af tekjum frá áram. <sup>12</sup>	Tekjujöfn. 12 mán. %-breyt.	Verð-íbúðar- húsn. <sup>14</sup>	
1997.....	27,8	2,6	0,6	14,1	131,0	2,2	90,5	5,4	0,9	13,6	2,7
1998.....	29,6	2,2	0,8	17,0	136,6	11,8	91,9	9,4	4,6	9,8	7,0
1999.....	35,8	2,6	0,7	12,0	144,9	-4,8	93,6	6,8	8,7	47,4	21,8
2000.....	34,2	2,1	0,6	-13,9	149,3	-3,0	96,2	6,6	5,9	-19,3	13,5
2001.....	36,6	2,1	0,4	-29,5	196,6	203,1	1,6	83,6	1,4	8,8	-11,2
2002.....	37,2	2,5	0,2	4,5	203,4	191,2	3,3	88,3	2,5	7,2	16,7
2001											
Desember ...	36,6	2,1	0,4	-5,1	17,9	13,8	-	80,9	1,9	9,6	-11,2
2002											
Janúar.....	37,4	2,2	0,5	-	18,9	13,6	3,2	83,3	2,4	10,0	4,0
Febrúar.....	36,4	2,2	0,4	-	16,1	13,4	3,9	84,9	2,6	9,8	8,0
Mars.....	36,0	2,2	0,4	-	18,1	20,8	2,6	84,9	2,7	8,7	-0,9
Apríl.....	38,0	2,4	0,4	-	20,8	18,1	3,3	86,5	2,6	8,0	-3,7
Mai.....	36,4	2,4	0,4	-	18,2	15,6	5,8	89,4	2,5	7,5	-9,7
Júní.....	35,4	2,3	0,4	-	15,0	15,4	7,6	89,7	2,3	6,9	-6,8
Júlí.....	36,4	2,4	0,4	-	16,2	17,4	9,3	90,9	2,3	6,6	-8,0
Ágúst.....	37,5	2,4	0,4	-	14,6	13,4	0,5	91,1	2,2	6,0	-8,6
September ..	49,8	3,3	0,4	1,2	17,0	17,0	-0,6	89,5	2,2	5,8	-9,7
Október.....	36,5	2,4	0,3	1,2	18,8	17,1	0,3	89,3	2,5	5,9	-5,8
Nóvember ..	36,5	2,4	0,2	1,0	16,5	15,2	0,6	89,8	2,8	5,7	-7,2
Desember ...	37,2	2,5	0,2	1,1	13,3	14,4	4,2	91,5	3,0	5,4	-5,6
2003											
Janúar.....	36,2	2,5	0,2	5,5	16,1	11,4	2,9	93,5	3,8	5,5	-1,5
Febrúar.....	36,1	2,5	0,2	2,2	16,6	14,0	3,0	95,0	4,1	5,6	4,3
Mars.....	35,9	2,5	0,2	2,5	16,7	17,3	1,8	94,8	4,0	5,7	9,3
Apríl.....	...	...	...	2,1	...	...	...	94,8	...	...	...
Mai†.....	...	...	...	0,7	...	...	...	...	...	...	10,2

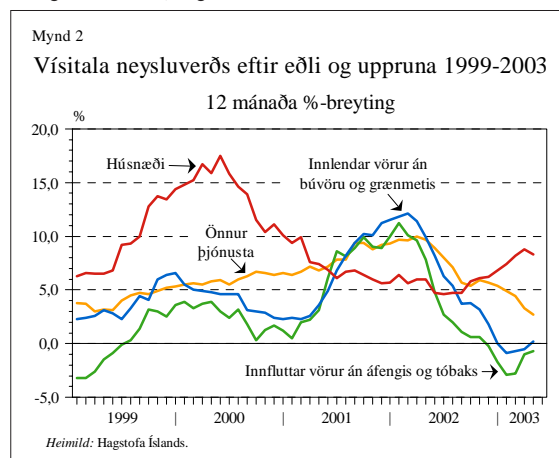
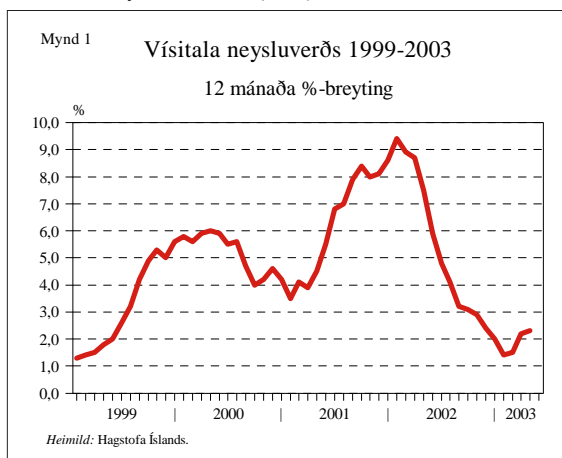
7. Gjaldyrisforði í lok tímabils sem hlutfall af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvörunnflutnings sl. 12 mánuði. 8. Í nefnara eru erlendir skammtíma- skuldbindingar innlámsstofnana og fjárfestingarbanka. 9. Verð í SDR. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 10. Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag á Íslandi og í 17 helstu vöruskiptilöndum. 1980 = 100. Meðaltal tímabils. 11. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 12. Greiðslugrunnur. 13. Úrvalsvísitala frá janúar 1998. Áður þingsvísitala VÞÍ. Árstölur eru breyting yfir ár. 14. Íbúðarhúsnæði á höfuðborgarsvæði (sjö sveitarfélög). Þriggja mánaða hlaupanði meðaltal núvirts fermetaverðs. Árstölur eru breyting yfir ár. † Til 9. maí 2003.

Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Ríkisbókhalð, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

## Tafla 2 Verðlagsþróun

	2002					2003			
	ágúst	sept.	okt.	nóv.	des.	jan.	feb.	mars	apríl
Vísitala neysluverðs (maí 1988 = 100) .....	221,8	222,9	224,1	223,7	223,9	224,7	224,3	226,7	227,0
<i>1 mánaðar %-breytingar:</i>									
Vísitala neysluverðs, .....	-0,5	0,5	0,5	-0,2	0,1	0,4	-0,2	1,1	0,1
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis .....	-1,0	0,6	0,3	-0,7	-0,9	0,5	0,5	0,2	0,3
Búvara og grænmeti .....	-0,8	0,6	-0,2	-0,8	-1,8	1,6	0,0	-0,4	-0,6
Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks .....	-2,3	0,6	1,1	-0,5	-0,8	-1,0	-1,3	2,8	0,4
Bensín .....	0,0	2,3	1,0	-1,2	-3,9	2,6	-0,4	5,0	-0,4
Húsnæði .....	0,4	1,2	0,3	0,5	1,2	1,1	0,9	1,0	0,7
Opinber þjónusta .....	1,2	0,6	0,2	0,2	0,0	3,0	0,2	0,4	0,0
Önnur þjónusta .....	0,8	0,0	0,4	0,1	0,3	0,5	0,1	0,0	-0,4
Samræmd neysluverðsvísitala ESB <sup>1</sup> .....	-0,5	0,5	0,4	-0,2	0,0	0,2	-0,2	1,1	...
<i>12 mánaða %-breytingar:</i>									
Vísitala neysluverðs .....	3,2	3,1	2,9	2,4	2,0	1,4	1,5	2,2	2,3
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis .....	3,7	3,8	3,2	1,8	0,0	-0,9	-0,7	-0,5	0,2
Búvara og grænmeti .....	-1,3	-0,5	-1,7	-2,7	-2,4	-4,4	-5,7	-4,2	-2,3
Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks .....	1,1	0,6	0,6	-0,2	-1,7	-2,9	-2,8	-1,0	-0,7
Bensín .....	-5,3	-4,0	-3,0	-0,2	-2,5	2,2	1,8	8,1	8,5
Húsnæði .....	4,7	5,8	6,1	6,2	6,8	7,4	8,2	8,8	8,3
Opinber þjónusta .....	4,0	4,0	3,2	3,4	3,5	4,8	6,2	6,6	6,6
Önnur þjónusta .....	5,7	5,4	5,9	5,7	5,4	4,9	4,4	3,3	2,7
Samræmd neysluverðsvísitala ESB <sup>1</sup> .....	3,5	3,2	3,0	2,3	1,9	1,1	1,1	1,9	...
Vísitala byggingarkostnaðar <sup>2</sup> .....	6,2	6,1	5,9	5,8	4,6	2,7	3,5	3,3	3,2
Fasteignaverð <sup>3</sup> .....	4,0	5,4	6,2	6,3	6,5	7,3	8,5	9,5	11,9
<i>Verðlag erlendis og á heimsmarkaði, 12 mán. %-br.</i>									
Vísitala neysluverðs í Bandaríkjunum .....	1,8	1,5	2,0	2,2	2,4	2,6	3,0	3,0	...
Vísitala neysluverðs á evrusvæði <sup>4</sup> .....	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,1	2,4	2,4	2,1
Hrávöruverð (án olíu) á heimsmarkaði .....	1,3	7,8	13,4	11,3	12,3	13,0	...	...	...
Oliuverð <sup>5</sup> .....	3,9	10,7	35,1	28,2	52,6	60,5	60,8	27,8	-2,8

1. Frábregðin neysluverðsvísitala Hagstofunnar að því leyti að eigin húsnæði, menntun og heilsugæslu er sleppt. 2. M.v. mælitíma. 3. Núvirt fermetravæði íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu (sjó sveitarfélög). 12 mán. %-breyting hreyfanlegra þriggja mán. meðaltala. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur. 4. Samræmd neysluverðsvísitala (HICP). 5. Brent hráolía. Heimildir: EcoWin, Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands.

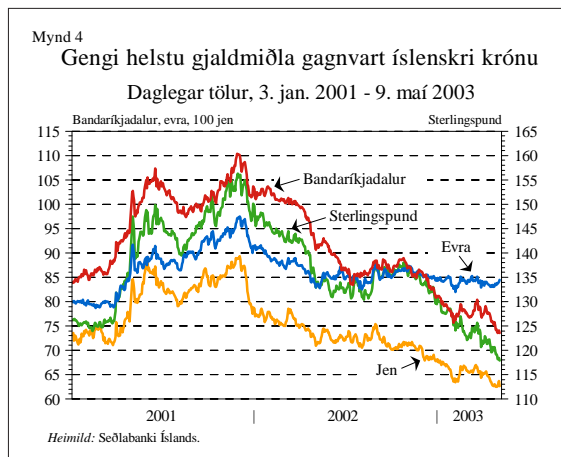
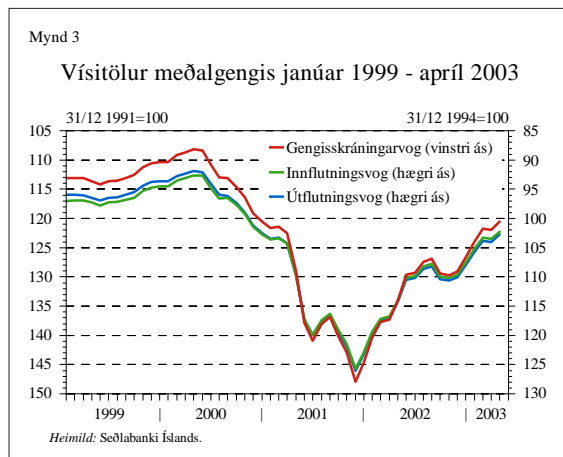


### Tafla 3 Gengisþróun

Mánaðarmeðaltöl	2002					2003				3 mán. %- br. til 30. apríl
	ágúst	sept.	okt.	nóv.	des.	jan.	feb.	mars	apríl	
<i>Vísitölur meðalgengis:</i>										
Gengisskráningargvog (31/12 '91 = 100) .....	126,9	129,4	129,7	129,1	126,6	123,9	121,7	122,0	120,5	1,5
Innflutningsvog (31/12 '94 = 100) <sup>1</sup> .....	107,8	110,0	110,2	109,6	107,5	105,2	103,3	103,5	102,3	1,4
Útflutningsvog (31/12 '94 = 100) <sup>1</sup> .....	108,1	110,3	110,6	110,1	108,0	105,7	103,9	104,1	102,8	1,6
<i>Gengisskráning Seðlabanka Íslands:<sup>2</sup></i>										
Bandaríkjadalur .....	86,1	87,5	87,7	86,1	83,5	79,5	77,7	78,0	77,1	2,4
Evra .....	84,2	85,8	86,1	86,2	85,1	84,5	83,7	84,3	83,5	-0,5
Japanskt jen .....	0,724	0,725	0,708	0,708	0,684	0,670	0,651	0,658	0,642	2,8
Sterlingspund .....	132,2	136,1	136,6	135,3	132,5	128,5	125,1	123,5	121,2	6,0
Dönsk króna .....	11,33	11,55	11,58	11,60	11,45	11,37	11,26	11,36	11,24	-0,6
Norsk króna .....	11,33	11,66	11,72	11,77	11,65	11,52	11,09	10,76	10,66	4,8
Sænsk króna .....	9,11	9,36	9,45	9,49	9,35	9,21	9,15	9,15	9,12	-1,6

% - breytingar <sup>3</sup>	Milli ársmeðaltala				Frá ársbyrjun til loka mán.			Sl. 12 mán. til loka		
	1999	2000	2001	2002	apr: '01	apr: '02	apr: '03	apr: '01	apr: '02	apr: '03
<i>Vísitölur meðalgengis:</i>										
Gengisskráningargvog (31/12 '91 = 100) .....	0,2	-0,1	-16,7	3,0	-9,2	8,2	4,4	-19,0	1,5	9,6
Innflutningsvog (31/12 '94 = 100) .....	0,2	0,2	-16,4	3,1	-9,1	8,2	4,4	-18,6	1,6	9,7
Útflutningsvog (31/12 '94 = 100) .....	0,1	-0,2	-17,0	3,0	-9,2	8,2	4,4	-19,2	1,4	9,5
<i>Gengisskráning Seðlabanka Íslands:<sup>2</sup></i>										
Bandaríkjadalur .....	-1,8	-8,2	-19,3	6,9	-12,3	9,8	7,4	-21,7	2,8	25,1
Evra .....	2,6	-4,7	-16,5	5,2	-8,1	7,8	1,2	-20,1	1,2	1,2
Japanskt jen .....	-14,6	-12,6	-9,1	10,2	-5,7	7,3	8,2	-9,7	6,8	16,4
Sterlingspund .....	0,6	-1,7	-15,3	2,6	-8,8	9,2	8,4	-14,4	1,0	14,2
Dönsk króna .....	2,5	6,5	-17,0	1,2	-8,0	7,8	1,2	-20,0	0,8	1,1
Norsk króna .....	1,5	3,7	-17,7	-5,2	-9,8	2,6	8,9	-20,7	-5,2	4,8
Sænsk króna .....	2,1	2,0	-9,0	0,4	-5,3	7,7	0,6	-10,7	3,1	-0,4

1. Viðskiptavegið gengi gjaldmiðla 17 helstu viðskiptalandanna gagnvart krónunni. 2. Gengi hvers gjaldmiðils gagnvart íslenskrri krónu. Miðað er við meðgengi, þ.e. meðaltal kaup- og sölugengis. 3. Allar breytingar eru reiknaðar á þann hátt að að jákvætt formerki táknar styrkingu krónunnar en neikvætt formerki táknar veikingu hennar. Heimild: Seðlabanki Íslands.

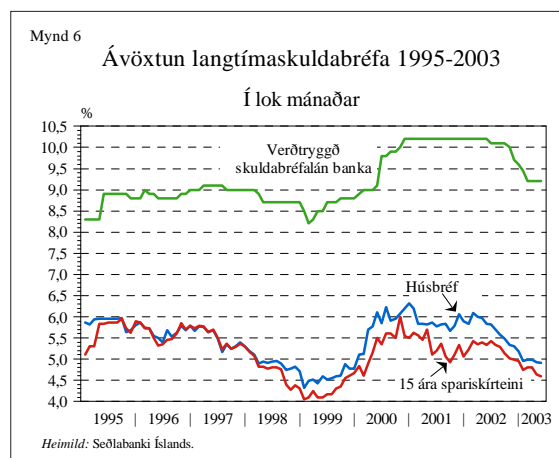
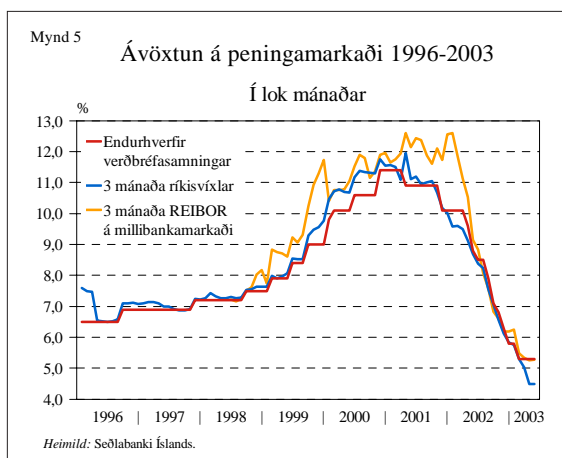


## Tafla 4 Vextir

Allar tölur eru í %	Ársmeðaltöl <sup>1</sup>			Í lok mánaðar október 2002 - apríl 2003							
	2000	2001	2002	okt.	nóv.	des.	jan.	feb.	mars	apríl	
<i>Vextir Seðlabanka Íslands<sup>2</sup></i>											
Viðskiptareikningar lánastofnana .....	5,9	6,8	5,5	5,4	4,6	4,3	3,8	3,3	3,3	2,8	
Bindiskyldureikningar.....	8,7	9,4	7,1	6,7	5,9	5,6	5,1	4,6	4,6	4,1	
Daglán, forvextir .....	11,4	12,3	10,7	9,2	8,7	8,2	8,2	7,7	7,7	7,7	
Endurhverf verðbréfa kaup <sup>3</sup> .....	10,4	10,9	8,4	6,8	6,3	5,8	5,8	5,3	5,3	5,3	
<i>Ávöxtun á peningamarkaði<sup>4</sup></i>											
REIBOR, yfir nótt.....	11,0	12,3	9,3	7,2	6,3	5,9	6,2	5,5	4,8	5,0	
REIBOR, 1 mán.....	11,1	12,1	9,0	6,9	6,2	6,2	6,3	5,5	5,2	5,1	
REIBOR, 3 mán.....	11,2	12,0	8,9	6,6	6,2	6,2	6,3	5,5	5,4	5,3	
REIBOR, 6 mán.....	11,3	11,8	8,8	6,6	6,2	6,1	6,3	5,6	5,5	5,5	
Ríkisvixlar, 3 mán. (á VPÍ).....	11,1	11,0	7,9	6,6	6,1	5,8	5,8	5,3	5,0	4,5	
Ríkisvixlar, 12 mán. (á VPÍ).....	11,3	10,9	7,9	6,6	6,2	5,9	6,3	5,3	5,1	5,0	
Bankavixlar, 3 mán. (á VPÍ) <sup>5</sup> .....	11,5	12,5	9,2	7,0	6,4	6,2	6,2	5,6	5,5	5,7	
<i>Ávöxtun á skuldabréfamarkaði<sup>6</sup></i>											
Ríkisbréf allt að 5 ára .....	11,1	10,6	8,1	7,1	6,9	6,9	7,0	7,3	6,9	7,0	
Spariskirteini 5 ára.....	6,0	5,8	5,4	4,8	4,8	4,5	4,4	4,4	4,4	4,0	
Spariskirteini 10 ára.....	5,3	5,3	5,2	5,0	5,0	4,9	4,7	4,8	4,8	4,6	
Húsbréf 25 ára.....	5,9	5,9	5,7	5,3	5,3	5,2	5,0	5,0	5,0	4,9	
Bankabréf <sup>7</sup> .....	6,6	7,0	6,9	6,4	6,5	6,2	6,2	6,0	5,8	5,5	
<i>Útlánsvextir banka og sparisjóða<sup>8</sup></i>											
Óverðtryggt skuldabréf, meðalvextir.....	16,7	18,0	15,4	13,6	13,0	12,5	12,5	12,0	12,0	12,0	
Verðtryggt skuldabréf, meðalvextir .....	9,5	10,2	10,1	10,0	9,7	9,6	9,4	9,2	9,2	9,2	
<i>Vextir skv. 10. gr. laga nr. 38/2001 (áður 10. gr. laga nr. 25/1987)<sup>9</sup></i>											
Dráttarvextir í íslenskum krónum.....	21,9	23,7	21,3	20,5	20,5	20,5	17,5	17,5	17,5	17,5	

1. Einföld meðaltöl mánaðarlokatalna. Tölur um vexti Seðlabankans eru þó tímavegin meðaltöl. 2. Mánaðartölur eru þeir vextir sem gilda í lok mánaðar. 3. Ávöxtun á uppboðum. Mánaðartölur eru þeir vextir sem giltu í síðasta uppboði mánaðarins. 4. REIBOR eru vextir krónulána á millibankamarkaði. 5. Meðalávöxtun 75-105 daga bankavixla á VPÍ. 6. Ávöxtun í kaupþilboðum á VPÍ. Fyrir verðtryggt skuldabréf er sýnd ávöxtun umfram verðtryggingu. 7. Meðalkrafa safns óuppsegjanlegra verðtryggðra kúlubréfa sem er nú með rúmlega 5 ára líftíma. 8. Frá 1. júlí 2001 birtir Seðlabankinn vegna meðalvexti banka og sparisjóða einungis sem tölfræðilegar upplýsingar en ekki til viðmiðunar í ákvæðum lánasamninga. Sjá frétt bankans nr. 26/2001 frá 26. júní 2001. 9. Sýndir eru þeir vextir sem gilda lögformlega í mánuðinum, sbr. lög nr. 38/2001. Dráttarvextir gilda í sex mánuði í senn frá 1. júlí 2001.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

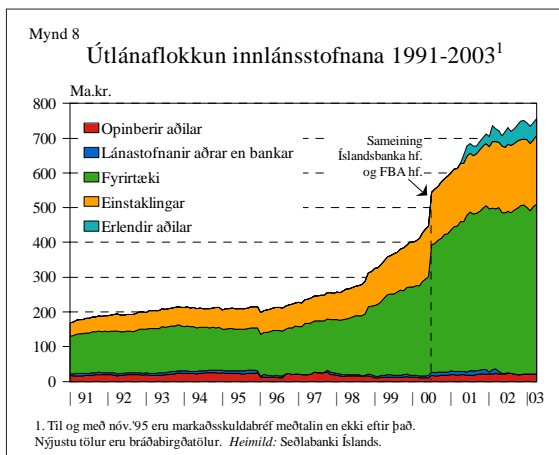
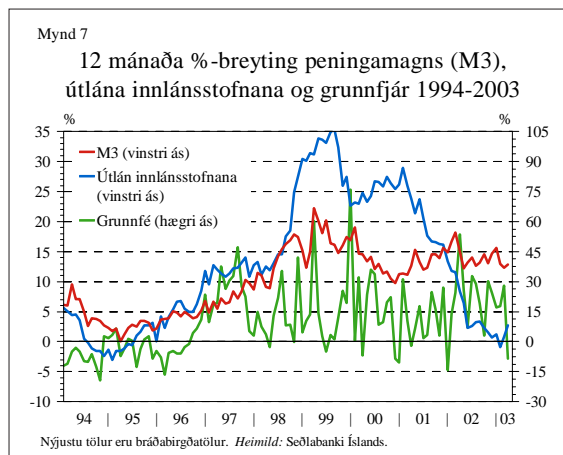




## Tafla 5 Peningastærðir og útlán

Staða í ma.kr. Mars 2003	%breyting yfir ár			1 mán. breyt. í ma.kr.			12 mán. %breyting			
	2000	2001	2002	jan. '03	feb. '03	mars '03	mars '01	mars '02	mars '03	
<i>Úr reikningum Seðlabankans</i>										
Erl. eignir til skamms tíma, nettó.....	25,9	.	.	.	2,5	1,7	0,8	.	.	.
Kröfur á ríkissjóð og ríkisstofnanir, nettó	-26,7	.	.	.	-2,8	5,7	-8,8	.	.	.
Kröfur á innlánsstofnanir.....	73,8	32,0	38,7	27,9	4,4	0,8	-0,5	40,4	119,4	-18,3
Grunnfé.....	37,1	-10,4	-14,2	17,2	4,4	7,3	-7,3	-2,1	53,5	-8,5
Seðlar og mynt í umferð.....	6,9	0,2	3,6	3,4	-0,6	0,0	-0,2	7,3	7,0	-1,9
Sjóður og innstæður innlánsstofnana ..	30,2	-13,0	-19,2	22,3	5,1	7,3	-7,1	-4,8	68,9	-9,8
<i>Úr reikningum innlánsstofnana<sup>1</sup></i>										
Seðlabankaliðir, nettó.....	-44,4	.	.	.	0,5	7,4	-8,2	.	.	.
Skammtímastaða, nettó.....	-70,5	.	.	.	-4,7	0,4	0,0	.	.	.
Útlán og markaðsskuldabréf alls <sup>2</sup> .....	959,9	24,8	22,5	2,5	-4,6	17,8	27,0	24,7	16,4	5,1
Útlán alls.....	756,6	26,7	19,7	1,9	-8,1	10,8	11,2	24,5	12,9	4,8
Opinberir aðilar.....	20,6	13,4	9,3	3,7	-0,6	1,5	-1,5	28,6	16,8	-7,0
Lánastofnanir aðrar en bankar.....	-	106,8	-45,2	.	-	-	-	51,9	-35,2	.
Atvinnuvegir.....	488,7	25,5	15,5	2,3	-8,6	10,4	6,9	26,5	9,1	3,7
Einstaklingar.....	198,5	25,8	9,9	8,6	-2,9	0,3	5,9	15,4	13,4	4,7
Erlendir aðilar.....	48,9	.	1.569,1	13,2	4,0	-1,3	-0,1	.	.	49,8
Markaðsskuldabréf.....	131,0	14,0	23,9	-4,1	2,4	7,3	5,8	22,9	9,5	10,0
Innlend útlán og markaðsskuldabréf <sup>3</sup> ...	898,9	23,8	17,2	1,0	-7,1	18,8	27,5	23,0	12,3	3,5
Innlend útlán.....	707,8	26,2	13,4	1,2	-12,1	12,2	11,3	23,8	8,4	2,7
Innstæður.....	400,6	11,5	15,1	15,8	-5,9	3,4	14,4	12,7	15,2	13,0
Verðbréfaútgáfa.....	227,5	60,2	18,9	2,4	13,8	11,6	-4,9	52,3	14,3	7,9
Erlendar skuldir.....	305,8	29,3	20,3	-0,6	-5,6	14,2	3,4	18,3	16,8	-0,6
<i>Úr reikningum bankakerfisins<sup>1</sup></i>										
Erlendar eignir, nettó.....	-229,0	97,0	9,8	7,1	16,2	-7,8	-16,4	51,8	14,8	-2,0
Útlán og markaðsskuldabréf.....	941,4	25,4	21,2	2,0	-7,5	23,6	18,1	26,0	12,1	6,1
Peningamagn, (M1) <sup>4</sup> .....	82,6	4,4	-2,3	25,4	-7,9	-1,4	3,0	0,2	4,9	12,7
Peningamagn og alm. sparifé, (M2) <sup>5</sup> ....	162,0	-3,5	11,0	10,1	-6,1	2,0	5,2	2,9	5,5	11,6
Peningamagn og sparifé, (M3) <sup>6</sup> .....	407,5	11,2	14,9	15,6	-6,6	3,5	14,3	12,6	15,0	12,8
Peningamagn, sparifé og verðbréf (M4) <sup>7</sup>	635,0	25,1	16,3	10,7	7,3	15,1	9,4	24,6	14,7	11,0

1. Breytingar hafa verið reiknaðar út frá stöðutölum innlánsstofnana og FBA frá mars 1998. Þetta á við um liðna útlán (og undirflokkja þeirra), markaðsskuldabréf, verðbréfaútgáfu, erlent lánsfé og M4. 2. Ríkisvixlar, hlutabréf og eignarleigusamningar meðtaldir. 3. Upplýsingar um útlán til eindra aðila liggja fyrir frá janúar 2001. 4. Samtala seðla og myntar í umferð og veltiinnlána innlánsstofnana. 5. Seðlar, mynt og óbundnar innstæður innlánsstofnana. 6. M2 auk bundinna innstæðna innlánsstofnana. 7. M3 auk verðbréfaútgáfu innlánsstofnana. Heimild: Seðlabanki Íslands.

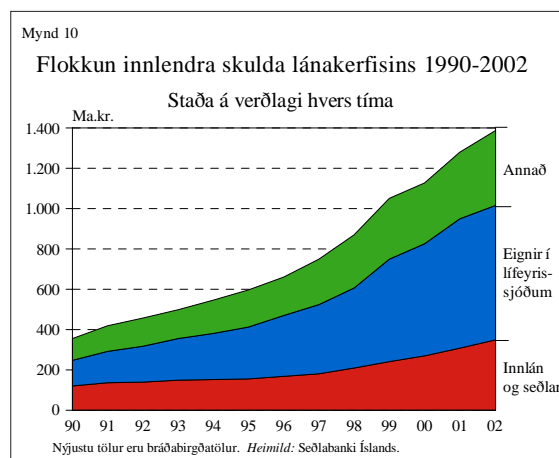
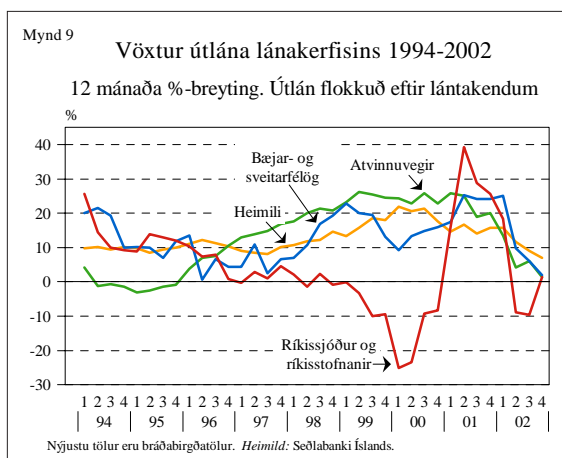


## Tafla 6 Reikningar lánakerfisins <sup>1</sup>

	Staða í ma.kr. Des. '02	%breyting yfir ár						3 mán. %-br. til loka		
		1997	1998	1999	2000	2001	2002	júni '02	sept. '02	des. '02
<b>Eignir</b>										
Útlán og innlend verðbréfaeign.....	1.985,0	11,8	15,1	17,1	17,4	19,1	3,5	-1,3	2,1	0,7
Bankakerfi .....	844,7	16,5	27,2	23,7	44,4	13,2	8,5	-1,0	0,9	0,3
Fjárfestingarbankar o.fl. ....	72,4	25,0	21,0	22,9	-39,3	33,2	-40,1	0,0	2,4	5,2
Íbúðalánasjóður .....	390,5	7,5	7,2	13,9	12,0	18,1	11,5	2,4	2,5	3,2
Lífeyrissjóðir .....	561,8	14,5	8,9	17,9	4,6	17,7	12,4	2,3	1,7	4,7
Tryggingarfélög .....	59,7	4,7	9,6	10,1	24,1	12,2	13,3	-8,3	6,1	1,1
Eignarleigur .....	47,1	76,4	38,9	23,7	29,0	13,3	-4,6	-1,6	1,7	-1,3
Verðbréfasjóðir .....	125,6	68,0	123,5	24,1	-14,0	22,3	39,2	14,9	10,8	5,1
Útlönd.....	872,8	11,7	19,3	23,6	40,0	30,5	-5,1	-1,6	0,5	-1,4
Lánasjóðir ríkisins <sup>2</sup> .....	338,3	1,6	-3,7	2,2	0,0	31,9	-3,2	-0,6	3,9	-6,8
Milli samtala.....	3.313,0	12,5	15,5	18,2	18,5	21,9	3,2	0,1	1,9	0,4
frá dragast innbyrðis viðskipti.....	1.327,9	13,6	16,0	19,9	20,3	26,3	2,7	2,2	1,5	-0,2
Eignir = skuldir.....	1.985,0	11,8	15,1	17,1	17,4	19,1	3,5	-1,3	2,1	0,7
<b>Skuldir</b>										
Innlendar skuldir.....	1.387,2	13,7	16,1	21,0	7,2	13,5	8,3	-0,8	3,2	1,7
Innlán og seðlar.....	349,6	9,0	15,7	16,6	11,1	14,9	13,2	1,8	4,8	2,3
Verðbréf.....	175,0	15,6	30,2	23,0	8,4	6,6	10,1	4,1	5,9	1,4
Tryggingarsjóður .....	49,0	4,8	5,8	9,1	11,5	15,6	8,3	-0,5	-1,6	0,8
Lífeyrissjóðir .....	666,5	14,4	15,2	27,4	9,9	14,9	4,1	-2,0	-0,7	4,0
Eigið fé lánastofnana.....	183,3	9,5	5,7	-1,9	14,3	26,0	18,1	-1,3	0,4	8,9
Annað, nettó .....	-36,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Erlendar skuldir, nettó .....	597,8	6,9	12,6	6,0	50,8	32,0	-6,2	-2,2	-0,3	-1,5
<b>Flokkun útlána og verðbréfaeignar lánakerfisins:</b>										
Ríkissjóður og ríkisstofnanir .....	158,6	4,5	-0,9	-9,5	-8,4	25,7	1,4	-9,7	8,8	2,9
Bæjar- og sveitarfélög.....	90,8	6,6	19,3	13,1	15,9	24,1	1,9	-2,2	0,6	1,8
Atvinnuvegir.....	975,2	16,9	20,8	24,5	22,8	20,1	1,3	-2,3	2,2	-0,4
Heimili .....	760,4	10,1	14,6	18,0	17,6	15,7	7,0	2,1	1,0	1,6

1. Til lánakerfisins teljast bankakerfið, fjárfestingarlánasjóðir, lífeyrissjóðir, lánasjóðir ríkis, tryggingarfélög, eignarleigur, verðbréfasjóðir og erlendir aðilar. Tölur eru að nokkru leyti áætlaðar. 2. Breytt aðferð gerir að verkum að tölur fyrir árið 1997 og síðar eru ekki sambærilegar við tölur fyrir ára.

Heimild: Seðlabanki Íslands.



## Tafla 7 Fjármálamarkaður

Í lok tímabils	Staða í ma.kr.			1 mán. %-breytingar			12 mán. %-breytingar		
	2001	2002	mars '03	jan. '03	feb. '03	mars '03	jan. '03	feb. '03	mars '03
Peningamarkaður <sup>1</sup> .....	22,2	29,4	45,2	20,9	-7,7	38,0	14,1	-11,7	27,1
Skuldabréfamarkaður <sup>2</sup> .....	645,8	709,7	742,2	2,7	1,4	0,4	9,4	11,8	12,3
þar af spariskirteini ríkissjóðs.....	69,0	55,8	48,7	1,0	-14,2	0,9	-18,1	-29,8	-29,5
þar af húsbref.....	225,3	259,2	270,0	1,2	1,2	1,8	13,8	14,2	15,3
Hlutabréfamarkaður.....	428,0	529,3	542,6	0,2	2,0	0,3	16,6	15,4	13,0
Hlutdeildarskirteini verðbréfasjóða.....	99,8	129,9	143,9	5,4	3,4	1,6	34,1	39,3	43,1

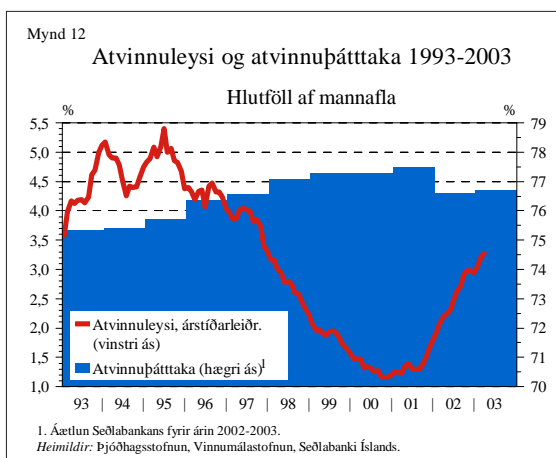
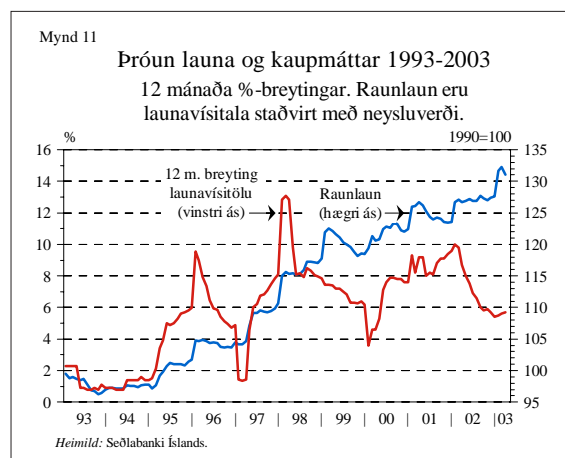
1. Markaðsvixlar ríkissjóðs, banka og sparissjóða og fjárfestingarlánasjóða. 2. Spariskirteini, ríkisbréf, húsbref, húsnæðisbréf, skráð skuldabréf banka, sparissjóða, fjárfestingarlánasjóða, eignarleigna, fyrirtækja og sveitarfélaga og erlendra aðila. Hlutdeildarskirteini verðbréfasjóða ekki meðtalin.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Tafla 8 Vinnumarkaður

Breytingar vísitalna eru í % en aðrar breytingar sýna fjölgun/fækkun leyfa og starfa	Meðaltöl			1 mán. breyting			12 mán. breyting		
	2001	2002	mars '03	jan. '03	feb. '03	mars '03	mars '01	mars '02	mars '03
Launavísitala (1990=100).....	182,0	195,0	204,8	3,6	0,2	0,1	9,2	8,7	5,7
Raunlaun (1990 = 100) <sup>1</sup> .....	124,7	127,5	131,0	3,3	0,4	-0,9	5,1	0,0	3,4
Fjöldi nýrra atvinnuleyfa.....	4.505	3.637	179	-47	-44	10	65	-20	-85
Laus störf hjá vinnumiðlunum um land allt.....	536	221	296	1	36	126	239	-362	71
Höfuðborgarsvæðið.....	319	66	107	39	15	19	134	-287	35
<i>Meðaltal tímabils</i>	2000	2001	2002	jan. '03	feb. '03	mars '03	mars '01	mars '02	mars '03
Fjöldi atvinnulausra.....	1.865	2.009	3.631	5.208	5.758	5.645	2.013	3.692	5.645
Atvinnuleysi (hlutfall af mannafla).....	1,3	1,4	2,5	3,8	4,1	4,0	1,5	2,7	4,0
Árstíðaleiðrétt atvinnuleysi (hlutfall af mannafla)	.	.	.	3,1	3,2	3,3	1,2	2,2	3,3
<i>Meðaltöl</i>				3 mán. %-breyting			12 mán. %-breyting		
Ársfjórðungslegar mælingar	2001	2002	I '03	III '02	IV '02	I '03	I '01	I '02	I '03
Launavísitala (1990=100).....	181,9	195,0	204,4	0,4	0,7	4,0	8,9	9,5	5,6
Laun á almennum vinnumarkaði.....	169,4	178,6	187,3	0,3	0,4	4,4	11,1	6,4	5,3
Laun opinb. starfsmanna og bankamanna.....	202,1	221,9	232,8	0,7	1,1	3,5	5,7	14,1	6,2

1. Staðvirk með neysluverðsvisitölu. Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

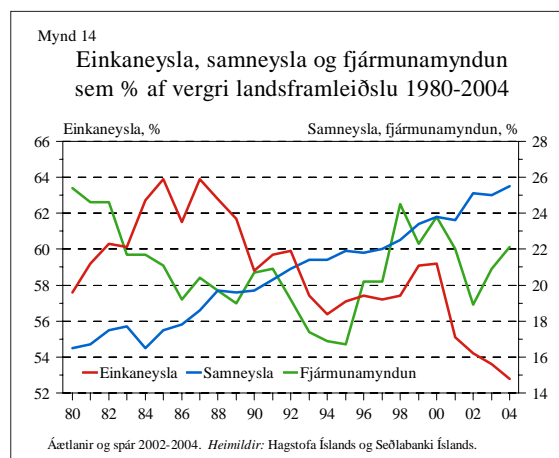
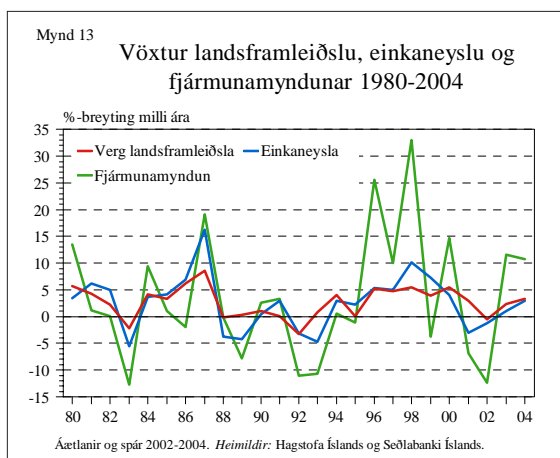


## Tafla 9 Þjóðhagslegt yfirlit - árlegar tölur

Milljarðar króna	1996	1997	1998	1999	2000	Áætlun <sup>1</sup>		Spá <sup>1</sup>	
						2001	2002	2003	2004
Verg landsframleiðsla (VLF), verðlag hvers árs	485,2	512,7	567,6	606,6	658,2	740,7	774,4	809,0	856,3
Viðskiptajöfnuður, verðlag hvers árs .....	-8,7	-8,9	-39,5	-42,6	-67,1	-29,0	1,8	-9,1	-19,1
VLF á föstu verði ársins 1990.....	396,4	404,9	427,2	444,0	468,5	482,2	479,9	503,8	520,2
VÞF á föstu verði ársins 1990.....	383,5	394,7	425,3	441,4	457,0	469,3	475,9	498,3	512,9
<i>Magnbreytingar milli ára í %</i>									
Einkaneysla .....	5,4	5,0	10,2	7,3	4,0	-3,0	-1¼	1	3
Samneysla.....	1,2	2,5	3,4	4,5	3,8	2,9	3	2	2½
Fjármunamyndun.....	25,6	10,0	33,0	-3,7	14,7	-6,9	-12¾	11½	10¾
Atvinnuvegir.....	46,1	17,8	39,0	-5,8	14,9	-14,3	-19½	14½	19¾
Íbúðarhúsnæði .....	7,1	-9,3	-1,1	0,3	10,5	17,8	5¼	3	3½
Híð opinbera .....	-3,7	6,6	22,9	0,9	18,1	-1,5	-8¼	14	-7
Þjóðarútgjöld .....	7,1	5,5	13,5	4,0	6,7	-3,6	-2½	3½	4½
Útflutningur vöru og þjónustu.....	9,8	5,5	2,0	4,0	5,0	7,9	3	1¼	3¾
Vöruútflutningur.....	9,1	1,9	-2,6	7,1	-1,3	7,2	6	1	4
Þjónustuútflutningur .....	12,0	16,0	13,2	-2,5	19,3	9,1	-2¾	2	3¼
Innflutningur vöru og þjónustu .....	16,5	7,7	23,5	4,2	8,0	-9,0	-2½	4	7
Vöruinnflutningur.....	16,6	5,8	24,3	3,2	2,8	-10,0	-3¼	3¼	7½
Þjónustuinnaflutningur .....	16,9	15,8	21,2	6,9	21,5	-6,9	-1	5¼	5¾
Verg landsframleiðsla (VLF).....	5,2	4,7	5,5	3,9	5,5	2,9	-½	2½	3¼
Verg þjóðarframleiðsla (VÞF).....	4,6	2,9	7,7	3,8	4,6	2,3	1½	2½	3
Vergar þjóðartekjur.....	4,6	5,6	7,7	3,8	3,4	2,4	2	2	3¼
Viðskiptakjör vöru- og þjónustuviðskipta.....	-3,1	2,1	5,6	-0,8	-2,7	0,3	½	-½	¾
<i>Hlutföll af VLF (%)</i>									
Einkaneysla .....	57,4	57,2	57,4	59,1	59,2	55,1	54¼	53½	52¾
Fjármunamyndun.....	20,2	20,2	24,5	22,3	23,8	22,0	19	21	22
Viðskiptajöfnuður.....	-1,8	-1,7	-7,0	-7,0	-10,2	-3,9	¼	-1	-2¼
Þjóðhagslegur sparnaður.....	18,4	18,4	17,7	15,2	13,9	17,8	18¾	19¼	19¼

1. Áætlanir og spár Seðlabanka Íslands fyrir 2002-2004.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



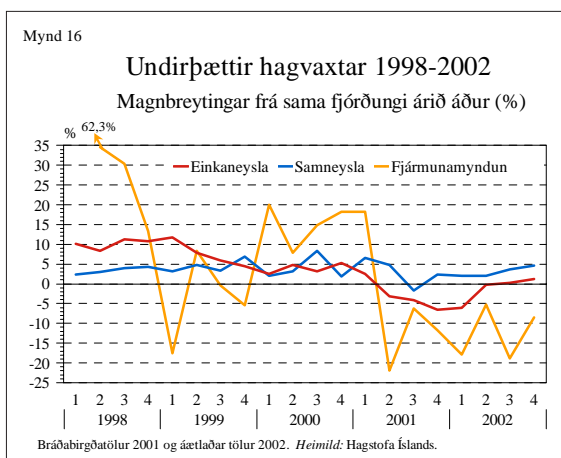
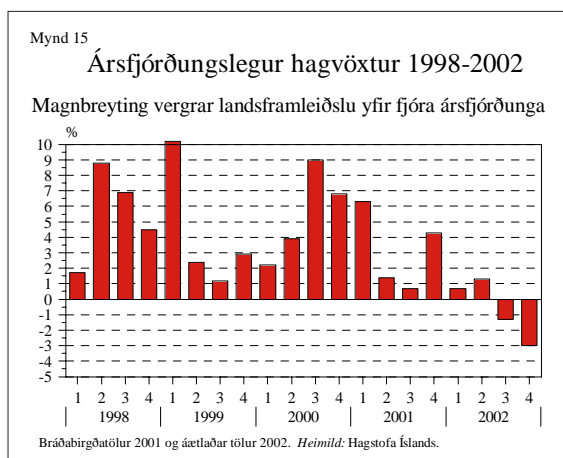
**Tafla 9 (frh.) Þjóðhagslegt yfirlit - ársfjórðungstölur**

Milljarðar króna	Einkaneysla	Samneysla	Fjármunamyndun	Birgðabreyt.	Þjóðargjöld	Útflutn.	Innflutn.	Verg landsframleiðsla
1999: 4. ársfj.	96.852	37.833	31.389	-8	166.066	53.214	-61.365	157.915
2000: 1. ársfj.	88.430	36.698	35.168	-332	159.964	49.849	-57.672	152.141
2000: 2. ársfj.	97.451	38.736	42.806	291	179.284	56.021	-71.618	163.687
2000: 3. ársfj.	98.315	40.284	39.740	-469	177.870	66.790	-73.971	170.689
2000: 4. ársfj.	105.377	41.023	38.729	3.004	188.134	58.972	-75.376	171.730
2001: 1. ársfj.	95.228	40.828	45.448	-2.739	178.765	64.764	-74.773	168.756
2001: 2. ársfj.	102.181	43.575	37.085	53	182.894	71.819	-74.897	179.816
2001: 3. ársfj.	102.771	43.998	42.310	622	189.700	84.318	-84.131	189.887
2001: 4. ársfj.	108.233	46.647	38.182	-20	193.042	82.731	-73.478	202.295
2002: 1. ársfj.	100.194	46.895	41.037	-339	187.786	76.524	-71.466	192.844
2002: 2. ársfj.	105.119	48.331	36.539	-896	189.094	78.650	-75.482	192.262
2002: 3. ársfj.	104.809	48.377	34.071	825	188.082	80.083	-75.402	192.763
2002: 4. ársfj.	109.351	51.133	34.885	229	195.598	72.063	-71.111	196.550

*Magnbreyting frá sama fjórðungi árið áður (%)*

1999: 4. ársfj.	4,5	6,9	-5,4	0,0	2,9	6,1	5,6	2,9
2000: 1. ársfj.	2,5	2,0	20,0	-0,4	5,6	-0,3	9,1	2,2
2000: 2. ársfj.	4,8	3,1	7,9	-0,1	5,2	3,2	6,3	3,9
2000: 3. ársfj.	3,1	8,3	14,9	-0,1	6,5	14,9	8,2	9,0
2000: 4. ársfj.	5,2	1,8	18,2	2,4	9,4	1,3	8,8	6,8
2001: 1. ársfj.	2,6	6,6	18,2	-1,7	5,4	15,4	11,5	6,3
2001: 2. ársfj.	-3,2	4,8	-21,9	-0,3	-6,7	2,9	-16,4	1,4
2001: 3. ársfj.	-4,1	-1,7	-6,2	0,8	-3,4	1,4	-8,1	0,7
2001: 4. ársfj.	-6,6	2,3	-11,8	-2,3	-8,0	13,9	-19,8	4,3
2002: 1. ársfj.	-6,0	2,1	-17,8	1,7	-6,0	3,0	-13,8	0,7
2002: 2. ársfj.	-0,3	2,0	-5,2	-0,7	-1,6	10,7	2,6	1,3
2002: 3. ársfj.	0,2	3,7	-18,8	0,3	-3,1	1,2	-3,2	-1,3
2002: 4. ársfj.	1,3	4,7	-8,5	0,2	0,2	-2,6	6,8	-3,0

Heimild: Hagstofa Íslands.



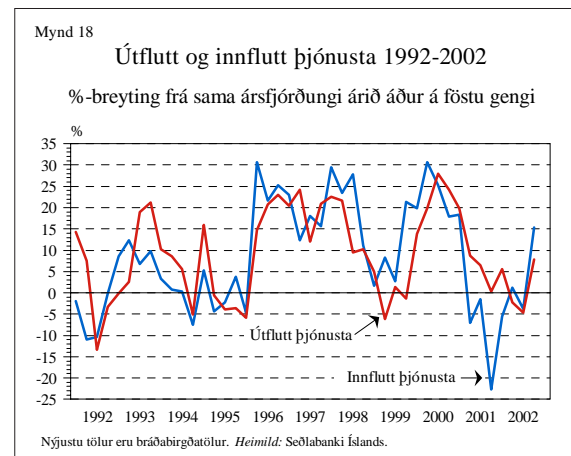
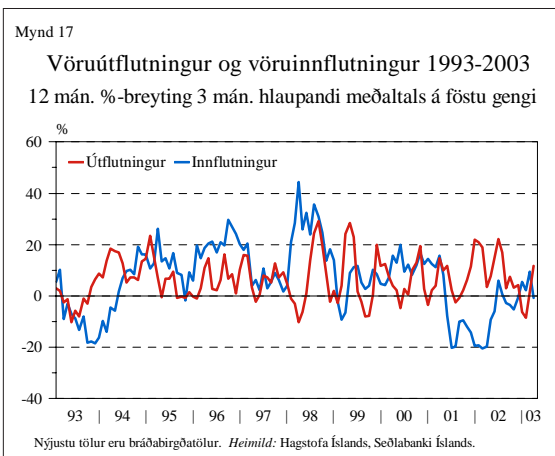


**Tafla 10 Greiðslujöfnuður<sup>1</sup> (frh. á næstu síðu)**

<b>Vöruviðskipti</b>	<i>Milljarðar króna</i>					<i>Breyting frá fyrra ári<sup>2</sup> í % m.v.</i>		
	1999	2000	2001	2002 Jan.-mars '03		3 mán.	6 mán.	12 mán.
Vöruskiptajöfnuður .....	-22,9	-38,0	-6,7	12,2	6,6	.	.	.
Útfluttar vörur f.o.b.....	144,9	149,3	196,4	203,4	49,4	3,1	-1,8	5,9
Útfluttar vörur án skipa og flugvéla	138,5	146,1	193,1	201,1	48,8	2,5	-1,9	5,8
Sjávarafurðir .....	97,7	94,5	121,8	127,7	29,6	0,2	-2,5	5,7
Ál og kísiljárn .....	25,7	31,6	44,4	43,5	11,7	10,2	5,7	6,5
Aðrar iðnaðarvörur .....	11,4	15,1	19,0	23,6	4,2	-25,4	-18,9	6,5
Innfluttar vörur f.o.b. ....	167,8	187,3	203,1	191,2	42,8	-0,4	2,5	1,8
Innfluttar vörur án skipa og flugvéla	159,7	177,5	190,1	180,0	40,9	11,5	7,8	5,0
Neysluvörur .....	58,3	59,3	60,8	59,5	14,5	.	7,1	6,8
Fjárfestingarvörur (án flutn.tækja)	41,5	44,3	44,4	38,6	8,9	11,9	6,6	0,8

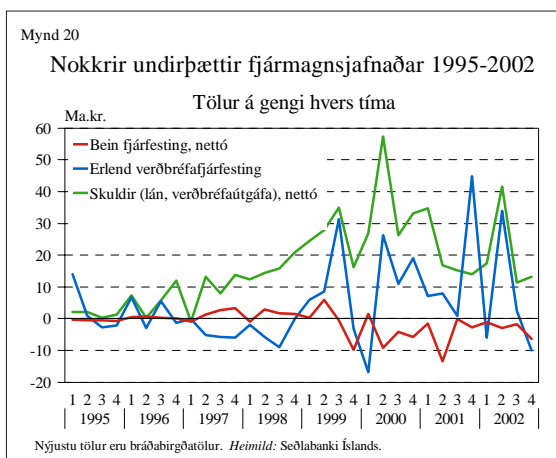
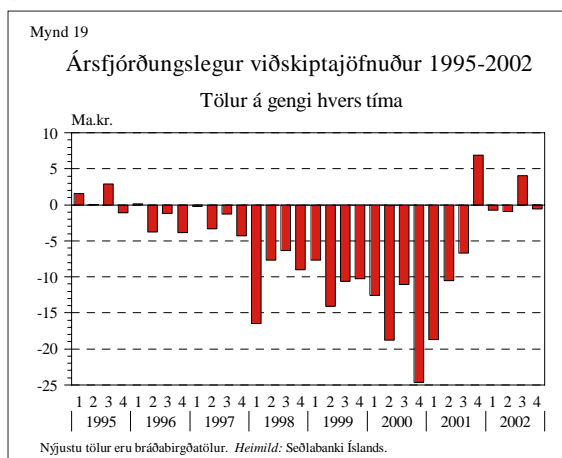
<b>Þjónustu- og þáttaviðskipti</b>	<i>Milljarðar króna</i>					<i>Breyting frá fyrra ári<sup>2</sup> í % m.v.</i>		
	1999	2000	2001	2002 4. ársfj. 2002		3 mán.	6 mán.	12 mán.
Þjónustujöfnuður .....	-6,9	-9,5	2,3	1,1	-1,0	.	.	.
Útflutt þjónusta, alls.....	67,2	82,4	107,0	103,9	23,5	7,8	0,7	-0,1
Samgöngur .....	30,8	40,8	50,9	51,8	11,6	21,3	7,5	4,8
Ferðalög .....	16,1	18,0	22,9	22,8	4,6	18,9	7,1	2,7
Önnur þjónusta .....	20,3	23,6	33,3	29,2	7,3	-12,9	-13,9	-9,7
Innflutt þjónusta, alls .....	-74,2	-91,9	-104,8	-102,8	-24,6	15,3	4,8	1,1
Samgöngur .....	-25,6	-32,7	-37,1	-39,6	-9,4	44,5	16,5	9,8
Ferðalög .....	-31,5	-37,1	-36,4	-33,3	-8,4	11,7	3,3	-5,9
Önnur þjónusta .....	-17,1	-22,1	-31,3	-30,0	-6,7	-7,2	-7,0	-1,3
Jöfnuður þáttatekna .....	-12,6	-19,4	-24,4	-13,2	-1,0	.	.	.
Tekjur .....	9,3	11,6	17,2	19,9	6,8	18,9	33,2	18,9
Laun .....	4,9	5,5	5,8	5,4	1,5	5,5	-0,7	-3,5
Vextir .....	2,3	3,5	3,4	3,9	1,0	30,7	36,8	18,0
Ávöxtun hlutafjár <sup>3</sup> .....	2,1	2,6	8,1	10,6	4,2	21,9	54,0	35,2
Gjöld .....	-21,9	-31,0	-41,6	-33,1	-7,7	5,1	-5,7	-18,2
Laun .....	-0,3	-0,8	-0,5	-0,7	-0,1	-31,4	-13,0	35,7
Vextir .....	-20,8	-28,5	-41,1	-30,5	-6,8	-9,7	-17,5	-23,4
Ávöxtun hlutafjár <sup>3</sup> .....	-0,8	-1,6	0,0	-1,8	-0,8	-302,6	-425,5	6.524,8
Rekstrarframlög .....	-0,7	-0,8	-1,0	1,1	-0,6	43,9	-336,8	-216,1
Viðskiptajöfnuður .....	-42,6	-67,1	-29,0	1,8	-0,6	.	.	.



**Tafla 10 Greiðslujöfnuður (frh.)<sup>1</sup>**

	Milljarðar króna					Breyting frá fyrra ári <sup>2</sup> í ma.kr. m.v.		
	1999	2000	2001	2002	Jan.-mars '03	3 mánn.	6 mánn.	12 mánn.
Fjármagnsjöfnuður .....	57,1	71,9	32,0	1,7	2,9	.	.	.
Fjárframlög .....	-0,1	-0,2	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5
Fjármagnshreyfingar <sup>4</sup> .....	57,2	72,1	31,6	1,9	3,0	-0,4	-36,3	-28,9
Hreyfingar án forða .....	62,5	66,4	26,8	7,5	-8,0	-10,3	-33,9	-18,5
Bein fjárfesting, nettó .....	-4,1	-17,5	-17,9	-12,1	-6,3	-3,9	-5,3	5,3
Erlendis .....	-8,9	-31,0	-34,4	-23,8	-16,3	-1,4	1,0	9,7
Á Íslandi .....	4,8	13,4	16,6	11,7	10,0	-2,4	-6,3	-4,4
Verðbréfavíðskipti, nettó .....	42,5	39,4	60,8	20,5	-9,9	-49,5	-48,6	-38,6
Erlend verðbréf .....	-32,4	-50,4	-5,6	-28,2	-10,0	-9,4	-20,4	-22,7
Hlutafé .....	-26,8	-49,9	-5,8	-23,8	-8,4	-10,5	-18,8	-18,1
Skuldaskjöl .....	-5,6	-0,4	0,2	-4,5	-1,5	1,1	-1,6	-4,6
Innlend verðbréf .....	74,9	89,8	66,5	48,7	0,1	-40,2	-28,3	-15,9
Hlutafé .....	4,0	-3,4	4,3	1,5	3,5	2,0	1,3	-2,6
Skuldaskjöl .....	70,8	93,1	62,2	47,2	-3,4	-42,1	-29,6	-13,3
Aðrar fjármagnshreyfingar, nettó <sup>4</sup> ....	24,0	44,6	-16,1	-0,9	8,2	43,1	20,0	14,7
Eignir .....	-12,7	-7,1	-34,7	-37,2	-8,5	0,0	-7,7	-3,5
Skuldir .....	36,6	51,7	18,5	36,2	16,7	43,1	27,8	18,2
Gjaldeyrisforði (- aukning) .....	-5,3	5,8	4,8	-5,7	11,0	9,9	-2,4	-10,3
Skekkiur og vantalið, nettó .....	-14,5	-4,8	-3,0	-3,5	-2,4	.	.	.
<i>Liðir til skýringa:</i>								
Skuldabréf, lán o.fl., nettó .....	84,0	143,0	51,1	36,1	14,3	12,0	-13,6	-13,5
Eignir .....	-19,4	-0,5	-29,7	-47,3	1,0	11,1	-11,7	-18,5
Seðlabankinn .....	-1,1	7,0	4,8	-5,7	11,0	9,9	-2,4	-10,3
Hið opinbera .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innlánsstofnanir .....	-9,3	-4,1	-18,5	-36,2	-8,3	-3,8	-14,8	-18,2
Aðrir .....	-8,9	-3,5	-16,0	-5,4	-1,8	4,9	5,4	10,1
Skuldir .....	103,4	143,5	80,7	83,4	13,3	1,0	-1,8	5,0
Seðlabankinn .....	-4,3	9,4	-5,8	4,8	-1,0	10,7	14,6	10,5
Hið opinbera .....	5,6	16,2	42,2	16,3	-10,9	-34,9	-23,8	-24,6
Innlánsstofnanir .....	56,0	73,9	12,9	55,4	26,4	27,5	25,4	42,9
Aðrir .....	46,0	44,0	31,5	6,9	-1,3	-2,3	-18,1	-23,7

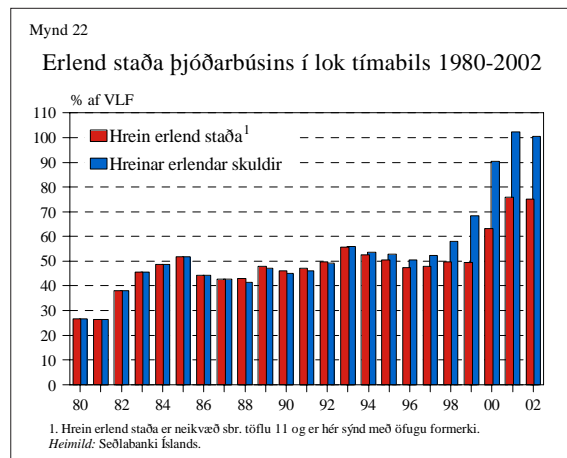
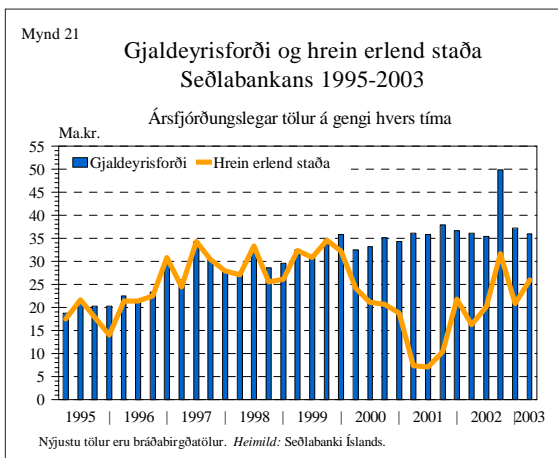
1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur. 2. Reiknað á föstu gengi. 3. Arðgreiðslur og endurfjárfesting hagnaðar í beinni fjárfestingu. 4. Flæði til landsins er með jákvæðu formerki og stafar af lækkun á erlendri eign eða skuldaaukningu, en flæði frá landinu er með neikvæðu formerki, þ.e. eignaukning eða endurgreiðsla skulda. Heimild: Seðlabanki Íslands.



**Tafla 11 Erlend staða þjóðarbúsins**

Ma.kr.	Staða í lok tímabils									
	1998	1999	2000	2001	2002	mars '02	júni '02	sept. '02	des. '02	
Hrein staða við útlönd .....	-289,2	-305,6	-447,8	-594,3	-544,4	-575,3	-569,1	-571,5	-544,4	
Erlendar eignir .....	152,4	244,1	315,8	417,7	426,6	409,2	396,8	404,6	426,6	
Bein fjárfesting .....	23,7	33,0	56,2	95,4	114,7	97,7	92,8	92,8	114,7	
Eigið fjármagn .....	9,8	16,6	41,0	77,7	95,3	78,0	67,4	67,4	95,3	
Lán til tengdra félaga .....	13,9	16,4	15,2	17,7	19,4	19,7	25,4	25,4	19,4	
Erlend markaðsverðbréf .....	72,4	138,9	186,3	202,6	169,8	198,9	167,9	158,6	169,8	
Hlutabréf .....	57,5	124,3	179,7	188,0	151,3	184,8	153,6	141,5	151,3	
Skuldaskjöl .....	14,9	14,6	6,6	14,6	18,5	14,1	14,3	17,1	18,5	
Aðrar fjáreignir en forði .....	26,6	36,6	39,1	83,1	105,0	76,7	100,7	103,4	105,0	
Gjaldeyrisforði .....	29,6	35,8	34,2	36,6	37,2	36,0	35,4	49,8	37,2	
Erlendar skuldir alls .....	441,6	549,7	763,6	1.012,0	971,0	984,5	965,9	976,1	971,0	
Bein fjárfesting á Íslandi .....	32,3	34,9	41,5	71,6	73,8	67,2	64,4	64,4	73,8	
Eigið fjármagn .....	24,0	25,3	33,1	63,6	67,0	62,0	58,5	58,5	67,0	
Lán frá tengdum félögum .....	8,3	9,6	8,5	8,0	6,9	5,2	5,9	5,9	6,9	
Innlend markaðsverðbréf .....	157,6	227,4	346,7	468,0	464,9	451,4	464,0	477,0	464,9	
Hlutafé .....	1,0	4,8	1,2	5,6	7,9	3,8	4,0	4,3	7,9	
Skuldaskjöl .....	156,6	222,6	345,5	462,4	457,0	447,6	460,0	472,7	457,0	
Aðrar erlendar skuldir .....	251,7	287,4	375,3	472,4	432,3	465,9	437,6	434,7	432,3	
Löng lán .....	198,6	232,4	288,1	377,0	294,6	352,7	312,7	297,1	294,6	
Skammtímaskuldir .....	53,1	55,0	87,2	95,4	137,7	113,2	124,9	137,6	137,7	
<i>Ýmsar kennitölur</i>										
Áhættufjármagn, nettó .....	48,0	117,6	193,1	206,2	184,2	211,5	178,0	165,7	184,2	
Skuldabréf, lán o.fl., nettó .....	-337,2	-423,2	-640,9	-800,5	-728,6	-786,8	-747,1	-737,2	-728,6	
Seðlabankinn .....	26,0	32,2	18,6	21,7	20,8	16,2	20,1	31,6	20,8	
Hið opinbera .....	-135,3	-138,2	-167,4	-239,6	-225,4	-232,0	-226,9	-243,9	-225,4	
Innlánsstofnanir .....	-94,1	-145,2	-329,5	-377,4	-363,3	-385,0	-363,7	-353,9	-363,3	
Aðrir gearar .....	-131,3	-171,8	-162,6	-205,3	-160,6	-186,0	-176,7	-171,0	-160,6	
<i>Hlutföll af landsframleiðslu (%)<sup>1</sup></i>										
Hrein erlend staða .....	-49,8	-49,5	-63,1	-76,0	-75,0	-69,9	-74,9	-75,3	-75,0	
Hreinar erlendar skuldir <sup>2</sup> .....	58,0	68,5	90,4	102,4	100,4	95,6	98,3	97,2	100,4	
Vergar erlendar skuldir <sup>2</sup> .....	69,4	82,4	101,6	119,6	122,6	111,0	118,1	119,6	122,6	
Langtímaskuldir .....	57,9	66,0	82,9	96,3	92,6	87,7	93,7	92,1	92,6	
Skammtímaskuldir .....	11,5	16,4	18,7	23,3	30,0	23,3	24,4	27,5	30,0	

1. Tölur um skuldastöðu og verga landsframleiðslu eru færðar á sambærilegt gengi m.v. SDR. Skuldastaða í lok ársfjórðungs er reiknuð beint í hlutfalli við ætlaða landsframleiðslu ársins. 2. Án áhættufjármagns. Heimild: Seðlabanki Íslands.

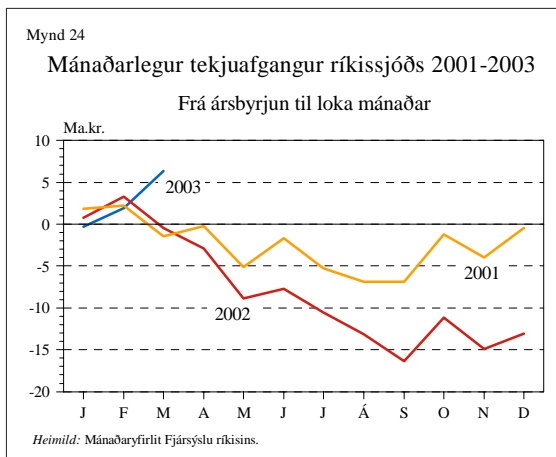
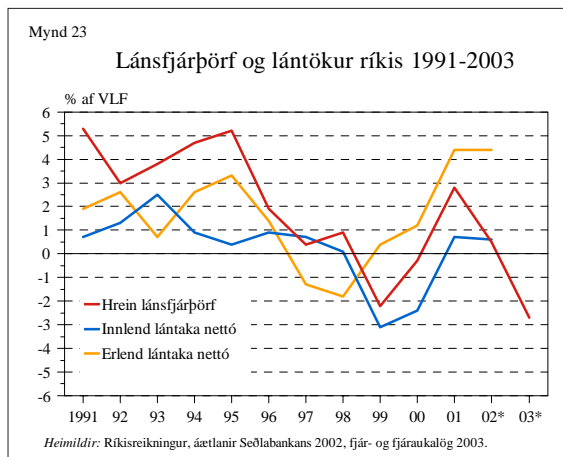


**Tafla 12 Yfirlit um fjármál ríkissjóðs <sup>1</sup>**

Fjárhæðir eru í ma.kr.	Rekstrargrunnur (skv. ríkisreikn.)			Jan.-des.		%breyt. milli ára	Des.-mars		%breyt. milli ára
	1999	2000	2001	2001	2002		'01-'02	'02-'03	
Tekjur.....	222,6	224,7	237,4	220,9	233,8	5,8	79,9	95,6	19,7
Gjöld.....	199,0	229,0	228,7	221,3	246,8	11,5	76,9	87,4	13,7
Afgangur.....	23,6	-4,3	8,6	-0,5	-13,0	.	3,0	8,2	.
Viðskiptareikningar, nettóinnheimta .	-13,8	6,0	-6,5	-1,2	1,7	.	0,2	-0,4	.
Lánveitingar, nettó (innstreymi).....	-2,5	3,3	-12,6	-12,8	10,6	.	2,9	5,5	.
Hlutfjárviðskipti og stofnfé.....	6,3	-3,2	-11,3	-11,2	-3,4	.	-9,0	-1,0	.
Afgangur fyrir lántökur.....	13,6	1,9	-21,8	-25,7	-4,1	.	-2,9	12,3	.
Lífeyrissjóðir <sup>2</sup> .....	5,5	7,6	-16,1	-12,5	-9,0	.	-2,9	-2,6	.
Hreinar, formlegar lántökur.....	-16,6	-8,2	39,0	39,0	10,6	.	1,0	-3,6	.
Stuttar innlendar.....	-5,4	-3,9	6,0	6,0	0,0	.	0,0	3,0	.
Langar innlendar.....	-13,9	-12,5	-0,8	-0,9	0,1	.	1,0	0,6	.
Erlendar.....	2,7	8,2	33,9	33,9	10,5	.	0,0	-7,2	.
Greiðsluöfnuður.....	2,5	1,3	1,2	0,8	-2,5	.	-4,8	6,0	.
<b>Helstu tekna- og útgjaldaliðir</b>									
Tekjur alls.....	222,6	224,7	237,4	220,9	233,8	5,8	79,9	95,6	19,7
Tekjuskattur einstaklinga, alls.....	38,0	44,1	52,5	49,5	52,6	6,4	19,1	19,5	2,6
Aðrir tekju- og eignarskattar <sup>3</sup> .....	23,5	25,3	27,0	25,5	25,5	0,0	12,0	12,0	-0,2
Virðisaukaskattur.....	70,0	71,9	72,1	69,9	73,6	5,3	22,1	25,0	12,8
Vörugjöld og innflutningsskattar <sup>4</sup> .....	18,5	18,1	15,9	16,3	15,6	-4,6	4,6	5,2	13,1
Tryggingagjöld.....	17,8	19,7	21,9	21,1	22,6	7,0	7,4	7,7	4,1
Aðrir skattar <sup>5</sup> .....	20,0	21,5	22,3	21,0	22,1	5,7	7,6	8,4	10,9
Vextir, arður og leiga.....	12,0	13,2	16,6	10,3	11,3	9,9	3,8	4,5	19,0
Eignasala/endurmat fyrirtækja.....	16,1	3,8	1,1	1,6	4,4	177,9	1,1	11,0	909,1
Aðrar tekjur <sup>6</sup> .....	6,8	7,1	7,9	5,7	6,0	5,0	2,3	2,4	4,3
Gjöld alls.....	199,0	229,0	228,7	221,3	246,8	11,5	76,9	87,4	13,7
Rekstrargjöld, þ.m.t. lífeyrisskuldb.	84,1	102,0	91,7	94,0	106,7	13,5	35,3	40,0	13,3
Rekstrar- og neyslutilfærslur.....	77,9	91,6	96,1	91,5	101,7	11,1	31,8	35,5	11,7
Fjármagnskostnaður.....	15,3	15,2	17,9	16,8	17,8	5,8	4,5	6,5	42,2
Viðhald.....	5,0	5,3	5,7	4,7	4,9	4,8	1,2	1,1	-9,5
Fjárfesting.....	16,7	14,9	17,3	14,4	15,8	9,7	4,0	4,4	7,7

1. Fyrstu þrjú dálkar á rekstrargrunni skv. ríkisreikningi, hinir sex skv greiðslubókhalda. 2. Fyrirframgreiðslur upp í lífeyrisskuldbindingar. 3. Gjald í framkvæmdasjóð aldraðra, fjármagnstekjuskattur, tekjuskattur félaga, eignarskattar, erfðafjárskattur, stimpilgjöld. 4. Vörugjald, vörugjöld af bensíni, vörugjöld af ökutækjum, almenn innflutningsgjöld. 5. M.a. bifreiðagjöld og tekjur af áfengi. 6. Dómsmálagjöld, leyfisgjöld, sektir o.fl.

Heimildir: Ríkisreikningur og mánaðaryfirlit Fjársýslu ríkisins.

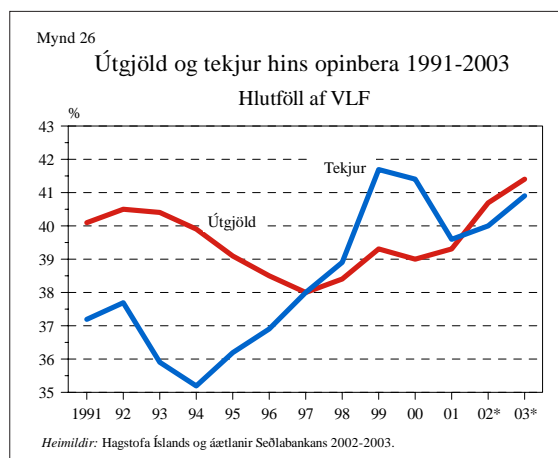
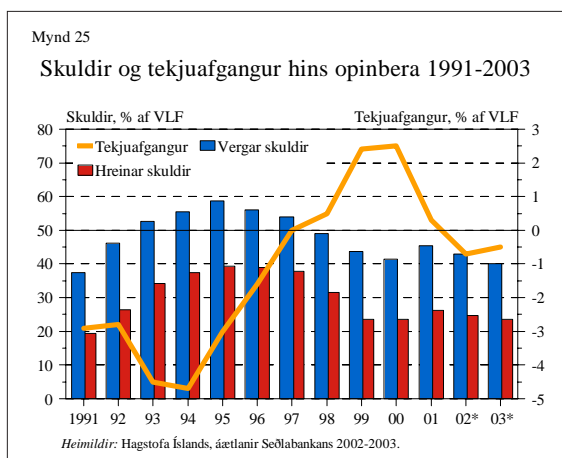


**Tafla 13 Fjármál hins opinbera<sup>1</sup>**

Í milljörðum króna	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Áætlun 2002	Áætlun 2003
<b>Híð opinbera</b>										
Tekjur.....	154,5	163,6	179,1	194,8	220,8	252,8	272,8	295,0	310	331
Útgjöld.....	175,1	177,0	186,8	194,9	218,0	238,1	256,6	292,5	315	335
Tekjuafgangur/halli.....	-20,6	-13,4	-7,7	-0,1	2,8	14,7	16,3	2,6	-9	-4
Hreinar skuldir.....	165,5	179,3	191,5	196,5	180,7	147,0	158,7	202,8	193	192
Vergar skuldir.....	245,1	267,6	274,4	279,4	280,5	272,0	278,3	351,1	335	325
<b>Ríkissjóður</b>										
Tekjur.....	125,1	131,3	144,6	151,3	170,5	197,0	209,6	223,1	230	245
Útgjöld.....	138,5	142,8	151,9	148,5	164,3	181,5	193,3	217,1	233	248
Tekjuafgangur/halli.....	-13,4	-11,6	-7,3	2,7	6,2	15,5	16,3	6,0	-3	-3
Hreinar skuldir.....	144,9	155,4	168,2	172,3	151,3	118,8	127,8	168,8	156	154
Vergar skuldir.....	213,9	232,6	239,2	241,6	237,8	226,0	228,5	298,3	279	268
<b>Sveitarfélög</b>										
Tekjur.....	31,9	34,9	40,0	48,2	54,4	61,0	68,5	78,8	85	92
Útgjöld.....	38,8	36,4	40,5	51,2	58,6	63,8	70,8	84,3	89	95
Tekjuafgangur/halli.....	-6,8	-1,4	-0,4	-3,0	-4,3	-2,7	-2,3	-5,5	-4	-3
Hreinar skuldir.....	22,2	25,1	24,2	25,0	30,1	28,6	31,7	34,4	37	38
Vergar skuldir.....	31,8	35,6	35,7	38,4	43,3	46,8	49,8	54,0	59	65
<b>Híð opinbera, % af VLF</b>										
Tekjur.....	35,2	36,2	36,9	38,0	38,9	41,7	41,4	39,6	40,0	40,9
Útgjöld.....	39,9	39,1	38,5	38,0	38,4	39,3	39,0	39,3	40,7	41,4
Tekjuafgangur/halli.....	-4,7	-3,0	-1,6	0,0	0,5	2,4	2,5	0,3	-0,7	-0,5
Hreinar skuldir.....	37,4	39,3	39,0	37,9	31,6	23,6	23,6	26,2	24,7	23,6
Vergar skuldir.....	55,4	58,7	56,0	53,9	49,1	43,7	41,5	45,4	42,9	40,0

1. Híð opinbera er ríki, sveitarfélög og almannatryggingar. Tekjur og gjöld eru hér samkvæmt uppgjöri Þjóðhagsstofnunar samkvæmt þjóðhagsreikningakerfi Sameinuðu þjóðanna. Stærstu frávikin frá ríkisreikningi eins og hann er framsettur frá og með 1998 eru að: a) einungis eru færð útgjöld vegna lífeyris ríkisstarfsmanna sem nemur hækkun lífeyrisskuldbindinga vegna atburða á viðkomandi ári; b) afskriftir skattakrafna eru ekki færðar til gjalda heldur er varúðarafskrift vegna ofálagningar dregin frá tekjum; c) eignasala er ekki færð til tekna heldur með eignahreyfingum.

Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, áætlanir Seðlabankans.





**Tafla 14 Velta<sup>1</sup>**

M.kr.	Janúar-deseMBER			% -br. frá fyrra ári, jan.-desember <sup>2</sup>		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Samtals iðnaður .....	261.992	310.655	323.002	0,4	11,5	-1,1
Iðnaður án fiskiðnaðar .....	174.115	197.898	204.140	4,3	6,8	-1,9
Iðnaður án fiskiðnaðar og stóriðju .....	142.597	156.497	159.293	2,0	3,2	-3,2
Smásöluverslun (án eldsneytis) .....	164.243	174.425	181.307	1,0	0,1	-1,5
Heildsala .....	266.809	281.545	280.353	5,9	-1,0	-5,2
Heildsala án eldsneytis .....	228.045	239.170	239.496	3,7	-1,2	-5,1
Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð .....	77.721	86.237	74.423	8,0	4,3	-17,9
Samtals .....	1.127.760	1.262.954	1.293.327	3,1	5,3	-2,6
Samtals án eldsneytis .....	1.068.751	1.205.625	1.252.470	2,9	6,3	-1,5

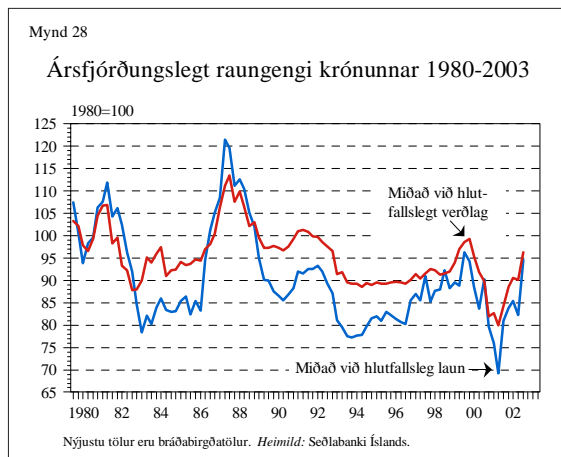
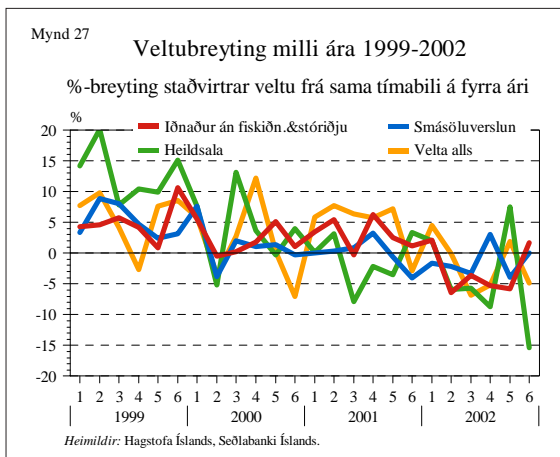
1. Byggt á virðisaukaskýrslum. Ný aðferð var notuð í fyrsta sinn við uppgjör ársins 1998 og tölur eru því ekki samanburðarhæfar við tölur fyrri ára.  
2. Reiknað út frá veltu staðvirtri með neysluverðsvisitölu eða neysluverðsvisitölu án húsnæðis og bensíns. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

**Tafla 15 Raungengi íslensku krónunnar<sup>1</sup>**

Raungengi (1980=100)	Meðalstaða árs					1. ársfj. 2003	% -breyt. frá fyrra ári		
	1999	2000	2001	2002	2003		III '02	IV '02	I '03
m.v. hlutfallslegt neysluverðlag .....	93,6	96,2	83,6	88,3	96,5	96,2	9,5	-12,7	14,1
m.v. hlutfallslegan launakostnað á einingu .....	89,7	90,7	78,8	83,1	91,8	90,5	12,3	18,8	11,7

%-breyting frá fyrra ári	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Brb. 2002	Áætlun 2003
Nafngengi .....	0,8	0,0	1,2	1,5	0,0	0,2	-16,6	2,5	8,8
Erlent verðlag .....	2,4	2,0	2,1	1,6	1,6	2,3	2,3	1,8	1,8
Innlent verðlag .....	1,7	2,3	1,8	1,7	3,4	5,1	6,6	4,8	2,2
Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag .....	0,1	0,3	0,9	1,6	1,8	2,8	-13,2	5,7	9,2
Erlend framleiðni .....	1,4	1,5	1,5	1,2	1,2	1,7	1,0	1,0	1,4
Innlend framleiðni .....	-1,0	2,1	2,0	2,8	1,3	3,2	1,5	0,5	1,6
Erlend laun .....	3,1	3,5	3,2	3,0	3,3	3,3	3,3	2,9	3,3
Innlend laun .....	4,3	5,2	5,8	7,1	5,5	5,7	8,0	5,8	5,0
Raungengi miðað við hlutfallsleg laun .....	4,4	1,1	3,3	4,1	1,8	1,1	-13,1	5,5	10,5

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur og áætlanir. Heimild: Seðlabanki Íslands.



## Tafla 16 Fasteignamarkaður og eignaverð

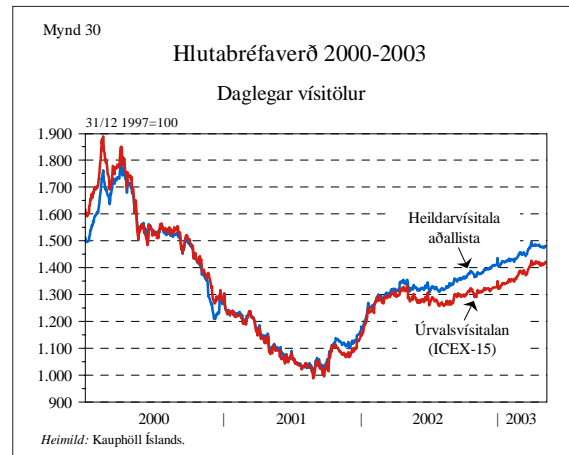
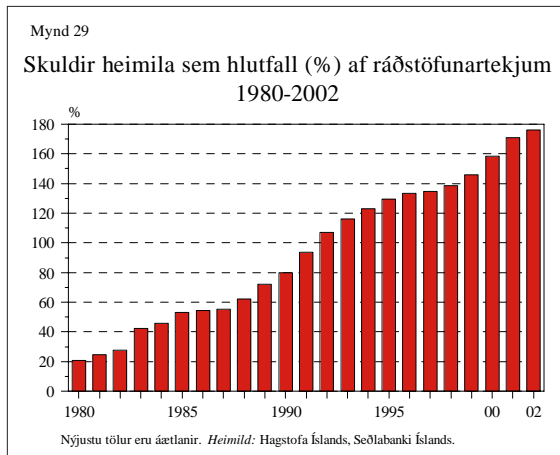
Fasteignamarkaður <sup>1</sup>	2000	2001	2002	mars '03	1 mán. %-br.		12 mán. %-breytingar		
					feb. '03	mars '03	mars '01	mars '02	mars '03
Verðvísitala íbúðarhúsnæðis á höfuðb.svæði <sup>2</sup>	147,4	157,9	163,5	...	1,7	...	10,3	2,3	...
Verð í fjölbýli á höfuðborgarsvæði <sup>2</sup>	146,1	156,0	161,1	174,9	1,4	1,1	8,6	2,0	10,7
Afgreidd húsbref, markaðsvirði (ma.kr.) <sup>3</sup>	25,8	28,6	32,2	3,1	-2,9	10,5	-20,2	9,0	33,7
Fjöldi afgreiddra umsókna íbúðalánasjóðs <sup>4</sup>	2.313	2.846	2.535	220,3	0,3	7,7	2,2	14,5	2,9
<i>Verð veiðiheimilda (meðalverð tímabils, kr./kg.)</i>									
Verð varanlegra þorskheimilda (kr./kg.)	860	709	930	1.250	0,0	4,2	-16,5	9,9	60,3
Verð skammtíma þorskheimilda (kr./kg.)	110	117	156	150	0,0	-3,2	-16,5	71,9	-9,1
<i>Hlutafjórmarkaður</i>									
	Í árslok				9/5	%breyting til 9. maí 2003			
Vísitölur, 31. des. 1997 = 1.000	1999	2000	2001	2002	2003	1 m.	3 m.	6 m.	12 m.
Úrvalsvísitala	1.618,4	1.305,9	1.159,0	1.352,0	1.421,8	0,1	4,9	8,4	10,2
Heildarvísitala aðallista	1.511,9	1.303,3	1.180,8	1.436,2	1.482,9	-0,1	3,6	7,7	11,8
<i>Atvinnugreinavísitölur VÞÍ, 31/12 1997 = 100</i>									
Sjávarútvegur	107,7	74,5	86,7	107,3	100,2	-2,1	-3,7	-1,1	0,3
Fjármál og tryggingar	189,8	163,4	157,9	164,3	177,9	-1,2	5,3	9,0	5,0
Samgöngur	210,6	117,6	80,5	118,8	114,8	-3,4	-1,6	13,0	48,4
Iðnaður og framleiðsla	149,8	156,3	120,3	142,8	142,4	-0,8	2,0	7,7	13,9

1. Tölur innan ársins eru 3 mán. hreyfanleg meðaltöl. 2. Janúar 1996=100. 3. Breytingar eru reiknaðar út frá tölum sem eru staðvirkar með vísitölu fasteignaverðs á höfuðborgarsvæði. 4. Til nýbygginga og endurbóta. Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Íbúðalánasjóður, Kauphöll Íslands, Kvótapiing, LÍÚ, Seðlabanki Íslands.

## Tafla 17 Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja

Í ma.kr. nema annað sé tekið fram	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Áætlun 2002	%-br. milli ára '01-'02
Íbúða- og bifreiðaeign heimila <sup>1</sup>	623,1	662,3	697,3	729,4	764,1	808,1	883,4	921,3	921,3	4,3
Eignir heimila í lífeyrissjóðum	258,1	302,0	345,6	398,2	507,3	557,3	640,1	641,4	641,4	0,2
Skuldir heimila við lánakerfið	317,9	350,7	386,2	442,6	510,6	613,8	710,4	760,4	760,4	7,0
Skuldir heimila sem % af ráðstöfunartekjum	129,4	133,4	134,7	138,7	145,8	158,5	171,1	175,9	175,9	.
Skuldir fyrirtækja við lánakerfið	327,3	359,2	420,7	509,4	668,8	804,4	962,3	975,2	975,2	1,3
Skuldir sjávarútvegsfyrirtækja	93,6	116,1	123,5	139,7	160,3	165,2	195,5	188,0	188,0	-3,8

1. Skv. þjóðarauðsmati Þjóðhagsstofnunar. Heimildir: Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

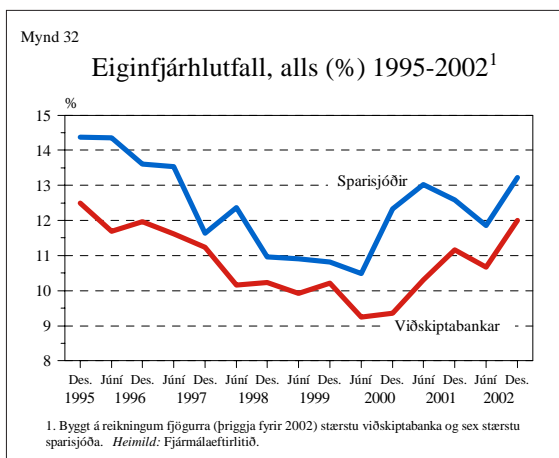
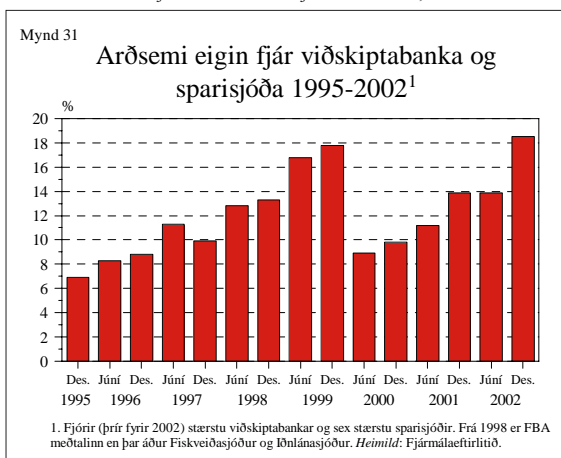


## Tafla 18 Afkoma fyrirtækja

Úr reikn. hlutafélaga í Kauphöll Íslands <sup>1</sup>	Ársuppgjör, parað úrtak			
	Jan.-des.		Breyting	% af veltu
	2001	2002	'01-'02	2002
Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna	2001	2002		
Hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnsliði	43,0	46,4	3,4	10,2
Sjávarútvegur	14,6	13,3	-1,3	23,3
Samgöngur .....	2,9	8,5	5,6	13,4
Upplýsingatækni .....	6,6	7,8	1,2	18,2
Iðnaður og framleiðsla .....	7,7	10,3	2,6	13,3
Hagnaður eftir skatta .....	3,2	39,2	36,0	8,6
Sjávarútvegur .....	2,2	10,7	8,5	18,6
Samgöngur .....	-4,4	7,1	11,5	11,2
Upplýsingatækni .....	-1,3	0,8	2,1	2,1
Iðnaður og framleiðsla .....	3,1	6,0	2,9	7,8
Eiginfjárlutfall fyrirtækja í Kauphöll Íslands	30,6	36,7	.	.
Arðsemi eigin fjár félaga í Kauphöll Íslands	2,4	20,9	.	.
Fjöldi hlutafélaga í úrtaki .....	44	44	44	44

Úr reikningum viðskiptabanka og sparisjóða <sup>2</sup>							% breyting milli ára	
	Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna						'00-'01	'01-'02
	1997	1998	1999	2000	2001	2002		
Hreinar vaxtatekjur .....	13,3	14,4	18,0	21,1	29,4	29,6	39,1	0,7
Aðrar rekstrartekjur .....	8,5	9,9	13,4	13,4	10,3	27,9	-23,5	171,6
Hreinar rekstrartekjur .....	21,8	24,3	31,4	34,6	39,6	57,5	14,7	45,0
Rekstrargjöld .....	14,4	16,5	19,6	22,7	25,4	34,1	12,0	34,4
Framlag í afskriftareikning .....	2,0	3,1	3,6	4,0	7,4	9,3	86,6	25,5
Matsverðsbreytingar .....	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	0,0	.	.
Tekju- og eignarskattur .....	1,2	0,5	1,5	1,9	-0,1	1,2	-107,4	-956,7
Hagnaður .....	3,0	4,1	6,7	4,4	6,9	12,5	57,6	82,3
Heildareignir í lok tímabils .....	385,5	496,9	627,0	789,7	941,0	1.161,1	19,2	23,4
Eigið fé í lok tímabils .....	33,0	37,6	44,2	49,1	60,8	84,5	23,8	38,9
% í lok tímabils								
Arðsemi eigin fjár .....	9,9	13,3	17,8	9,8	13,9	18,5	.	.
Kostnaðarlutfall <sup>3</sup> .....	66,0	68,1	62,3	65,6	64,0	59,4	.	.
Eiginfjárlutfall alls .....	11,3	10,3	10,3	9,7	11,3	12,1	.	.
Eiginfjárlutfall án víkjandi lána .....	9,9	8,6	7,9	6,6	8,0	9,1	.	.

1. Byggt á reikningum allra félaga í Kauphöll Íslands nema fjármála- og tryggingarfyrirtækja. 2. Þrjú stærstu viðskiptabankarnir og sex stærstu sparisjóðirnir. FBA er talinn með Íslandsbanka frá og með árinu 1998 en fyrir þann tíma eru Fiskveiðisjóður og Lónlánaþjóður meðtaldir. 3. Rekstrargjöld sem hlutfall af hreinum rekstrartekjum. Heimildir: Fjármálaeftirlitið, Seðlabanki Íslands.



**Tafla 19 Erlendur samanburður**

Skv. nýjustu upplýsingum fyrir hvert land:	ESB-15	E-11	USA	UK	Japan	Svíþj. Noregur	Finnl.	Danm.	Ísland	
Verðbólga sl. 12 mán.....	2,3	2,4	3,0	3,1	-0,1	2,9	3,7	1,6	2,9	2,3
Atvinnuleysi <sup>1</sup> .....	7,9	8,7	6,0	5,1	5,4	5,3	3,9	9,9	5,8	3,3
Hagvöxtur <sup>2</sup> .....	1,4	1,2	2,1	2,3	2,8	1,7	-0,5	2,8	1,0	-3,0
Óverðtryggðir langtímavextir (nafnávöxtun) <sup>3</sup>	.	3,1	2,6	3,9	0,2	3,8	3,4	3,2	3,4	6,9
Verðtryggðir langtímavextir (raunávöxtun) <sup>3</sup>	.	.	2,5	2,0	.	2,9	.	.	.	4,6
Skammtímavextir <sup>4</sup> .....	2,7	2,4	1,1	3,6	4,7	3,4	4,7	2,4	2,5	4,5
<i>Fyrir árið 2002 (nema annað sé tilgreint):</i>										
VLF/mann m.v. kaupm.jafnvægi US\$ (ppp) <sup>5</sup>	.	24,3	35,6	24,5	26,4	25,6	30,2	26,1	29,9	30,2
Vergur sparnaður, % af VLF, 2001 <sup>6</sup> .....	19,6	.	16,1	14,5	27,7	20,9	35,1	27,5	23,7	17,8
Jöfnuður hins opinbera, % af VLF.....	-2,0	-2,2	-3,1	-1,4	-7,9	1,7	12,4	3,2	2,2	-0,7
Vergar skuldir hins opinbera, % af VLF.....	69,9	72,8	60,7	50,8	142,7	62,8	24,7	47,6	43,2	42,9
Útgjöld hins opinbera, % af VLF.....	44,8	45,5	31,9	38,9	37,6	52,6	43,0	44,8	50,8	40,7
Viðskiptajöfnuður, % af VLF.....	0,5	0,9	-4,9	-1,7	3,2	3,9	16,4	6,5	2,4	0,2

1. Árstíðarleiddrett. 2. Hagvöxtur yfir fjóra ársfjórðunga. Árstíðarleiddrett, nema fyrir Ísland. 3. Fimm ára ríkisskuldabréf. 4. Þriggja mánaða ríkisvixlar. 5. 2001. Í þús. Bandaríkjadala. Umreiknað á gengi sem leiðréttir fyrir verðlagsmuni milli ríkja. 6. Árið 2000 fyrir Japan.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, EcoWin, Eurostat, OECD.

**Tafla 20 Alþjóðleg hagþróun**

	1996	1997	1998	1999	2000	Áætlun		Spár		
						2001	2002	2003	2004	
<i>Hagvöxtur, % á ári<sup>1</sup></i>										
Heimsframleiðsla.....	4,1	4,3	2,8	3,6	4,7	2,3	3,0	3,2	4,1	
Evrusvæði.....	1,4	2,3	2,9	2,8	3,5	1,4	0,8	1,1	2,3	
Bretland.....	2,6	3,4	2,9	2,4	3,1	2,0	1,6	2,0	2,5	
Bandaríkin.....	3,6	4,4	4,3	4,1	3,8	0,3	2,4	2,2	3,6	
Japan.....	3,5	1,9	-1,1	0,2	2,8	0,4	0,3	0,8	1,0	
Þróunarlönd.....	6,6	5,9	3,5	3,9	5,7	3,9	4,6	5,0	5,8	
Umskiptaríki.....	-0,5	2,0	-0,8	3,6	6,6	5,1	4,1	4,0	4,1	
Vöxtur heimsverslunar, % á ári.....	7,0	10,6	4,4	5,6	12,6	0,1	2,9	4,3	6,1	
<i>Verðbólga:<sup>2</sup></i>										
Evrusvæði.....	2,2	1,6	1,1	1,1	2,3	2,6	2,3	2,0	1,5	
Bretland.....	3,0	2,8	2,7	2,3	2,1	2,1	2,2	2,8	2,7	
Bandaríkin.....	2,9	2,3	1,5	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3	2,3	
Japan.....	0,1	1,7	0,6	-0,3	-0,9	-0,7	-0,9	-0,7	-0,6	
<i>Atvinnuleysi:</i>										
Evrusvæðið.....	10,9	10,9	10,2	9,4	8,4	8,0	8,3	8,8	8,7	
Bretland.....	8,2	7,1	6,3	6,0	5,5	5,1	5,2	5,4	5,3	
Bandaríkin.....	5,4	4,9	4,5	4,2	4,0	4,8	5,8	6,2	5,9	
Japan.....	3,3	3,4	4,1	4,7	4,7	5,0	5,4	5,5	5,4	
<i>Jöfnuður hins opinbera, % af VLF<sup>3</sup></i>										
Evrusvæðið.....	-4,3	-2,6	-2,3	-1,3	0,1	-1,5	-2,2	-2,1	-1,8	
Bretland.....	-4,4	-2,2	0,2	1,1	3,9	0,7	-1,4	-1,4	-1,3	
Bandaríkin.....	-2,2	-0,9	0,3	0,8	1,4	-0,5	-3,1	-3,0	-2,7	
Japan.....	-4,9	-3,7	-5,5	-7,1	-7,4	-7,2	-7,9	-7,7	-7,8	
<i>Langtímavextir<sup>4</sup></i>										
Evrusvæðið.....	7,1	6,0	4,8	4,7	5,4	5,0	4,9	4,7	5,2	
Bretland.....	7,8	7,1	5,5	5,1	5,3	4,9	4,9	4,7	5,1	
Bandaríkin.....	6,4	6,4	5,3	5,6	6,0	5,0	4,6	4,2	4,9	
Japan.....	3,1	2,4	1,5	1,7	1,7	1,3	1,3	1,2	1,4	

1. Raunbreyting landsframleiðslu á milli ára. 2. Breyting neysluverðs. 3. Hlutfall af vergri landsframleiðslu. Tekjujöfnuður hins opinbera; ríkis, sveitarfélaga og almannyrgginga. 4. Ávöxtun 10 ára ríkistryggðra skuldabréfa. Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, OECD.

**Tafla 21 Sögulegar hagtölur (frh. á næstu bls.)**

	Verðlag <sup>1</sup>		Gengi		Vextir		Peningastærðir		Hlutfall gjaldeyrisforða og vöruumfl. <sup>5</sup>	Erlendar skuldir % af VLF <sup>6</sup>	Hagvöxtur		
	Visitala	Verðneysliverð <sup>1</sup>	Meðal gengisvísitala <sup>2</sup>	Raugengi krónu <sup>3</sup>	Meðalv. spari- lán banka (raunáv.)	% - breyting yfir ár	Útlán	Útlán					
			m.v. neysliverð	m.v. laun	skirteina <sup>4</sup>	Alm. skuldabréfa- lán banka (raunáv.)	M3 innlámsst. lámakerfis	verðtr.					
1974	0,9	42,4	4,8	116,4	139,2	5,1	-24,8	27,6	55,6	64,8	1,2	30,2	5,7
1975	1,4	49,4	7,5	92,4	96,9	3,9	-15,7	29,0	32,1	46,4	1,3	42,8	0,7
1976	1,8	32,4	8,5	103,3	106,4	5,8	-7,4	32,5	26,8	32,2	2,2	40,7	6,0
1977	2,4	30,3	9,7	113,1	114,2	3,5	-9,5	43,9	40,5	41,8	2,0	37,6	8,8
1978	3,5	44,0	13,9	105,3	106,6	3,3	-13,4	48,7	47,3	62,8	2,6	39,2	5,9
1979	5,0	44,5	18,7	100,0	100,7	3,5	-15,4	55,9	58,1	46,4	2,5	39,7	4,9
1980	8,1	61,8	25,9	100,0	100,0	3,5	-8,3	65,4	66,4	71,1	2,4	35,9	5,7
1981	12,2	50,8	34,7	104,4	106,3	3,2	-1,7	70,5	72,2	54,1	3,0	36,5	4,3
1982	18,4	51,0	54,5	95,8	102,2	3,5	-9,4	58,0	92,0	100,2	2,1	46,4	2,1
1983	33,9	84,2	100,0	90,3	84,3	3,8	-14,2	78,7	85,6	82,9	2,5	57,2	-2,2
1984	43,7	29,2	116,3	94,7	83,4	7,0	3,4	33,4	43,0	40,2	2,1	60,2	4,1
1985	57,9	32,4	148,7	93,2	84,5	6,9	-2,3	47,6	29,7	35,2	2,8	63,6	3,3
1986	70,2	21,3	171,0	95,0	86,4	8,5	4,3	35,0	19,1	20,1	3,6	56,5	6,2
1987	83,4	18,8	177,3	104,1	109,0	8,7	4,7	35,2	42,1	31,4	2,4	49,4	8,6
1988	104,6	25,4	202,6	109,4	113,4	8,7	11,8	24,0	37,2	34,0	2,4	51,3	-0,1
1989	126,7	21,1	254,7	100,6	98,1	7,4	6,5	7,8	27,2	25,2	3,0	56,8	0,3
1990	145,5	14,8	283,7	97,3	87,4	7,0	9,3	8,0	14,9	11,0	3,3	55,2	1,1
1991	155,4	6,8	283,6	99,9	89,6	8,1	10,0	9,2	14,4	11,6	3,2	55,5	0,1
1992	161,2	3,7	285,0	99,8	92,5	7,4	11,8	9,3	3,8	5,3	4,0	59,3	-3,3
1993	167,8	4,1	308,8	94,4	84,3	6,7	11,5	9,1	6,5	5,0	4,3	66,7	0,8
1994	170,3	1,5	324,8	89,3	77,6	5,0	9,5	7,9	2,3	-1,3	2,6	63,4	4,0
1995	173,2	1,7	322,3	89,4	81,0	5,6	10,1	8,7	2,2	0,0	2,4	62,4	0,1
1996	177,1	2,3	322,9	89,7	81,9	5,5	10,5	8,9	6,8	11,8	3,0	61,6	5,2
1997	180,3	1,8	318,7	90,5	84,5	5,3	11,1	9,0	8,7	12,7	2,6	64,3	4,7
1998	183,3	1,7	313,6	91,9	88,1	4,7	11,8	8,8	15,2	30,4	2,2	69,4	5,5
1999	189,6	3,4	313,1	93,6	89,7	4,4	8,0	8,6	16,9	22,7	2,6	82,4	3,9
2000	199,1	5,0	313,3	96,2	90,7	5,1	12,7	9,5	11,2	26,2	2,1	101,6	5,5
2001	212,4	6,7	376,3	83,6	78,8	5,1	9,3	10,2	14,9	13,4	2,1	119,6	2,9
2002	222,6	4,8	365,2	88,3	83,1	5,2	14,5	10,2	15,6	1,2	2,5	122,6	-0,5

1. Sínd eru ársmeðaltöl (maí 1988=100) og breyting milli ársmeðaltala. 2. 1983=100. Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu miðað við viðskiptavegna kórku helstu viðskiptalanda. Ársmeðaltal. 3. 1980=100.  
 4. Árleg meðaltöl ávöxtunar verðtrygðra spariskirteina ríkissjóðs. Ávöxtun í Kauphöll Íslands frá 1987. Áður vextir í frumsólu. 5. Gjalddeyrisforði í lok tímabils sem hlutfáll af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvöruinnflutnings sl. 12 mánuði. 6. Vergar skuldir án áhættufjármagns. Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Vinnuástandstofnun, Seðlabanki Íslands.

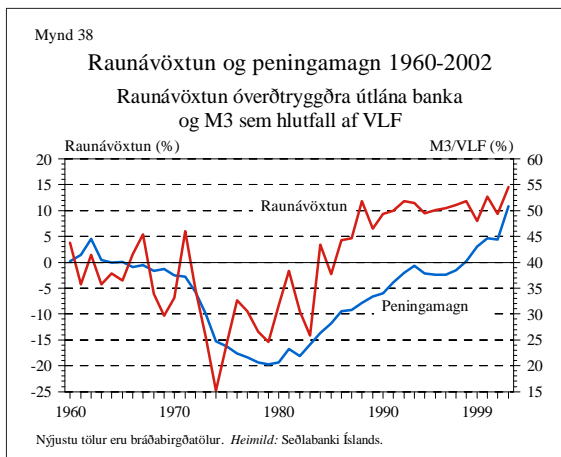
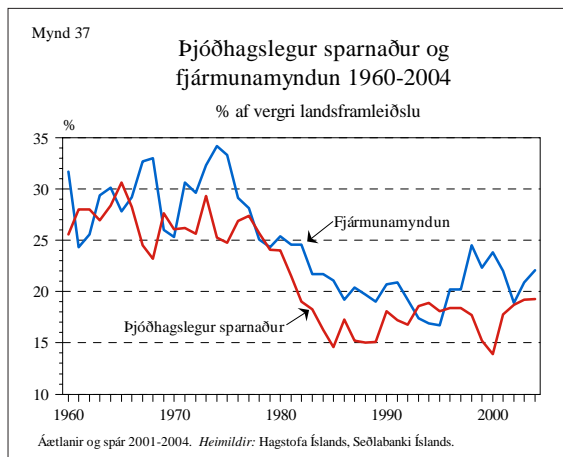
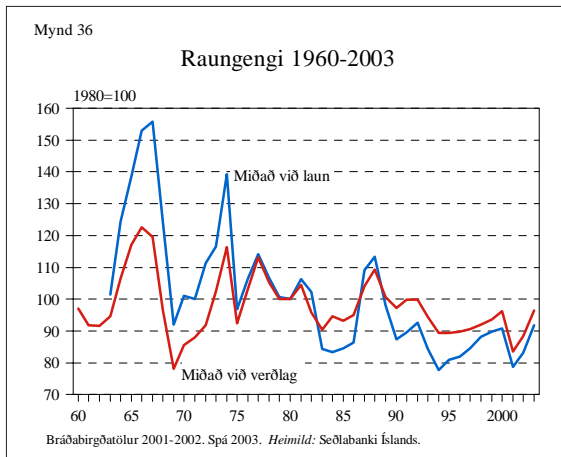
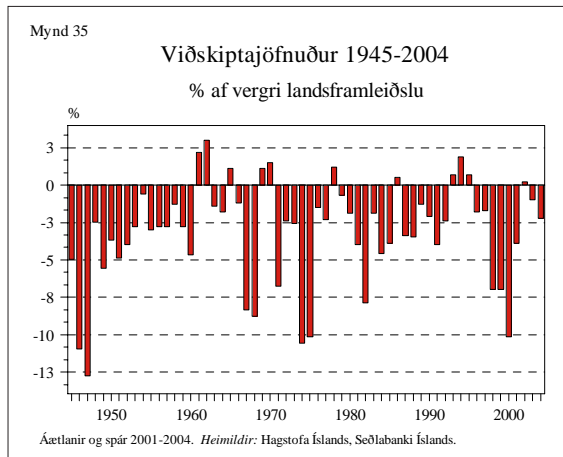
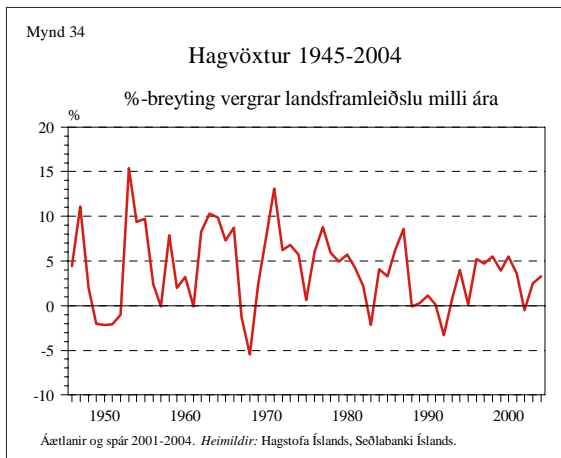
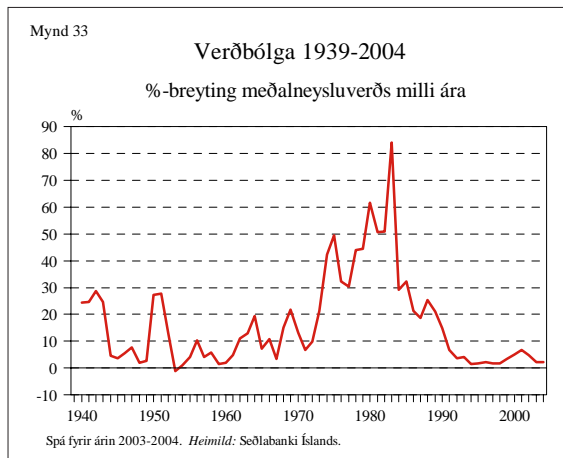


**Tafla 21 (frh.) Sögulegar hagtölur**

	Þjóðh.stærðir (%-breyt. milli ára)			Utanríkisviðskipti (%-breyt. milli ára) <sup>7</sup>			Hið opinbera (% af VLF) <sup>8</sup>			Vinnurakæður (% af mannafla)		Laun (%-breyt. milli ára)	
	Einka-neysla	Fjármuna-myndun	Þjódar-útgjöld	Út-flutn.	Inn-flutn.	Vöðsk.-skipta-jöfn., % af VLF	Jöfr-úður	Tekjur	Útgjöld	Atv.-leysi	Atv.-þátttaka	Raun-laun <sup>9</sup>	Kaupm.ráðstöf.-tekna
1974.....	10,3	7,9	13,9	-2,7	12,5	-6,6	-10,6	33,0	35,6	0,4	72,3	.	11,6
1975.....	-9,6	-8,8	-5,5	2,6	-12,8	-11,1	-10,2	33,0	35,7	0,5	72,2	.	-15,1
1976.....	5,4	-2,7	-3,5	13,1	-3,6	7,8	-1,5	32,1	31,1	0,5	73,4	.	2,3
1977.....	12,9	11,5	15,0	8,9	20,6	7,0	-2,3	30,5	30,7	0,3	72,5	.	15,5
1978.....	9,0	-5,8	2,1	15,2	3,7	0,3	1,2	31,0	30,9	0,3	73,6	.	8,5
1979.....	2,8	-1,5	3,5	6,3	2,5	-8,6	-0,7	32,4	31,4	0,4	73,0	.	2,0
1980.....	3,4	13,5	5,7	2,7	3,0	-2,8	-1,9	33,8	32,5	0,3	74,1	.	1,1
1981.....	6,2	1,2	5,6	3,2	7,1	-0,5	-4,0	34,9	33,6	0,4	76,8	0,7	5,5
1982.....	5,0	0,1	5,0	-8,9	-0,6	-0,8	-7,9	36,0	34,3	0,8	77,6	1,7	2,2
1983.....	-5,6	-12,7	-8,6	11,0	-9,7	-1,3	-1,9	34,0	36,1	1,0	77,4	-16,7	-12,5
1984.....	3,7	9,4	6,4	2,4	9,2	0,6	-4,6	35,4	33,1	1,3	77,6	-3,1	-2,5
1985.....	4,2	1,0	2,7	11,1	9,4	-0,9	-3,9	34,0	35,7	0,9	79,3	1,2	10,8
1986.....	6,9	-1,9	4,5	5,9	0,9	5,4	0,5	33,7	37,8	0,7	80,9	5,7	9,5
1987.....	16,2	19,1	15,7	3,3	23,3	4,3	-3,4	33,9	34,7	0,4	84,1	9,0	25,8
1988.....	-3,8	-0,1	-0,6	-3,6	-4,6	-0,8	-3,5	37,4	39,5	0,6	80,1	2,2	-2,7
1989.....	-4,2	-7,8	-4,4	2,9	-10,3	-3,9	-1,3	37,5	42,0	1,6	78,7	-9,1	-9,4
1990.....	0,5	2,6	1,5	0,0	1,0	-2,0	-2,1	35,8	39,0	1,8	77,5	-4,9	-4,6
1991.....	2,9	3,3	3,8	-5,9	5,3	3,5	-4,0	37,2	40,1	1,5	76,2	1,4	2,1
1992.....	-3,1	-11,1	-4,5	-2,0	-6,0	-0,6	-2,4	37,7	40,5	3,0	75,5	-0,8	-1,9
1993.....	-4,6	-10,7	-3,8	6,5	-7,8	-3,9	0,7	35,9	40,4	4,4	75,3	-2,6	-7,6
1994.....	2,8	0,5	2,1	9,5	4,1	0,4	1,9	35,2	39,9	4,8	75,4	-0,3	0,0
1995.....	2,2	-1,1	2,3	-2,2	3,9	1,3	0,7	36,2	39,1	5,0	75,7	2,8	3,8
1996.....	5,4	25,6	7,1	9,8	16,5	-3,1	-1,8	36,9	38,5	4,3	76,4	4,0	4,1
1997.....	5,0	10,0	5,5	5,5	7,7	2,1	-1,7	38,0	38,0	3,9	76,6	3,6	2,5
1998.....	10,2	33,0	13,5	2,0	23,5	5,6	-7,0	38,9	38,4	2,8	77,1	7,6	8,7
1999.....	7,3	-3,7	4,0	4,0	4,2	-0,8	-7,0	41,7	39,3	1,9	77,3	3,3	3,0
2000.....	4,0	14,7	6,7	5,0	8,0	-2,7	-10,2	41,4	39,0	1,3	77,3	1,6	1,3
2001.....	-3,0	-6,9	-3,6	7,9	-9,0	0,3	-3,9	39,6	39,3	1,4	77,5	2,0	1,6
2002.....	-1,2	-12,4	-2,5	2,9	-2,4	0,5	0,2	40,0	40,7	2,5	76,6	2,2	0,9

7. Vöðskipti með vöru og þjónustu. %-breytingar milli ára eru magnbreytingar. 8. Hið opinbera er ríki, sveitarfélög og almannatryggingar. 9. Launavísitala Hagstofu frá 1989. Áður launavísitala til greiðslu-jöfnunar. Raunvirt með neysluverðsvísitölu.

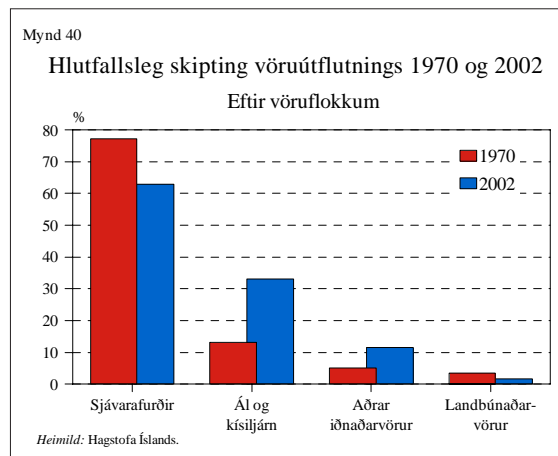
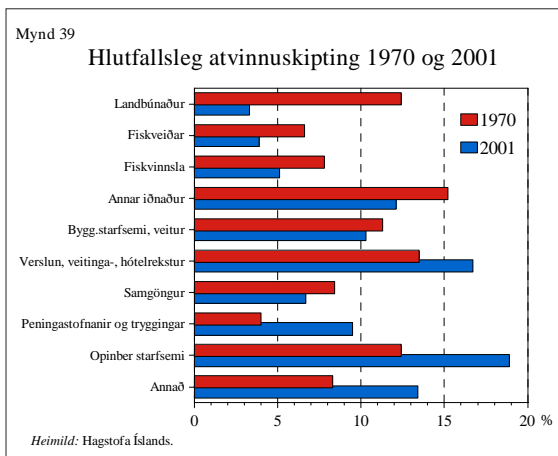
Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Vinnumálastofnun, Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.



## Tafla 22 Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins

	1970	2002 <sup>1</sup>		1970	2002 <sup>2</sup>
<i>I. Mannfjöldi og vinnuafli (þús. manna)</i>			<i>IV. Þjóðartekjur og -útgjöld</i>		
Mannfjöldi í árslok .....	204,8	288,5	Verg landsframleiðsla (VLF), ma.kr. ....	0,4	774,4
yngri en-16 ára.....	70,6	70,3	Verg landsframleiðsla, ma. USS.....	0,5	8,5
16-74 ára.....	127,3	202,7	Þjóðartekjur á íbúa í þús. USS .....	2,0	28,9
eldri en 74 ára.....	7,0	15,4	VLF á íbúa í þús. USS m.v. kaupmáttarjafnvægi (ppp) <sup>2</sup> .....	2,7	28,5
Árleg fjölgun síðustu 5 ára (%).....	1,1	1,2	Verg fjármunamyndun, % af VLF.....	25,3	18,9
Vinnuafli (þús. manns).....	82,7	145,2	Vergur þjóðhagslegur sparnaður, % af VLF ...	26,1	18,7
þ.a. karlar.....	54,7	83,5	Hreinn þjóðhagslegur sparnaður, % af HþF <sup>3</sup> ..	11,6	4,7
þ.a. konur.....	28,0	61,7	Útflutningur vöru og þjónustu, % af VLF .....	46,4	39,7
<i>II. Hlutfallsleg atvinnuskipting (%) (2001)</i>			Samneysla, % af VLF .....	12,7	25,1
Landbúnaður .....	12,4	3,3	Heildarútgjöld hins opinbera, % af VLF <sup>4</sup> .....	28,9	40,7
Fiskveiðar.....	6,6	3,9	Heildarskattar, % af VLF <sup>3</sup> .....	28,9	37,3
Fiskvinnsla.....	7,8	5,1	<i>V. Fjármagn og skuldir</i>		
Iðnaður, annar en fiskiðnaður.....	15,2	12,1	<i>% af VLF nema annað sé tekið fram</i>		
Byggingarstarfsemi og rekstur veitna.....	11,3	10,3	Fjármunaeign, hlutfall af VLF (2001).....	3,4	2,9
Verslun, veitinga- og hótellektur.....	13,5	16,7	Fjármunaeign í mrð. USS (2001) .....	1,8	21,7
Samgöngur .....	8,4	6,7	Hreinar erlendar skuldir .....	20,1	100,4
Peningastofnanir og tryggingar.....	4,0	9,5	Greiðslubyrði erl. langtímaskulda, % útlf.tekna.	11,3	48,1
Opinber starfsemi.....	12,4	18,9	Heildarskuldir hins opinbera .....	13,0	42,9
Ýmis þjónusta og önnur starfsemi .....	8,3	13,4	Hreinar skuldir hins opinbera.....	-2,3	24,7
<i>III. Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings</i>			Peningamagn (M3).....	37,5	50,9
<i>Skipting eftir vöruflokkum (%):</i>			Útlán og markaðsskuldabréf lánakerfis.....	84,6	255,1
Sjávarafurðir .....	77,1	62,8	Skuldir atvinnuvega .....	53,6	125,3
Iðnaðarvörur.....	18,4	33,0	Skuldir heimila .....	21,2	97,7
þar af ál og kísiljárn.....	13,2	21,4	Markaðsverðmæti hlutabréfa .....	.	67,1
Landbúnaðarvörur.....	3,4	1,6	<i>Skipting eftir ríkjum (%):</i>		
<i>Skipting eftir ríkjum (%):</i>			Bandaríkin.....	30,0	10,8
Bandaríkin.....	30,0	10,8	Evrópusambandið .....	52,8	70,8
Evrópusambandið .....	52,8	70,8	Annað .....	17,2	18,4
Annað .....	17,2	18,4			

1. Bráðabirgðatölur. Séu þær ekki til fyrir árið 2002 er tilgreint það ár sem við á. 2. Umreiknað í Bandaríkjadali á gengi sem leiðréttir fyrir verðlagsmuni milli ríkja. 3. HþF er hrein þjóðarframleiðsla, þ.e. verg þjóðarframleiðsla að frádrögnum afskriftum. 4. Á þjóðhagsreikningagrunni. Heimildir: Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Þjóðhagsstofnun, OECD, Seðlabanki Íslands.



**Tafla 23 Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum<sup>1</sup>**

	% af heild						Ma.kr.	
							Jan.-mars	
	1970	1980	1990	2000	2002	2003	2002	2003
<i>Vöruútflutningur; job</i>								
Evrópusambandið.....	52,8	52,3	70,7	67,4	70,8	72,8	144,0	35,9
Evrusvæði.....	25,4	30,2	37,6	42,3	47,5	49,0	96,7	24,2
Önnur Evrópusambandslönd.....	27,4	22,0	33,1	25,1	23,3	23,8	47,3	11,7
þar af Bretland.....	13,2	16,5	25,3	19,3	17,6	16,0	35,7	7,9
Önnur Vestur-Evrópulönd.....	2,8	2,3	3,4	7,8	6,9	8,0	14,1	4,0
Austur-Evrópa og fyrrum Sovétríki.....	9,6	8,8	2,9	1,4	2,4	2,8	4,9	1,4
þar af Rússland.....	6,8	5,4	2,5	0,4	0,4	0,8	0,8	0,4
Bandaríkin.....	30,0	21,6	9,9	12,2	10,8	10,6	22,0	5,2
Japan.....	0,1	1,5	6,0	5,2	3,3	1,7	6,8	0,9
Önnur OECD-lönd.....	0,5	0,6	0,5	2,0	1,3	1,2	2,7	0,6
Þróunarlönd <sup>2</sup> .....	4,2	12,9	5,5	3,0	3,3	2,4	6,7	1,2
Önnur lönd.....	0,0	0,0	1,1	1,0	1,1	0,4	2,2	0,2
Alls.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	203,4	49,4
<i>Vöruinnflutningur; cif</i>								
Evrópusambandið.....	64,9	58,0	59,9	57,0	52,5	55,4	109,0	25,7
Evrusvæði.....	32,0	33,2	35,5	33,5	30,6	33,6	63,5	15,6
Önnur Evrópusambandslönd.....	33,0	24,8	24,4	23,6	21,9	21,8	45,5	10,1
þar af Bretland.....	14,3	9,5	8,1	9,0	7,4	7,9	15,5	3,6
Önnur Vestur-Evrópulönd.....	5,4	8,1	5,2	9,7	9,5	9,6	19,7	4,4
Austur-Evrópa og fyrrum Sovétríki.....	10,4	10,9	6,5	5,7	10,0	10,3	20,8	4,8
þar af Rússland.....	7,2	9,7	5,0	1,8	3,8	2,8	7,9	1,3
Bandaríkin.....	8,2	9,4	14,4	11,0	11,1	6,8	23,0	3,2
Japan.....	2,9	4,0	5,6	4,9	3,1	4,2	6,5	2,0
Önnur OECD-lönd.....	0,4	5,8	3,7	4,5	4,7	3,3	9,7	1,5
Þróunarlönd <sup>2</sup> .....	7,2	2,7	3,1	5,6	7,5	8,9	15,5	4,1
Önnur lönd.....	0,6	1,1	1,4	1,5	1,6	1,5	3,3	0,7
Alls.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	207,6	46,4

1. Svæðaskipting landa miðast við árið 2000. Tölur fyrri ára miðast við sömu landasamsetningu svæða og 2000. 2. Fylgt er skilgreiningu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

Heimild: Hagstofa Íslands.

