

# P E N I N G A M Á L

## Ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands 2001/1

### *Efnisyfirlit*

<i>Inngangur</i>	
Seðlabankinn mun halda gengi krónunnar innan vikmarka.....	1
<i>Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum</i>	
Óbreyttar verðbólguhorfur 2001 þrátt fyrir lægra gengi.....	3
<i>Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans</i>	
Hægfara lækkun á gengi krónunnar þrátt fyrir aukið aðhald.....	16
<i>Arnór Sighvatsson</i>	
Viðskiptahallinn í alþjóðlegum og sögulegum samanburði.....	22
<i>Padraig McGowan</i>	
Írland: Reynslan af Evrópska myntsamstarfinu .....	39
Álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.....	51
Annáll fjármálamarkaða .....	55
Töflur og myndir .....	59

#### *Útgefandi:*

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

#### *Ritstjórn:*

Ritnefnd: Már Guðmundsson, formaður  
Ingimundur Friðriksson  
Sveinn E. Sigurðsson  
Tómas Örn Kristinsson

Aðrir: Arnór Sighvatsson, ritari  
Elín Guðjónsdóttir

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

6. rit. Febrúar 2001

Prentun og bókband: Steindórsprent-Gutenberg ehf.

Peningamál eru á vefsíðu Seðlabanka Íslands.

Áskriftargjald fyrir árið 2001 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

# Seðlabankinn mun halda gengi krónunnar innan vikmarka

Eftir að Seðlabankinn hækkaði stýrivexti sína um 0,8 prósentustig 1. nóvember sl. varð aðhald peningastefnunnar meira í gegnum vaxtastigið en nokkru sinni síðan núverandi skipan fjármálakerfis og peningastjórnunar komst á um miðjan síðasta áratug. Frá því í nóvember hefur aðhaldið aukist enn frekar sakir þess að verðbólga og verðbólguvæntingar hafa minnkað. Skammtímavaxtamunur gagnvart útlöndum hefur hins vegar haldist mjög svipaður. Undir lok janúar voru raunstýrivextir Seðlabankans rúmlega 6½% ef miðað er við verðbólguálag ríkisskuldabréfa, og skammtímavaxtamunur gagnvart útlöndum hefur að undanfögnu verið tæp 6½%. Bankavextir hafa hins vegar haldist óbreyttir eftir lækkun þeirra í nóvember sl.

Þótt stýrivextir Seðlabankans hafi hækkað hefur gengi krónunnar haldið áfram að lækka og var undir lok janúar orðið um 3½% lægra en í byrjun nóvember sl. Lækkun gengis má að nokkru leyti skýra með því að skerðing aflaheimilda og lakari efnahagshorfur fólu í sér lækkun á jafnvægisgengi krónunnar. Eigi að síður taldi Seðlabankinn nauðsynlegt, miðað við ríkjandi efnahagsaðstæður, að hamlar gegn lækkun krónunnar. Ástæður þessa eru einkum þrjár. Í fyrsta lagi taldi Seðlabankinn að sakir þeirrar miklu spennu sem hefur ríkt í hagkerfinu hafi verið líkur á að lægra gengi leiddi til meiri verðbólgu. Jafnvel þótt færa mætti einhver rök fyrir því að raungengi krónunnar hafi verið of hátt, er nauðsynlegt að forðast ótímabæra gengisaðlögun. Forsenda þess að lækkun gengis geti farið saman við litla verðbólgu er að áður hafi verulega dregið úr spennu í þjóðarþúskapnum. Í öðru lagi telur Seðlabankinn að meginorsaka hins mikla viðskiptahalla sé ekki að leita í háu raungengi. Því sé

frekari gengislækkun krónunnar alls ekki óumflýjanleg. Í þriðja lagi taldi bankinn mikilvægt að koma í veg fyrir óhóflega snarpa lækkun gengisins, m.a. vegna hugsanlegra slæmra afleiðinga fyrir fjármálagan stöðugleika. Hann greip því inn í gjaldeyrismarkaðinn í því skyni að hindra að til þess kæmi enda gæti slík framvinda leitt til meiri tímabundinnar lækkunar á gengi krónunnar en samrýmist langtíma-jafnvægi.

Frá því að gengi krónunnar tók að lækka hefur Seðlabankinn hækkað vexti og selt gjaldeyri í því skyni að verja gengið. Síðast seldi bankinn gjaldeyri á millibankamarkaði undir lok janúar sl. Seðlabankinn mun beita þeim aðferðum sem hann ræður yfir til þess að halda gengi krónunnar innan vikmarka. Nýlega gerði Seðlabankinn samning um óskilyrta lán-tökuheimild að fjárhæð um 21½ ma.kr til að efla getu sína til þess að verja gengið og bætist það við fyrri viðbúnað.

Verðbólga á seinni hluta síðastliðins árs var minni en flestir bjuggust við. Hún hjaðnaði úr u.þ.b. 6% á ári á vormánuðum 2000 í 3½% í byrjun þessa árs, þrátt fyrir umtalsverða lækkun á gengi krónunnar á seinni hluta ársins 2000. Þótt dregið hafi úr verðbólgu breytir það ekki miklu um verðbólguþá Seðlabankans til loka þessa árs. Spáð er rúmlega 4½% hækkun neysluverðs yfir árið, eins og í nóvember. Ástæða þess að ekki er spáð áframhaldandi hjöðnun er sú að reiknað er með að áhrifa lægra gengis gæti að lokum í verðlagi. Þau komi hægar fram en áður en hverfi ekki. Færð eru rök fyrir þessu í greininni um þróun og horfur í efnahagsmálum. Um þetta er auðvitað óvissa. Hugsanlegt er að hluti gengislækkunnar komi ekki fram í verðlagi og einnig að tafirnar

verði meiri en hér er reiknað með. Verðbólga yrði þá minni en spáð er á næstunni en myndi sækja í sig veðrið síðar. Á móti kemur að mikil spenna á vöru- og vinnumarkaði gæti enn brotist út í aukinni verðbólgu. Að gefnu óbreyttu gengi hafa verðlagshorfur fyrir árið 2002 batnað nokkuð frá því í nóvember og er nú spáð 2,7% verðbólgu frá upphafi til loka þess árs. Forsenda þess er að ofpensla hjaðni þegar líður á þetta ár.

Seðlabankinn telur að enn sem komið er séu ekki forsendur til að slaka á aðhaldi í peningamálum. Fyrir því eru tvær ástæður. Í fyrsta lagi, eins og nánar er rökstutt í næstu grein, hafa enn ekki komið fram ótvíræðar vísbendingar um að ofpenslan sé tekin að hjaðna. Í öðru lagi er hugsanlegt að lækkun stýrivaxta bankans myndi við núverandi aðstæður stuðla að frekari lækkun á gengi krónunnar og færa það óþægilega nærri vöðum.

Eins og áður hefur komið fram er það skoðun Seðlabankans að hinn mikli viðskiptahalli sem nú er til staðar feli annars vegar í sér vísbendingu um ofpensluna í þjóðarbúskapnum og hins vegar áhættu fyrir stöðugleika gengis og fjármálakerfis. Helsta viðfangsefni íslenskrar efnahagsstjórnar um þessar mundir er því að vinna bug á ofpenslunni sem er ástæða viðskiptahallans. Jafnvel þótt hátt raungengi sé ekki meginorsök viðskiptahallans gætu afleiðingar hans eigi að síður orðið ótímabær lækkun á gengi krónunnar og meiri verðbólga en æskilegt er. Miklar gengisbreytingar, sem oft eru fylgifiskur óhóflegs viðskiptahalla, geta grafið undan stöðugleika fjármálakerfisins. Það var meðal annars álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í janúar og er að finna í þessu hefti *Peningamála*.

Sem fyrr segir telur Seðlabankinn ekki að hækkun raungengis hafi verið meginorsök viðskiptahallans. Raungengið hækkaði mun minna í þeirri uppsveiflu sem er að renna sitt skeið en alla jafna í uppsveiflum síðustu áratuga og er nú, eftir umtalsverða lækkun frá síðastliðnu vori, komið niður í 20 ára sögulegt meðaltal. Mikill viðskiptahalli nú er að nokkru leyti ráðgáta í ljósi mikils afgangis á ríkis-

sjóði. Orsaka hans er líklega fyrst og fremst að leita í þeim þáttum sem kynt hafa undir vexti eftirspurnar og dregið úr sparnaðarhneigð. Óhófleg útlánaaukning sem fjármögnuð var að verulegu leyti með erlendu lánsfé á þar stóran hlut að máli. Verði gripið til aðgerða á komandi mánuðum og misserum sem beinast að rótum viðskiptahallans með því að stuðla að meiri þjóðhagslegum sparnaði, draga úr þjóðarútgjöldum, minnka spennu á vinnumarkaði og slá á útlánaþenslu má koma í veg fyrir frekari gengislækkun.

Í álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er lagt til að formleg vöðum gengisstefnunnar verði afnumin, beint verðbólguþéttverði grundvöllur peningastefnunnar og að Seðlabankinn fái fullt sjálfstæði til að beita tækjum sínum til að vinna að því markmiði. Seðlabankinn hefur kannað þennan kost gaumgæfilega um nokkurt skeið og skrifað hefur verið um verðbólguþéttverði í ritum hans. Bankinn telur margt mæla með því að tekið verði upp verðbólguþéttverði. Það yrði rökrétt framhald af þróun í átt til sveigjanlegri gengisstefnu og aukinnar áherslu á verðstöðugleika, sem hófst árið 1995 með vöðum gengisstefnunnar. Ákvörðun hefur ekki verið tekin um að stíga þetta skref og hún myndi í öllu falli eiga sér aðdraganda. Leggja verður áherslu á að verði tekið upp verðbólguþéttverði er ekki gefið að gengið fari í kjölfarið út fyrir núverandi vöðum. Í opnu hagkerfi hefur gengið sterk áhrif á verðlag. Peningastefnan myndi af þeirri ástæðu eftir sem áður þurfa að taka tillit til gengisþróunarinnar. Hugsanlegar breytingar á ramma peningastefnunnar hafa heldur engin áhrif á það mat á stöðu gengisins sem greint var frá hér að framan. Markaðsaðilar hafa því fulla ástæðu til að taka á næstunni mið af núverandi vöðum gengisstefnunnar.

Seðlabankinn telur tvímælalaust þörf á aðhaldsamri stefnu í peningamálum enn um sinn til að halda aftur af verðbólgu. Einnig telur bankinn brýnt að hér dragi úr almennri eftirspurn svo viðskiptahalli ógni ekki í senn verðstöðugleika og fjármálastöðugleika.

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

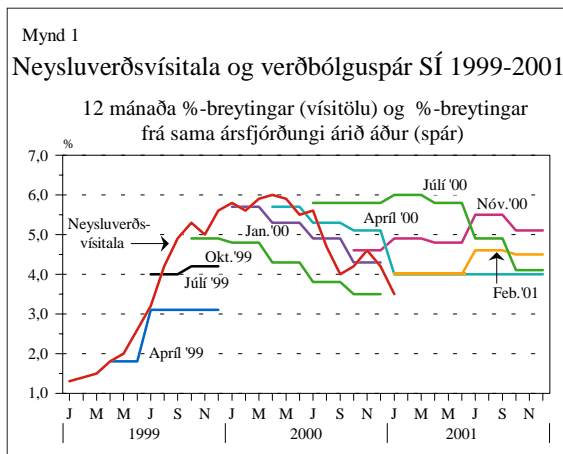
### Óbreyttar verðbólguhorfur 2001 þrátt fyrir lægra gengi

Verðbólga hefur haldið áfram að minnka þrátt fyrir umtalsverða lækkun á gengi krónunnar á síðustu mánuðum. Seðlabankinn spáir nú svipaðri verðbólgu yfir árið 2001 og spáð var í nóvember síðastliðnum. Minni verðbólga að undanförunu vegur þannig á móti áhrifum af lægra gengi krónunnar. Þetta felur í sér að verðbólga muni aukast nokkuð þegar líður á árið. Miðað við óbreytt gengi gerir bankinn ráð fyrir að verðbólga hjaðni síðan á árinu 2002 og verði 2,7% yfir árið. Byggist það á þeirri forsendu að offensla hjaðni þegar líður á þetta ár. Töluverð óvissa er um þessa spá. Áhrif lægra gengis gætu orðið veikari og verðbólga þess vegna minni á næstunni. Á móti kemur að upphlaðin spenna á vöru- og vinnumörkuðum gæti enn brotist út í meiri verðbólgu. Miklu skiptir því að offensla hjaðni á næstunni en ekki liggja fyrir óyggjandi vísbendingar um að það ferli sé hafið. Dregið hefur úr veltuaukningu á sumum sviðum en á öðrum er hún enn mikil. Útlánaaukning bankanna er enn mjög mikil og síðustu mælingar benda til að vinnumarkaður sé spenntari en nokkru sinni áður í þessari uppsveiflu. Af þessum sökum telur Seðlabankinn ekki enn tímabært að slaka á aðhaldi í peningamálum. Hann mun hins vegar vera tilbúinn að bregðast við ef ótvíræðari merki um kólnun hagkerfisins koma fram.

*Verðbólgan reyndist minni en reiknað var með í haust*

Þrátt fyrir umtalsverða lækkun gengis á síðustu mánuðum reyndist verðbólgan minni en reiknað var með í haust. Tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs hélt því áfram að lækka, eins og sést á mynd 1, og nam í janúar 3,5%. Verðbólga hefur hjaðnað verulega á þennan mælikvarða frá því sl. vor þegar hún fór hæst í 6%. Verðbólga hefur einnig minnkað hér á landi á mælikvarða samræmdrar neysluverðsvísitölu ESB, en sú vísitala er vel samanburðarhæf á milli landa. Helsti munurinn á henni og vísitölu Hagstofunnar er sá að reiknuð húsaleiga af eigin húsnæði er ekki með í samræmdri vísitölu. Í desember sl. hafði samræmda vísitalan hér landi hækkað um 3,7% yfir tólf mánuði samanborið við 2,4% í helstu viðskiptalöndum Íslands. Munurinn hefur haldist á þessu róli síðan í haust en var meiri framan af árinu. Fimm ESB

lönd eru nú með sömu eða meiri verðbólgu en Ísland á þennan mælikvarða.



Að hluta skýrist minni hækkun en reiknað var með af tímabundnum þáttum eins og lækkun bensínverðs og verulegri lækkun fasteignagjalda á lands-

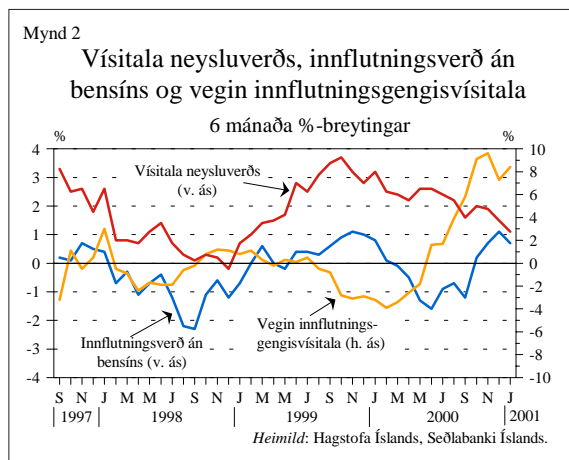
1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 26. janúar 2001.

byggðinni, en hún var öll tekin með í mælingu vísitölu neysluverðs í janúar sl. Útsöluverð bensíns lækkaði um nærri 5% frá byrjun október 2000 til janúar 2001. Án þess hefði hækkun vísitölu neysluverðs á þessu tímabili orðið rúmlega 50% meiri. Ekki er útlit fyrir að framhald verði á þessari þróun í bráð, enda hefur olíu- og bensínsverð á alþjóðlegum mörkuðum hækkað nokkuð frá áramótum.

Þrátt fyrir að fasteignagjöld í Reykjavík hafi hækkað um 14% og fasteignaverð á landsbyggðinni um 4%-12% á árinu 2000 mældist lækkun á fasteignagjöldum í vísitölu neysluverðs í janúar sem nam 3,7%. Þetta stafaði af því að með lagabreytingu í haust eru fasteignagjöld á landsbyggðinni látin taka mið af álagningarstofni sem miðast við fasteignaverð á landsbyggðinni. Sú lækkun sem af þessu hlaut nam víða allt að 50% og vó mun þyngra en hækkun fasteignaverðs á árinu. Hér er um tímabundin áhrif að ræða sem skekkja myndina af undirliggjandi verðbólguþróun. Án þessarar kerfisbreytingar hefði vísitalan hækkað í samræmi við spár og væntingar um 0,4% í janúar í stað 0,1%.

Bensín og fasteignagjöld skýra þó ekki að fullu minni verðbólgu en Seðlabankinn spáði í byrjun nóvember sl. Þá spáði hann 1,5% hækkun verðlags milli þriðja og fjórða ársfjórðungs ársins 2000 en útkoman varð 1,1% hækkun. Ef bensín hefði ekki lækkað og ef ekki hefði komið til sérstakrar lækkunar á álagningarstofni fasteignagjalda á landsbyggðinni má ætla að hækkunin hefði orðið um 1,3%. Þannig leiðrétt nemur spáskekkjan aðeins 0,2% og er langt innan tölfræðilegra skekkjumarka (sjá sérstaka rammagrein um spáskekkjur í verðbólguþróun). Margt bendir til þess að þessi ofspá eigi rætur að rekja til þess að áhrif lægra gengis á verðlag hafa hingað til komið veikar fram en búast hefði mátt við á grundvelli sögulegrar reynslu. Mynd 2 sýnir að skammtímasamband milli verðs erlendra gjaldmiðla og þróunar verðs innfluttra vara án bensíns í vísitölu neysluverðs hefur ekki verið ýkja sterkt á undanförunum misserum. Lækkun á innfluttum vörum án matvöru, drykkjarvöru, bensíns og bíls, í janúar og sl. þrjú mánuði (sjá töflu 1) stafar þó að verulegu leyti af útsölum í janúar. Lækkunin af þessum sökum virðist jafnvel meiri en á sama tíma í fyrra.

Á árinu 1999 voru hækkunir á húsnæðisverði og bensíni veigamiklir þættir að baki hækkunar neysluverðs. Samtals skýrðu þessir þættir nærri helming af



verðhækkun ársins, eins og sjá má í töflu 1. Á nýliðnu ári var þáttur bensíns hins vegar mun minni og síðustu þrjú mánuði stuðlaði verðlækkun þess beinlínis að minni verðbólgu en ella. Húsnæðisliðurinn vó hins vegar þungt á síðasta ári og skýrði rúmlega þriðjung hækkunar neysluverðs. Hækkun á verði

Tafla 1 Framlag undirliða til hækkunar vísitölu neysluverðs 1999-2000

Allar tölur eru í %	Vísitölubreyting (á ársgrundvelli) síðastliðna		Hlutfallslegt framlag til hækkunar vísitölu	
	3 m.	12 m.	2000	1999
(1) Búvörur án grænmetis .....	4,6	3,4	6,2	3,2
(2) Grænmeti .....	-32,6	0,3	0,1	0,4
(3) Aðrar innlendar mat- og drykkjarvörur .....	1,7	1,6	3,0	8,2
(4) Aðrar innlendar vörur .....	12,5	3,6	4,6	2,5
(5) Innfluttar mat- og drykkjarvörur .....	8,8	-0,8	-0,7	4,1
(6) Nýr bíll og varahlutir .....	4,2	0,7	2,1	2,1
(7) Bensín .....	-18,4	5,1	6,8	16,2
(8) Aðrar innfluttar vörur .....	-5,1	-0,8	-3,3	-1,2
(9) Áfengi og tóbak .....	6,6	3,2	2,9	0,9
(10) Húsnæði .....	4,6	9,4	35,3	31,1
(11) Opnber þjónusta .....	4,1	2,1	7,6	10,4
(12) Önnur þjónusta .....	4,5	6,4	35,4	21,9
Samtals .....	1,8	3,5	100,0	100,0
Innlendar vörur (1-4) .....	3,2	2,7	14,0	14,3
Búvörur og grænmeti (1-2) .....	-0,9	3,0	6,3	3,6
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis (3-4) .....	6,0	2,4	7,7	10,7
Innfluttar vörur alls (5-9) .....	-2,2	0,7	7,8	22,2

## Rammi 1 Spáskekkjur í verðbólguþám Seðlabankans og annarra aðila

Pörfin fyrir vísbendingar um framtíðarverðlagshorfur hefur aukist gríðarlega á síðasta áratug og þeim aðilum sem spá um breytingu vísitölu neysluverðs fjölgar stöðugt. Áreiðanleiki og gæði spánna eru misjöfn. Samanburður á spánum og mælingar á marktækni þeirra er því nauðsynlegur, bæði fyrir spáaðila sjálfa og aðra sem fylgjast með efnahagsmálum eða nota spámar með einum eða öðrum hætti. Hér á eftir fer mat og samanburður á árs- og ársfjórðungsspám Seðlabankans og sambærilegum spám annarra.

Tafla 2 sýnir samanburð á ársfjórðungsspám Seðlabankans, Gjaldeyrismála og Íslandsbanka-FBA. Gjaldeyrismál birta þó ekki ársfjórðungsspár heldur mánaðarleg gildi vísitölunnar 3 mánuði fram í tímann og eru þau umreiknuð yfir í ársfjórðungsspá. Svipað gildir um fyrstu ársfjórðungsspár Íslandsbanka-FBA en eftir sameiningu hafa verið birtar ársfjórðungsspár. Litið er á 3 mislög tímabil og það stysta nær aðeins yfir árin 1999-2000 til að einnig sé unnt að skoða spár Íslandsbanka-FBA. Litlu

Tafla 1 Ársspár ýmissa aðila 1994-2000<sup>1</sup>

%	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994
Seðlabankinn .....	5,0	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,4
Þjóðhagsstofnun .....	3,9	2,5	2,7	2,5	2,5	2,5	2,5
Gjaldeyrismál .....	5,0	2,3	3,2	2,3	2,9	3,0	1,3
Íslandsbanki-FBA <sup>2</sup> .....	4,9	1,7					
Verðbólga tímabilsins .....	5,0	3,4	1,7	1,8	2,3	1,7	1,5

1. Breytingar milli ársmeðaltala í vísitölu neysluverðs. Notaðar eru spár sem gerðar eru sem næst áramótum hvers árs.  
2. Notaðar eru spár FBA fyrir sameiningu Íslandsbanka og FBA nema hvað ársspá ársins 1999 er frá Íslandsbanka.

Við mat á verðbólguþám er horft á meðalskekkju (bjögun) og staðalfrávik spáskekkju. Meðalskekkjan sýnir meðalfrávik spánna frá eiginlegri verðbólgu og þar með hvort verið er kerfisbundið að of- eða vanspá verðbólgu. Staðalfrávik er mælikvarði á hversu langt spágildið er frá réttu gildi að meðaltali.

Í töflu 1 er birt yfirlit yfir ársspár Seðlabankans og annarra aðila og eiginlega verðbólgu árinna 1994-2000. Miðað er við breytingu vísitölu neysluverðs milli ársmeðaltala. Til og með ársins 1998 var tilhneiging til þess að ofspá verðbólgunni en það snérist við árið 1999 þegar allir aðilar vanspáðu verðbólgunni. Spár fyrir árið 2000 reyndust allar mjög nálægt því sem verðbólgan varð á tímabilinu nema hjá Þjóðhagsstofnun sem spáði töluvert minni verðbólgu á árinu. Ársspár Seðlabankans á þessu tímabili hafa haft bæði lægsta staðalfrávik og minnstu skekkjuna af þeim aðilum sem hafa verið að spá. Staðalfrávik í spám Seðlabankans er 0,7% en 0,9% bæði hjá Þjóðhagsstofnun og Gjaldeyrismálum. Meðalskekkja hjá Seðlabankanum er 0,1% samanborið við 0,2% hjá Þjóðhagsstofnun og 0,4% hjá Gjaldeyrismálum. Hjá Íslandsbanka-FBA er aðeins um tvær ársspár að ræða og því afar hæpið að draga ályktanir af því.

skiptir hvort notaðar eru spár FBA (eins og í töflu) eða Íslandsbanka fyrir sameiningu.

Sé litið á spár Seðlabankans er meðalskekkjan ekki marktækt frábrugðin núlli og staðalfrávik um eða undir staðalfrávik metinnar spájöfnu, eða um ½%. Gjaldeyris-

Tafla 2 Samanburður á ársfjórðungsspám

%	Staðalfrávik	Meðalskekkja
<i>Seðlabankinn</i>		
1995:1-2000:4 .....	0,42	0,06
1997:1-2000:4 .....	0,47	0,06
1999:1-2000:4 .....	0,54	0,00
<i>Gjaldeyrismál</i>		
1995:1-2000:4 .....	0,45	0,26
1997:1-2000:4 .....	0,45	0,27
1999:1-2000:4 .....	0,39	0,12
<i>Íslandsbanki-FBA<sup>1</sup></i>		
1999:1-2000:4 .....	0,67	0,03

1. Notaðar eru spár FBA fyrir sameiningu Íslandsbanka og FBA.

mál virðast hafa kerfisbundið ofspáð verðbólgu, sérstaklega á fyrri hluta tímabilsins en staðalfrávik er svipað og hjá Seðlabankanum. Staðalfrávik spáskekkju Gjaldeyris mála er þó minnst fyrir tímabilið 1999-2000. Hins vegar ber að hafa í huga að um mjög stutt tímabil er að ræða og því varasamt að draga víðtækar ályktanir af því. Meðalskekkja í spám Íslandsbanka-FBA er ekki marktækt frábrugðin núlli eins og hjá Seðlabankanum en staðalfrávik er hæst hjá þeim sé það borið saman við sama tímabil hjá öðrum spáaðilum. Á heildina litið má segja að þeim aðilum sem hér hefur verið rætt um hafi gengið nokkuð vel að spá verðbólgu á undanförunum árum. Þó koma oft fyrir tímabil þar sem spáaðilar missauga sig, eins

og t.d. 3. ársfjórðungur síðasta árs þegar spáaðilar ofspáðu verðbólgu sem nam um og yfir tveimur staðalfrávikum.

Niðurstöður þessarar samantektar sýna að bæði Seðlabankinn og aðrir aðilar ofspáðu verðbólgu á fyrri hluta þess tímabils sem var skoðað og er unnt að líta á nánari umfjöllun um það í Haustskýrslu Seðlabankans frá árinu 1998. Á síðustu tveimur árum hafa hlutirnir þó breyst. Allt árið 1999 og fyrri helming ársins 2000 spáði Seðlabankinn minni verðbólgu en varð, sömu sögu má segja af Íslandsbanka-FBA. Því virðist sem hluti þeirrar verðbólgu sem Seðlabankinn spáði fyrir árið 1998 hafi ekki komið fram fyrr en árið eftir. Á seinni hluta ársins 2000 voru verðbólguþáttar svo of háar hjá öllum aðilum.

þjónustu á almennum markaði var þó jafngildur þáttur og síðustu þrjá mánuði hefur hann lagt til nærri helming hækkunar neysluverðs. Þjónustan er vinnuafsfrek og endurspeglar hækkun hennar mikla hækkun launa á undanförunum misserum.

Seðlabankinn hefur nú ofspáð verðbólgu tvo ársfjórðunga í röð. Staðalfrávik spáskekkjunnar nú er þó mun minni en á þriðja ársfjórðungi og innan tölfræðilegra skekkjumarka, jafnvel þótt ekki væri tekið tillit til sérstakra þátta eins og lækkunar álagningarstofns fasteignagjalda á landsbyggðinni. Ofspá bankans að undanförunu kemur í framhaldi af vanspá í sjö ársfjórðunga samfleytt. Í sérstakri rammagrein er fjallað um skekkjur í verðbólguþáttum Seðlabankans og annarra aðila. Þar kemur fram að ef litið er yfir lengra tímabil hafa spár bankans staðist nokkuð vel. Meðalskekkja, sem er mælikvarði á tilhneigingu til að ofspá eða vanspá til lengdar, er hverfandi og staðalfrávik spáskekkjunnar er minna en staðalfrávik í þeim metnu tölfræðilíkönum sem notuð eru til að spá með. Á þessa mælikvarða koma spár bankans einnig ívið betur út en spár annarra.

#### *Hefur samband gengis og verðlags breyst?*

Þróun gengis og verðlags undanfarna mánuði vekur þá spurningu hvort samband gengis og verðlags hafi breyst í grundvallaratriðum. Margt bendir til að gengisáhrifin séu veikari en áður, en slíkrar tilhneigingar hefur gætt í mörgum löndum á undanförunum árum. Veikari gengisáhrif gætu stafað af sérstökum og tímabundnum þáttum, af lengri töfum á milli gengisbreytinga og verðlagsbreytinga eða breytingum á langtímasambandi gengis og verðlags. Í sérstakri

rammagrein er fjallað um það ljós sem tölfræðirannsóknir geta varpað á þetta efni. Svo virðist sem skammtímasamband gengis og verðlags hafi veikt verulega á undanförunum árum en að langtímasambandið sé enn til staðar. Þessar rannsóknir geta hins vegar ekki svarað þeirri spurningu hvort breyting hafi orðið á þessu sambandi á síðustu 1-2 árum þar sem lengri tími þarf að líða þar til að gögn geta varpað ljósi á það. Sé horft framhjá þeim möguleika benda þessar niðurstöður til þess að áhrif lægra gengis muni að lokum skila sér í meiri verðbólgu um hríð en að mikil óvissa ríki um tímasetningu þeirra áhrifa.

Hægt er að setja fram ýmsar kenningar um það af hverju samband gengis og verðlags kann að hafa breyst. Í fyrsta lagi er líklegt að meiri breytileiki í genginu valdi óvissu um hversu varanlegar breytingar þess eru. Þær þurfa því að vara lengur til að hafa áhrif á verðlagningu vöru og þjónustu. Sé þessi kenning rétt má búast við að verðbólguáhrif lægra gengis komi fram á næstu mánuðum að því tilskildu að ekki verði verulegur viðsnúningur í gengisþróuninni. Gengisáhrifin ættu því að koma fram til lengdar ef ekki kemur annað til. Í öðru lagi hefur verið nefnt að aukin samkeppni gæti gert fyrirtækjum erfiðara fyrir að velta áhrifum lægra gengis út í verðlagið. Hér gæti verið um að ræða áhrif á álagningu sem ekki ganga til baka ef samkeppnisstigið eykst varanlega. Hins vegar er hæpið að svigrúm sé til þess í álagningu fyrirtækja að taka á sig að fullu gengislækkun sem orðin er á annan tug prósent. Í þriðja lagi er hugsanlegt að við lágt verðbólguþátt veikt skammtímasambandið á milli gengis og verðlags (og reyndar einnig á milli launa og verðlags). Ástæðan er m.a. sú

að það er kostnaðarsamt að breyta verði. Sá kostnaður vegur þyngra þegar verðbreytingartílefni eru minni en búast má við að það sé algengara þegar verðbólga er að jafnaði lægri.

Niðurstaðan af tölfræðilegum rannsóknum og fræðilegum vangaveltum er því sú að ekki er traustur grundvöllur til að fullyrða að áhrif lægra gengis á verðbólgu muni ekki koma fram. Ekki er þar með sagt að þau muni koma fram að fullu. Reynsla margra landa af gengislækkunum á síðasta áratug var einmitt sú að gengisáhrif komu seinna fram og voru minni en vænta mátti. Vert er hins vegar að hafa í huga að í mörgum þessum löndum var slaki í efnahagslífinu sem vann á móti gengisáhrifunum en hér á landi ríkir hins vegar enn sem komið er spennan á vöru- og vinnumarkaði.

#### Verðbólguþá: svipuð verðbólga yfir árið 2001 og spáð var í október

Við spá verðbólgu um þessar mundir togast annars vegar á minni verðbólga undanfarna mánuði en áður var reiknað með og hins vegar enn frekari lækkun á gengi íslensku krónunnar. Auk þess hefur Seðlabankinn endurmetið allar helstu forsendur á grundvelli fyrirbyggjandi þróunar, spár Þjóðhagsstofnunar um hagvöxt og vinnuafslnotkun og spár alþjóðastofnana um verðlagsþróun í utanríkisviðskiptum. Yfirlit um helstu forsendur verðbólguþá er að finna í töflu 3. Ekki var talið fært annað við gerð spárinnar en að reikna með að áhrif lægra gengis muni að lokum koma fram í verðlagi, en í spánni er miðað við að gengi krónunnar haldist óbreytt frá því sem það var 26. janúar sl. Það er rúmlega 3½% lægra gengi en reiknað var með í verðbólguþá bankans í nóvember sl.

Nú er spáð heldur minni verðbólgu á milli árunna 2000 og 2001 en gert var í nóvember sl., eða 4,3% samanborið við 5,1% þá. Spáin yfir árið 2001 er hins vegar hin sama, eða 4,6%. Byggist það á því að reiknað er með að áhrif lægra gengis muni koma fram á næstunni í samræmi við söguleg sambönd. Um það er hins vegar mikil óvissa og reyndar líklegt að áhrifin komi eitthvað hægar fram. Það myndi þá leiða til þess að verðbólga verði eitthvað minni næstu mánuði en hér er reiknað með en muni síðan sækja í sig veðrið. Það er jafnvel hugsanlegt að seinkun gengisáhrifanna verði það mikil að verðbólgan yfir árið 2001 verði minni en hér er spáð. Á móti kæmi þá að verðbólga á árinu 2002 yrði meiri, en líkön sem

Tafla 2 Verðbólguþá Seðlabanka Íslands

	Ársfjórðungsþýtingar				
	Breyting frá fyrri ársfjórðungi (%)	Staðal frávik	Visitölu-gildi	Ársfjórðungsþýting á ársgrundvelli (%)	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður (%)
2000:1	1,1		196,0	4,3	5,8
2000:2	1,4		198,8	5,9	5,7
2000:3	0,5		199,8	2,1	4,5
2000:4	1,1		202,1	4,6	4,2
2001:1	0,9	0,5	203,8	3,5	4,0
2001:2	1,4	0,5	206,7	5,9	4,0
2001:3	1,1	0,5	209,0	4,5	4,6
2001:4	1,0	0,5	211,0	4,0	4,5

#### Ársþýtingar (%)

Ár	Milli ára	Yfir árið
1997	1,8	2,2
1998	1,7	1,3
1999	3,4	5,8
2000	5,0	3,5
2001	4,3	4,6
2002	3,2	2,7

Skyggt svæði sýnir spá.

gera ráð fyrir hægari gengisáhrifum spá einmitt umtalsvert hærra verðbólgu á árinu 2002 en hér er gert. Í þessari spá er hins vegar gert ráð fyrir að verðbólgan hjaðni á árinu 2002 og verði 3,2% milli ára og 2,7% yfir árið. Þetta er nokkru minni verðbólga á árinu 2002 en spáð var í nóvember sl. Það stafar af því að áhrif lægra gengis verða þá að mestu gengin yfir og aðrar forsendur stuðla að minni verðbólgu en reiknað var með þá. Þannig er gert ráð fyrir að launaskrið verði heldur minna, framleiðniaukning meiri og hækkun innflutningsverðs í erlendri mynt minni. Byggist það annars vegar á spám alþjóða-

Tafla 3 Helstu forsendur verðbólguþá

Þrósetuhækkun yfir árið	2000	2001	2002
Samningsbundin laun .....	5,3	3,8	3,7
Launaskrið .....	2,0	1,5	1,0
Innlend framleiðni .....	2,0	2,0	1,5
Innflutningsverð í erlendri mynt ....	4,0	1,0	1,0



## Rammi 2 Samband gengis, launa og verðlags

Verðbólguþáttur Seðlabankans hafa stuðst við líkön sem í meginatriðum ráðast af sambandi verðlags við laun, erlent verðlag og gengi. Líkönin eru metin með tölfræðiaðferðum. Algengt var að nota líkön þar sem breytingar verðlags voru eingöngu skýrðar með samtímabreytingum launa og innflutningsverðs og fyrri breytingum allra stærðanna. Betra samræmi við hagfræðikenningar fæst með því að líta jafnframt til langtímafjafnvægis ofangreindra stærða en þá þarf einnig að reikna með þróun framleiðni. Á síðustu árum hefur bankinn einnig stuðst við líkön sem taka tillit til áhrifa eftirspurnarþenslu á innlendum vörumarkaði og spennu á innlendum vinnumarkaði.

Mat á stikum langtímasambanda er næmt fyrir kerfisbundnum mæliskekklum og þekkt er úr vísitölufraeðum að torvelt er að mæla nákvæmlega breytingu á almennu verðlagi um langan tíma. Þegar líkön bankans eru metin með gögnum sem ná aftur til sjöunda eða áttunda áratugarins virðast þau tölfræðilega vel ákvörðuð og með stöðuga stika. Lítil en marktækur munur var á hvað líkön sem studdust bæði við langtímasambönd og breytingar féllu betur að mælingunum en líkön sem eingöngu náðu til breytinga.

Fyrir 1990 skýrðu líkönin hátt hlutfall af verðbreytingum. Eftir 1990 dró mikið úr launa- og verðhækkunum og gengi varð stöðugra. Engin skýr merki voru þó um að sambönd stærðanna hefðu breyst, en staðalfrávik verðbólgufrávikanna lækkaði.

Nú er liðinn rúmur áratugur síðan verðbólga á Íslandi komst á svipað stig og algengast er með þjóðum sem búa

við svipuð lífskjör. Þetta gæti dugað til að meta stika í einföldu líkani af ársfjórðungsgildum verðbólgu án þess að leita lengra aftur. Mælingar frá tímum þegar lítið breytist geyma þó minni upplýsingar um sambönd stærðanna en órólegri tímabil og 10 ár eru stutt tímabil til að meta áhrif langtímafjafnvægis. Því þarf að túlka allar tölfræðilegar niðurstöður slíkra líkana með mikilli varúð.

Niðurstöður af mati á verðbólgufrávikum sem eingöngu nær til þjóðarsáttartímabilsins eru talsvert frábrugðnar eldri líkönum bankans. Staðalfrávik er lægra en líkanið skýrir samt miklu lægra hlutfall af verðbreytingum en eldri líkön gerðu og mat á stikum þess er ónákvæmt. Lítil merki sjást um fyrri skammtímasamband milli breytinga verðbólgu, launa og innflutningsverðs. Áhrif langtímafjafnvægis þessara stærða eru þó enn fyrir hendi, en þau lýsa hægfara aðlögun verðlags að þróun launa og innflutningsverðs. Niðurstöðurnar gefa því til kynna að tengsl gengis og verðlags séu enn fyrir hendi en að áhrif gengisbreytinga taki lengri tíma að koma fram en áður.

Þetta líkan lýsir meiri tregðu í verðbreytingum en fram kom með eldri líkönum og gæti verið breyting frá fyrri ástandi. Hitt er einnig mögulegt að þessi áhrif hafi lengi verið fyrir hendi, en ekki komið fram meðan verðbreytingar fylgdu örum og stórum breytingum launa og innflutningsverðs. Meðal þátta sem hvergi koma beint fram í mælingum sem líkönin ná til, en hafa áhrif á útkomurnar, eru verðbólguvæntingar, aukin verðsamkeppni og kerfisbundnar mæliskekklur.

stofnana og hins vegar á því að spennan í hagkerfinu minnki þegar líður á þetta ár.

Ýmsir áhættuþættir eru tengdir ofangreindri verðbólguþáttum. Verðbólga gæti orðið lægri á þessu ári ef gengisáhrif koma veikir fram, eða fasteignaverð lækkar á árinu vegna umskipta á fasteignamarkaði. Á móti kemur að mikil spennan á vöru- og vinnumarkaði gæti enn brotist fram í aukinni verðbólgu. Þau líkön Seðlabankans sem taka tillit til eftirspurnarþátta eins og framleiðsluspennu og atvinnuleysis spá einmitt mun meiri verðbólgu á þessu ári en hér er gert. Það gæti því skipt miklu máli fyrir verðbólguframvinduna á næstunni hversu hratt sú ofpensla sem ríkt hefur hér að undanfögnu hjaðnar.

### *Er ofpenslan að hjaðna?*

Nokkurs misskilnings virðist stundum gæta þegar rætt er um hvort ofpensla eða spennan í hagkerfinu sé að hjaðna. Er þá stundum vísað til þess að *vöxtur* ýmissa veltu- og eftirspurnarstærða sé minni en árið áður. Það er hins vegar alls ekki nægjanlegt til að hægt sé að tala um *hjöðnun* eftirspurnarþenslu. Til að ofpensla hjaðni þarf *vöxturinn* að fara niður fyrir *jafnvægisvöxt*. Dæmi um þetta er framleiðsluspennan eða slaki sem mælir hlutfall landsframleiðslu og framleiðslugetu, en framleiðsluspennan náði líklega hámarki á síðasta ári. Mikil óvissa ríkir um hver sé jafnvægisvöxtur en líklega er hann ekki yfir 3-4%. Það er því ekki nóg að hagvöxtur minnki til að framleiðsluspennan slakni heldur verður hann að fara

niður fyrir 3-4%. Sama á við um aðrar eftirspurnar- og veltustærðir.

Með þetta í huga er rétt að skoða hvaða sögu nýjustu vísbendingar segja um það hvort ofpensla sé byrjuð að hjaðna, en þær eru dregnar saman í töflu 4. Vísbendingarnar gefa ekki tilefni til að ætla að hagvöxtur og vöxtur þjóðarútgjalda hafi verið marktækt meiri á síðasta ári en Þjóðhagsstofnun spáði í desember sl., þ.e. að hagvöxtur hafi verið 4% og vöxtur þjóðarútgjalda nærri 5½%. Vissar vísbendingar eru þó um að umtalsvert hafi dregið úr vexti einkaneyslu, enda virðist stöðnun í smásöluverslun, og innflutningur neysluvara hefur aukist lítið. Það stafar þó aðallega af minni bílannflutningi enda var raunaukning innflutnings annarra neysluvara nærri 6% mánuðina janúar til nóvember frá sama tímabili árið áður. Einnig virðist velta þjónustu, hótela og veitingahúsa hafa aukist um nærri 13% að raungildi á sama tímabili og raunaukning greiðslukortaveltu var um 6½% á árinu 2000.

Á heildina litið gefa vísbendingarnar í töflu 4 ekki með skýrum hætti til kynna að ofpensla sé farin að hjaðna. Innflutningsaukning er svipuð að raungildi og árið áður, vinnumarkaður er spenntari og útlánaaukning er enn mjög mikil og meiri en árið áður. Aukning peningamagns og sparifjár (M3) hefur að vísu hjaðnað en er þó enn töluverð og meiri en samrýmist lítilli verðbólgu til lengdar, þ.e. verðbólgu undir 3%. Að slepptri virðisaukaskattsveltu er helst að sjá umskipti í eignaverði. Hlutabréfaverð hefur lækkað verulega á undanförunum mánuðum og hægt hefur umtalsvert á hækkun fasteignaverðs, sem þó var töluverð á síðasta ári.

#### Útlánaaukning er enn óhófleg

Það hefur valdið töluverðum vonbrigðum að ekkert lát virðist á útlánaaukningu. Útlán innlánsstofnana jukust um rúm 26% á síðasta ári sem er heldur meira en árið á undan, þegar hún nam rúmum 23%. Útlán lánakerfisins í heild, þ.e. allra lánastofnana, liggja ekki fyrir nema til loka september á síðasta ári. Þá nam tólf mánaða vöxtur þeirra 21% og hafði aukist töluvert frá því í lok júní. Það er hins vegar rétt að hafa í huga að hluti útlánaaukningar síðustu mánaða skýrist af sjálfvirkri hækkun á stofni gengisbundinna lána vegna lækkunar á gengi krónunnar. Ef útlánaaukning innlánsstofnana á seinni helmingi ársins er leiðrétt fyrir uppfærslu lána vegna gengisbreytinga

Tafla 4 Þróun nokkurra vísbendinga

(Miðað við nýjustu gögn um hverja hagstærð)

<i>I Velta og eftirspurn</i> – %-breyting frá fyrra ári	<i>Nýjasta tímabil</i>	1999	2000
Almennur innflutningur <sup>1</sup> .....	Jan. - nóv.	4,5	4,1
Almennur innflutningur án eldsneytis og stóriðju <sup>1</sup> .....	Jan. - nóv.	3,8	5,5
Innflutningur neysluvara <sup>1</sup> .....	Jan. - nóv.	10,2	1,4
Innflutningur annarra neysluvara en bifreiða <sup>1</sup> .....	Jan. - nóv.	8,5	5,9
Vöruútflytningur <sup>1</sup> .....	Jan. - nóv.	10,3	0,0
Virðisaukaskattsvelta <sup>2</sup> .....	Jan. - okt.	6,1	4,4
þ.a. iðnaður án fiskvinnslu og stóriðju <sup>2</sup> .....	Jan. - okt.	5,0	3,8
þ.a. smásöluverslun <sup>2</sup> .....	Jan. - okt.	5,5	0,4
Greiðslukortavelta (raunvirði) .....	Jan. - des.	13,2	6,5
<i>II Innheimtir skattar</i> – raunbreyting milli ára (%) <sup>3</sup>			
Skattar alls .....	Jan. - des.	13,5	10,4
þ.a. virðisaukaskattur .....	Jan. - des.	9,1	3,7
<i>III Vinnumarkaður</i>			
Atvinnuleysi – % af mannafla .....	Desember	1,7	1,3
Veitt atvinnuleyfi .....	Jan. - des.	3.046	4.018
Laus störf – meðaltal í mánuði .....	Jan. - des.	291	521
<i>IV Peninga- og lánastærðir</i> – %-breyting frá fyrra ári			
Peningamagn og sparifé (M3) .....	Desember	16,9	11,0
Útlán innlánsstofnana .....	Desember	22,9	26,4
Útlán lánakerfisins .....	September	17,0	21,1
<i>V Eignaverð</i> – % breyting frá fyrra ári			
Hlutabréfaverð (þingvísitala aðallista) .....	31. des.	44,5	-13,8
Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu <sup>4</sup> .....	Desember	21,8	12,4
Raunverð fasteigna á höfuðborgarsvæðinu <sup>4</sup> .....	Desember	15,7	7,7

1. Á föstu verðlagi.

2. Raunbreyting miðað við neysluverð án húsnæðis.

3. Raunbreyting miðað við neysluverð.

4. Miðað við 3 mán. meðaltal verðs. Ekki liggja fyrir tölur um verð í sérbylí í desember 2000 og er hér sýnd 12 mán. breyting verðs í fjölbylí þann mánuð.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðhagsstofnun, Vinnumálastofnun, Verðbréfaþing Íslands, Fasteignamat ríkisins, Seðlabanki Íslands.

og verðbólgu nam hún rúmum 13% á ársgrundvelli í samanburði við tæp 21% á sama tíma í fyrra. Þessi aukning er auðvitað enn fyrir ofan það sem til lengdar samrýmist stöðugleika og lítilli verðbólgu en

Tafla 5 Útlánaaukning innlánsstofnana og fjármögnun þeirra seinni hluta 1999 og 2000

Útlánaaukning á seinni hluta árs (% á ársgrundvelli)	1999	2000
Útlán að nafnvirði .....	22,0	22,2
Leiðrétt fyrir uppfærslu vegna gengis og verðbólgu .....	20,8	13,3
<i>Hlutfallslegt framlag til fjármögnunar (%)</i>		
Útlán .....	100,0	100,0
Innstæður .....	30,1	14,8
Erlent lánsfjármagn .....	76,7	48,8
Innlend verðbréf .....	-13,2	18,4
Seðlabanki, nettó .....	18,1	7,0
Annað, nettó .....	-11,7	10,9

bendir eigi að síður til marktækrar hjöðunar í undirliggjandi útlánaaukningu.

Útlánaaukning innlánsstofnana var á seinni hluta ársins að verulegu leyti fjármögnuð með erlendu lánsfé, eins og verið hefur undanfarin misseri. Í töflu 5 sést að hlutdeild þess var nærri 50% sem er þó töluvert minna en á sama tíma 1999. Innstæður og Seðlabankafjármögnun voru einnig með lægri hlutdeild en 1999 en á móti kom mun meiri innlend verðbréfaútgáfa nettó og meira framlag liðarins annað nettó.

#### Mikill afgangur á ríkissjóði ...

Samkvæmt greiðslutölum Ríkisbókhalds fyrir árið 2000 var 12 ma.kr. afgangur á ríkissjóði, sem samkvæmt lauslegu mati Seðlabankans bendir til að rekstrarafgangur hafi verið um 21 ma.kr. Þetta er heldur meiri afgangur en á fjárlögum (17 ma.kr.) en minni en reiknað var með við samþykkt fjárukalaga (23 ma.kr.). Samkvæmt greiðslubókhaldinu varð afgangur fyrir lántökur og afborganir 9,5 ma.kr., en með rökréttari færslu spariskírteinavaxta og sérlegra lífeyrissjóðagreiðslna er afgangurinn um 22 ma.kr. Líkt og stefnt var að á fjárlögum. Féð var notað til að greiða niður innlend langtímalán (þ.m.t. uppsafnaða vexti) um 19 ma.kr., greiða upp 4 ma.kr. af ríkisvixlum og greiða sérlega 7 ma.kr. inn á lífeyrisskuldur. Á móti voru teknir 8 ma.kr. að láni erlendis umfram afborganir, sem þótti hentuglegt í ljósi viðskiptahalla og gjaldeyrisstöðu.

Tekjur ríkisins á liðnu ári virðast hafa orðið

svipaðar og árið á undan, en tekjur án eignasölu aukist um 7½%, sem er heldur minna en nemur áætlaðri hækkun landsframleiðslu. Skattar af tekjum einstaklinga og fjármagnstekjum fóru 7½ ma.kr. fram úr fjárlögum og gáfu 22% meira af sér en 1999, en skattgreiðslur fyrirtækja stóðu í stað. Tekjur af virðisaukaskatti jukust í takt við þjóðarútgjöld, en tekjur af innflutningi lækkuðu.

Útgjöld virðast hafa hækkað um 1½%, ef gert er ráð fyrir að hækkun lífeyrisskuldbindinga verði samkvæmt áætlun fjárlaga og fjárukalaga. Eðlilegri mælikvarði er að útgjöld án lífeyrisskuldbindinga hækka um rúm 4% og lækka að raungildi við samneyslu eða landsframleiðslu. Útgjöld heilbrigðis- og tryggingamála fóru 6% fram úr fjárlögum, hækkuðu 1% umfram verðlag í stað þess að lækka um 4%. Útgjöld án lífeyrisskuldbindinga fóru alls um 4½% fram úr fjárlögum og um 2% umfram verðlagstílfni.

Fjárlög 2001 voru afgreidd með 34 ma.kr. afgangi. Þegar sleppt er eignasölutekjum og óreglubundnum hækkunum lífeyrisskuldbindinga, er gert ráð fyrir 19½ ma.kr. afgangi 2001 á móti 21 ma.kr. sem virðist hafa orðið á síðasta ári og 14 ma.kr. á árinu 1999. Þessi afkomumælikvarði er eðlilegri en hrár afgangur, þar sem hvorki eignasalan né óreglulegar lífeyrisskuldbindingar tengjast samtímaumsvifum ríkisins í þeirri merkingu að þau kalli beinlínis á notkun framleiðsluþátta.

Tekjur eru áætlaðar um 14% hærri 2001 en 2000, en tekjur án eignasölu um 7,3% hærri. Tekjuáætlanir virðast almennt í takt við þjóðhagshorfur, nema hvað gert er ráð fyrir hækkun fyrirtækjaskatta, sem varla stenst, en tryggingagjöld gætu skilað meiru en áætlað er.

Helstu útgjaldahækkunarir eru 0,6 ma.kr. vegna fæðingarorlofs, 0,8 ma.kr. til barnabóta og 1,2 ma.kr. í jöfnunarsjóð sveitarfélaga. Útgjöld til fjárfestingar hækka um 1,6 ma.kr. frá auknum fjárlögum 2000 eða um 0,9 ma.kr. umfram verðlag. Innlendir hluti fjárfestingar vex enn meir, einkum vegna vega- og hafnagerðar. Sýnist það misráðið í ljósi spennu á vinnu-markaði. Útgjöld heilbrigðis- og tryggingaráðuneytisins áttu að hækka tæplega í takt við verð samneyslu, en voru ákveðin án tillits til frammúrkeyrslna liðins árs. Stefni því óhjákvæmilega í aukafjárveitingar í haust. Vaxtagjöld hækka milli ára þrátt fyrir áframhaldandi lækkan ríkisskuld. Vextir fara hækkanði, en meiru ráða áform um að safna innstæðum í bönkum

og lífeyrissjóðum í stað þess að greiða niður skuldir. Nýafstaðnir kennarasamningar hjá ríki og sveitarfélögum kalla trúlega á gjaldfærslu í ríkisreikningi 2001.

Afgangur er áætlaður 34 ma.kr. en 19½ ma.kr. án eignasölu og sérstakra lífeyristilefna. Lánsfjáragangur á að verða 39 ma.kr. Áformað er að greiða niður skuldir um 9 ma.kr., greiða 15 ma.kr. inn á lífeyrisskuldbindingar umfram tilefni ársins, eins og þau lágu fyrir við fjárlagagerðina, og leggja 15 ma.kr. inn á reikninga í Seðlabankanum.

### ... en óbreytt aðhald ríkisfjármála

Samfelldar tölur um opinber fjármál er helst að finna í gögnum Þjóðhagsstofnunar, þar sem fylgt er alþjóðlegum venjum og leiðrétt fyrir breytingum á framsetningu ríkisreiknings og fjárlaga sem gerðar voru 1998. Hagfræðisvið Seðlabankans hefur í ljósi fjárlaga og nýjustu talna áætlað breytingar á áður birtum tölum Þjóðhagsstofnunar fyrir 1999-2001. Í þessari framsetningu er eignasölutekjum og óvenjulegum lífeyrisútgjöldum sleppt og afskriftir skatttekna meðhöndlaðar nokkuð á annan veg en í venjulegri framsetningu Ríkisbókhalds. Samkvæmt þessum tölum var afgangur á rekstri ríkissjóðs um 6 ma.kr. 1998, 14½ ma.kr. 1999, 21 ma.kr. eða 3,3% af VLF í fyrra og ætti að verða um 19½ ma.kr. og 2,8% af VLF á árinu 2001. Lækkun afkomuhlutfallsins er þó í samræmi við minni hagvöxt og sveifluleiðréttur afgangur gæti því orðið svipaður árin 2000 og 2001.

Tafla 6 Yfirlit ríkisfjármála

Ma.kr. á rekstargrunni	Áætlun Fjárlög		
	1999	2000	2001
Tekjur samtals.....	222,6	222,0	253,1
þ.a. söluhagnaður.....	16,1	0,6	15,5
Tekjur án eignasölu .....	206,6	221,5	237,5
Gjöld samtals.....	199,0	201,7	219,2
þ.a. óvenjulegar lífeyrisskuldbind. .	6,7	1,3	1,0
Tekjujöfnuður .....	23,6	20,4	33,9
án eignasölu .....	7,6	19,8	18,4
án eignasölu og óvenjul. líf.skuldb.	14,3	21,1	19,4
Jöfnuður skv. skilgr. Þjóðhagsstofnunar	14½	21	19½
sveifluleiðréttur.....	10	15	16½
Jöfnuður, hlutfall af VLF (%) .....	2,3	3,3	2,8
sveifluleiðréttur (%).....	1,6	2,2	2,3

Heimildir: Ríkisbókhald, Þjóðhagsstofnun og áætlanir Seðlabankans.

Venjuleg sveifluleiðréttung Seðlabankans, án eignasölutekna og óvenjulegra lífeyrisútgjalda, miðast nú við að landsframleiðsla sé um 1½% yfir langtímaleitni. Þannig leiðréttur verður afgangur á þessu ári um 16½ ma.kr. fremur en 19½ ma.kr., ef einungis er leiðrétt fyrir söluhagnaði og sérlegum lífeyri. Sveifluleiðréttungin tekur hins vegar ónógt tillit til tekna ríkissjóðs af eyðslu þjóðarinnar umfram tekjur, þ.e. af viðskiptahallanum, sem og af tekjusköttum fyrirtækja, sem eru tiltölulega næmir fyrir hagsveiflunni. Líklegt er að tekjur af viðskiptahallanum nemi 6-8 ma.kr. og að skattgreiðslur fyrirtækja dragist saman þegar hægir á hagvexti. Eftir sem áður virðist fullleiðrétt afkoma ríkissjóðs réttum megin við strikið – án hagnaðar af eignasölu. Hitt er sjálfstætt umhugsunarefni hvort ekki hefði átt að beita ríkisfjármálunum enn markvissar til að auka þjóðhagslegan sparnað.

Í þessu sambandi ber að hafa í huga að ríkissjóður hefur á undanförunum mánuðum tekið á sig umtalsverðar byrðar. Skattalækkanir og framlög vegna sveitarfélaga, sem nema nær 2,5 ma.kr. koma reyndar að fullu fram á árinu 2001. Lög um fæðingarorlof kosta varla minna en 2 milljarða króna umfram fyrri lög þegar öll kurl koma til grafar, en minna en helmingur þess kemur fram á þessu ári. Einungis um 0,6 ma.kr. af fyrirhugaðri 1,5 ma.kr. hækkun barnabóta kemur fram nú. Til viðbótar koma svo aukin útgjöld vegna samnings við framhaldsskólakennara og öryrkjádóms. Með þessum ákvörðunum hefur verið gengið á það svigrúm sem ríkissjóður var búinn að skapa sér til að takast á við hugsanlegan samdrátt í efnahagslífinu.

### Sveitarfélög að rétta úr kútnum?

Halli á rekstri sveitarfélaga virðist hafa orðið litlu minni á árinu 2000 en árið áður, um 3 ma.kr., sem er um 5% af tekjum og 0,5% af vergri landsframleiðslu. Á þessu ári er hins vegar von til að staða sveitarfélaganna batni, enda hafa þau nýtt sér stórauknar álagningarheimildir og hækkað meðalútsvar úr 11,96% árið 2000 í 12,68% nú. Jöfnunarsjóður sveitarfélaga fékk á fjárlögum 1,1 ma.kr. til að greiða niður fasteignagjöld í sveitarfélögum þar sem fasteignaverð er lágt, en fasteignagjöldin lækka á móti. Loks renna á árinu 2001 0,7 ma.kr. sérstaklega til sveitarfélaga sem tapað hafa tekjum vegna fólksfækkunar. Af fjárhagsáætlunum stærstu sveitarfélaganna má ráða að

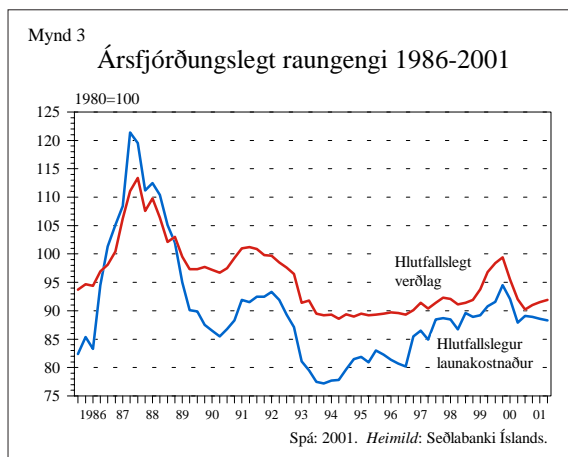
stefnt gæti í að heildarafkoma sveitarfélaga í landinu yrði um 2 ma.kr. betri í ár en í fyrra. Nokkur óvissa ríkir þó um áhrif nýgerðra kennarasamninga.

### Raugengi hefur lækkað

Raugengi krónunnar hefur lækkað umtalsvert á síðustu mánuðum samfara lægra nafngengi krónunnar, eins og sjá má á mynd 3. Miðað við fyrirbyggjandi verðbólguþá verður raugengið á árinu 2001 rúmlega 2% lægra en 20 ára meðaltal á mælikvarða launa og rúmlega 4½% á mælikvarða verðlags. Í síðustu *Peningamálum* var sett fram sú greining að hátt raugengi væri ekki meginundirrot viðskiptahallans. Sú greining stendur enn. Staða raugengisins nú miðað við fyrri sögu bendir heldur ekki til þess að það sé allt of hátt. Sama má segja um þá staðreynd að útflutningsvöxtur í þeim greinum sem ekki eru háðar framboðstakmörkunum hefur verið fremur góður að undanförmum og afkoma þokkaleg. Þá vekur athygli að þótt afkoma í atvinnurekstri virðist hafa versnað á síðasta ári benda árschlutauppgjör til að meginskýringin sé meiri fjármagnskostnaður vegna meiri skuldsetningar og lægra gengis. Hagnaður fyrir fjármagnskostnað virðist hins vegar ekki hafa minnkað. Að lokum má benda á að of hátt raugengi birtist yfirleitt í veikum hagvexti og atvinnuleysi en slíkt er alls ekki upp á teningnum hér.

### Virgni peningastefnunnar

Nokkur umræða hefur að undanförmum átt sér stað um virgni peningastefnunnar. Í þeirri umræðu hefur borðið á tveimur fullyrðingum sem vert er að gefa gaum.



Sú fyrri er að peningastefnan hafi ekki nema mjög takmörkuð áhrif á innlenda eftirspurn annars vegar sakir þess að margir aðilar eigi leið framhjá aðhaldi Seðlabankans í gegnum erlendar lántökur og hins vegar sakir þess að lánsfjárefnir sé lítið næm fyrir vöxtum. Sú seinni er að aðhald peningastefnunnar eigi veigamikinn þátt í þeim gríðarlega viðskiptahalla sem myndast hefur á undanförmum árum.

Seðlabankinn hefur ekki dregið fjöður yfir að óheftur aðgangur að erlendu lánsfjármagni dregur úr virkni peningastefnunnar. Það er hins vegar langur vegur frá að þessi aðgangur geri peningastefnuna óvirka. Aðeins hluti lántakenda á kost á lánum með erlendum kjörum. Sá aðgangur er ekki ótakmarkaður (þar sem erlendar lánastofnanir hafa þök á hversu mikið þær lána til íslenskra banka eða einstakra fyrirtækja). Rannsóknir og innlend reynsla sýna hins vegar að Seðlabankavextir hafa töluverð áhrif á aðra innlenda vexti. Sérstaklega eru áhrifin sterk á óverðtryggða bankavexti. Vaxtateygni lánsfjárefnirnar er fremur lítil til skemmri tíma og því tekur það töluverðan tíma fyrir vaxtahækkunir Seðlabankans að hafa áhrif á innlenda eftirspurn. En þau áhrif koma fram að lokum, jafnvel þótt heimilin taki lítið tillit til vaxtastigsins við útgjaldaákvörðunir. Áhrif aukinnar vaxtabyrði verða ekki umflúin. Sama má segja um fyrirtækin þótt ætla megi að fyrirfram áhrif vaxtanna á útgjöld þeirra séu meiri. Það er reyndar viss mótsögn að halda því fram samtímis að vaxtatekið virki ekki og að háir vextir séu ógnun við framtíðarhagvöxt. Hitt má til sanns vegar færa að væri fælingarmáttur vaxtanna á útgjöld meiri gætu áhrifin komið mjúklegar fram en þegar þeir bíta lítið fyrir en þeir birtast í greiðslubyrðinni. Hættan við það er sú að vanskil aukist svo að stöðugleika bankakerfisins verði hætta búin.

En eru þá engin takmörk fyrir peningalegu aðhaldi í litlu opnu hagkerfi eins og því íslenska? Jú, það er hugsanlegt að svo sé. Aukið aðhald gæti virkað síður ef það er ekki trúverðugt, t.d. vegna þess að vaxtastig og vaxtamunur eru miklu hærri en dæmi eru um frá öðrum löndum. Ísland hefur hins vegar ekki enn náð þessum mörkum, enda ýmis dæmi um mun hærri seðlabankavexti og vaxtamun gagnvart útlöndum en er nú hér. Um þessar mundir er skammtíma nafnvaxtamunur gagnvart útlöndum um 6½% hér á landi, raunvaxtamunur er um 5% og raunvextir Seðlabankans eru rúm 6½%. Um áramótin 1989-1990 fór nafnvaxtamunur Ástralíu gagnvart Banda-

ríkjadal í 10%, raunvaxtamunur í 7½% og raunvextir seðlabankans í 10%. Annað dæmi er Nýja-Sjáland á seinni hluta árs 1990, en þá fóru þessar tölur í 7%, 8½% og 10½%. Þriðja dæmið er svo Bretland 1990-1991 en þar varð nafnvaxtamunur gagnvart þýska markinu 7%, raunvaxtamunur 6% og raunvextir 7½%. Í Bretlandi endaði þetta í gjaldeyriskreppunni 1992, enda fylgdu Bretar þá fastgengisstefnu. Hin löndin voru á verðbólgu markmiði og aðhaldið skilaði sér eftir nokkurn tíma í minni verðbólgu og lægri hagvöxtur var aðeins tímabundinn.

Seðlabankinn hefur ekki dregið dul á að aukið aðhald í peningamálum geti aukið viðskiptahalla til skamms tíma. Hækkun Seðlabankavaxta hækkar raungengið um hríð. Þegar frá líður minnkar hins vegar innlend eftirspurn og verðbólga. Raungengi og viðskiptajöfnuður fara þá í sama far þar sem peningastefna hefur fyrst og fremst áhrif á verðbólgu til lengdar.

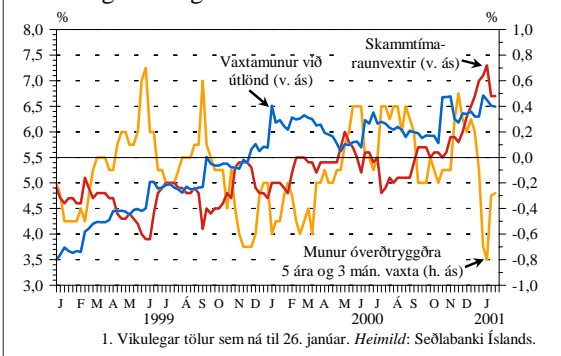
Hversu stór gætu þessi skammtímaáhrif verið? Er hugsanlegt að meginhluti núverandi viðskiptahalla skýrist af aðhaldssamri peningastefnu? Mat hagfræðisviðs Seðlabankans bendir til að á undanföllum misserum gæti raungengi hafa hækkað um 2-3½% vegna aukins aðhalds í peningamálum. Er þá miðað við tímabilið frá 1996 til fyrri hluta árs 2000, en þá náði gengið hámarki. Áhrifin á viðskiptajöfnuð af þessari tímabundnu hækkun raungengis eru nokkuð óviss en áætlanir benda til að þau liggja á bilinu ½-2½% prósentustig af landsframleiðslu eftir 1-2 ár. Þau minnka síðan þegar frá líður. Til samanburðar má geta þess að á þessu tímabili hækkaði raungengið um 10½% og viðskiptahalli jókst um 7½ prósentustig. Það er því alveg ljóst að peningastefnan á ekki sök á nema litlum hlut í þessari þróun, enda ýmsar aðrar skýringar nærtækari. Nánar er fjallað um áhrif seðlabankavaxta á viðskiptahalla í sérstakri ramma-grein.

#### Aðhaldsstig peningastefnunnar

Sé tekið mið af vöxtum hefur aðhaldsstig peningastefnunnar heldur aukist frá því í nóvember sl. Þegar *Peningamál* komu síðast út. Skammtíma vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur haldist svipaður og hann var eftir vaxtahækkun Seðlabankans 1. nóvember en skammtímarauvextir hafa hækkað verulega samfara því að verðbólguvæntingar hafa minnkað. Undir lok

Mynd 4

#### Skammtímarauvextir, vaxtamunur og munur langtíma- og skammtíma vaxta 1999-2001<sup>1</sup>



janúar voru raunvaxtarmunur Seðlabankans rúmlega 6½%, ef miðað er við verðbólguálag ríkisskuldabréfa. Þeir hafa aldrei verið hærri frá því að fjármagnshreyfingar urðu óheftar í upphafi árs 1995. Það er jafnframt til marks um aðhaldsstigið að skammtíma vaxtarmunur eru nú nokkuð fyrir ofan óverðtryggða vexti til lengri tíma, sem bendir til þess að markaðsaðilar vænti lægri skammtíma vaxta í framtíðinni. (Nánar er fjallað um þær væntingar sem lesa má út úr vöxtum um þessar mundir í rammagrein með grein um fjármálamarkaði og aðgerðir Seðlabankans hér á eftir). Það vegur nokkuð á móti þessu aðhaldi vaxtanna að gengi krónunnar var undir lok janúar rúmlega 3½% lægra en 1. nóvember sl.

Sú greining sem lögð var fram í síðasta hefti *Peningamála* að aðhald í peningamálum virki með fullum þunga um þessar mundir eftir vaxtaleiðinni stendur því óhögguð. Jafnframt koma fram vísbendingar um að vaxtahækkun Seðlabankans séu nú að skila sér á þeim sviðum sem eru vaxtanæmust, svo sem á fasteignamarkaði. Þrátt fyrir þetta telur Seðlabankinn ekki enn tímabært að slaka á aðhaldi í peningamálum. Ástæður þess eru einkum tvær. Í fyrsta lagi eru vísbendingar um hjöðnun ofpenslu ekki enn ótvíræðar, eins og kom fram fyrir í greininni. Í öðru lagi hefur gengi krónunnar á undanföllum vikum fæst nær lægri vikmörkum gengisstefnunnar. Seðlabankinn mun sem áður vaka gaumgæfilega yfir ástandinu. Komi fram skýrar vísbendingar um að hagkerfið sé að kólna hratt niður kann að verða slak- að á aðhaldi í peningamálum á næstu mánuðum. Slíkar vísbendingar liggja ekki fyrir nú.

### Rammi 3 Áhrif peningastefnunnar á viðskiptajöfnuð

Að undanfögnu hefur heyrst að aðhaldssöm peningastefna Seðlabanka Íslands hafi átt stóran þátt í þeim mikla viðskiptahalla sem nú er til staðar. Í því ljósi er vert að skoða nánar tengsl peningastefnunnar við viðskiptahallann og hlut Seðlabankans í þróun undanfarinna missera.

Aðhaldsaðgerðir Seðlabankans endurspeglast í hækkun stýrivaxta bankans sem yfirleitt leiðir til hækkandi nafngengis krónunnar. Sé verðlag tregbreytilegt til skamms tíma mun þessi hækkun nafngengis orsaka hækkun raungengis. Slík hækkun nafngengis orsakar þó einungis hækkandi raungengi til skamms tíma. Til lengri tíma litið mun nafngengishækkunin valda lækkun innlends verðlags og raungengið leita aftur í langtíma-jafnvægisgildi sitt, sem kallast jafnvægisraungengi.<sup>1</sup> Það leiðir af þessu að peningamálaaðgerðir Seðlabankans geta eingöngu haft áhrif á raungengi til skamms tíma. Til langs tíma leitar raungengið aftur í jafnvægisgildi sitt og áhrif aðgerða Seðlabankans ganga til baka.

Að öðru óbreyttu orsakar hækkandi raungengi í kjölfar aðhaldsaðgerða í peningamálum samdrátt í útflutningi og vaxandi innflutning. Halli á viðskiptum við útlönd eykst því að öðru óbreyttu í kjölfar aðhaldsaðgerða í peningamálum. Þessi áhrif geta hins vegar einungis verið tímabundin þar sem innlent verðlag mun á einhverjum tímamarki byrja að lækka og raungengið að leita aftur í jafnvægisgildi sitt.

Frá árinu 1996 til fyrri hluta 2000 þegar raungengi krónunnar náði hámarki hefur það hækkað um 10½%. Að stórum hluta má líklega rekja þessa hækkun til uppsveiflu síðustu ára. Það er hins vegar áhugavert að reyna að meta hversu stóran hluta þessarar hækkunar megi rekja til aðhaldsaðgerða Seðlabankans á undanfögnu árum.

Til að meta þessi áhrif eru þrjár leiðir farnar. Í fyrsta lagi má gera ráð fyrir því að sá hluti raungengishækkunarinnar sem rekja má til aðgerða Seðlabankans samsvari hækkun nafngengis krónunnar á tímabilinu, en nafngengi krónunnar styrktist um 5,9% frá árinu 1996 til fyrri árs-helmings ársins 2000. Þetta samsvarar því að gera ráð fyrir að rekja megi alla nafngengishækkunina til aðgerða bankans og að litið sé framhjá áhrifum þessarar hækkunar nafngengis á innlent verðlag. Áætla má að nafngengis-

hækkunin, og aðhaldsaðgerðir bankans almennt, hafi dregið úr hækkunum innlends verðlags og því unnið á móti áhrifum hækkunar nafngengis á raungengi. Það er því rökrétt að gera ráð fyrir því að þetta mat gefi algert hámark á áhrif aðhaldsaðgerðanna á raungengi krónunnar.

Önnur aðferð byggir á því að nafngengisbreytingar hafi mótvirkandi áhrif á innlent verðlag. Samkvæmt verðbólguhlíkani Seðlabankans orsakar 1% nafngengishækkun krónunnar 0,4% lækkun á innlendu verðlagi til langs tíma, þar sem 0,4 er hlutur innfluttra vara í innlendu neysluverðlagi. Sé gert ráð fyrir því að innlend laun og erlent verðlag séu óbreytt er því hægt að reikna út þá raungengishækkun sem rekja má til aðgerða Seðlabankans sem 60% af hækkun nafngengis krónunnar. Þetta mat byggir því á þeirri forsendu að alla nafngengishækkun krónunnar megi rekja til aðgerða Seðlabankans og að innlent verðlag hafi lækkað í kjölfar gengishækkunarinnar í samræmi við tölfræðilíkön bankans.

Þriðja aðferðin byggir á jafnvægissskilyrðum innlends verðbréfa- og gjaldeyrismarkaðar. Samkvæmt þeim gildir að raunvaxtamunur innlendra og erlendra fjáreigna sé jafngildur væntri breytingu raungengis krónunnar. Samkvæmt þessu samsvarar jákvæður raunvaxtamunur því að fjárfestar vænti þess að raungengi krónunnar lækki til að vænt raunávöxtun innlendra og erlendra fjárfestinga sé jafngild. Ef gert er ráð fyrir því að erlendir raunvextir séu óbreyttir og að vænt framtíðarraungengi sé fast er hægt að meta hlut Seðlabankans í hækkun raungengisins sem hækkun skammtímaraunvaxta yfir tímabilið. Þetta dæmi byggir því á þeirri forsendu að hækkun skammtímaraunvaxta megi að öllu leyti rekja til aðhaldsaðgerða bankans.

Til að meta framlag Seðlabankans til hækkunar raungengis krónunnar á tímabilinu er notast við 3 mánaða ríkisvixlavexti sem skammtímavexti og verðbólguvæntingar mældar út frá vaxtamuni óverðtryggðra ríkisbréfa og verðtryggðra ríkisskuldabréfa til að reikna út skammtímaraunvexti. Á tímabilinu frá 1996 hafa skammtímaraunvextir mældir á þennan hátt hækkað um 2% og nafngengi krónunnar um 5,9% eins og áður hefur komið fram.

Samkvæmt þessu mati má í mesta lagi rekja um 6% af hækkun raungengisins til aðgerða Seðlabankans. Það gerir hins vegar, eins og áður er komið fram, ráð fyrir að öll nafngengishækkun hafi átt rætur að rekja til stefnu Seðlabankans og ekki er tekið tillit til þess að herra nafngengi stuðlar að lægra verðlagi. Raunhæfara mat er því að þess-

1. Umfjöllun um jafnvægisraungengi krónunnar má finna í grein Arnórs Sighvatssonar, „Jafnvægisraungengi krónunnar“ í *Fjármálatíðindum*, 47, 2000, 5-22.

ar aðgerðir hafi orsakað 2-3½% hækkun raungengis. Vert er að ítreka að þessi áhrifa geta eingöngu verið tímabundin. Til lengri tíma litið getur stjórn peningamála ekki haft áhrif á raunvexti og raungengi.

Mikil óvissa er um áhrif raungengisbreytinga á viðskiptahalla á Íslandi vegna skorts á rannsóknum og takmarkaðrar getu þjóðhagslíkans Þjóðhagsstofnunar til að spá fyrir um langtímasambönd. Þjóðhagslíkanið og einfaldar tölfræðirannsóknir á sambandi viðskiptahalla og raungengis gefa þó til kynna að ofangreindar raungengis-

hækkanir auki viðskiptahallann um ½-2½% 1-2 árum síðar.

Ítreka ber að mikil óvissa ríkir um þessar niðurstöður og því verður að túlka þær með varúð. Þær gefa þó til kynna að aðeins tiltölulega lítinn hluta hækkunar raungengis krónunnar og versnandi viðskiptajafnaðar undanfarinna ára megi rekja til aðhaldsaðgerða Seðlabankans. Mun stærri hluta má því rekja til þeirra miklu ofpenslu sem ríkt hefur innanlands á undanförunum árum sem aðgerðir Seðlabankans hafa einmitt beinst gegn.



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

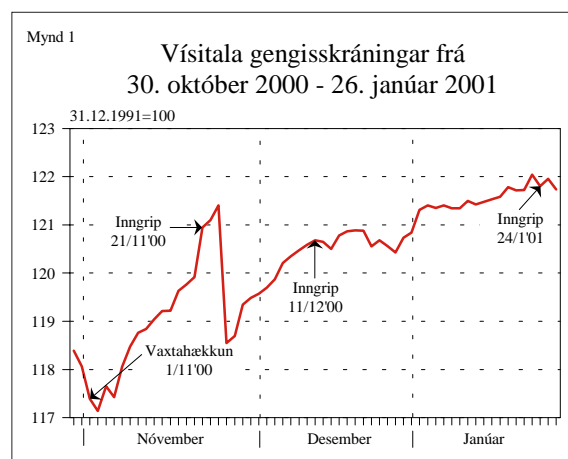
### Hægfara lækkun á gengi krónunnar þrátt fyrir aukið aðhald

Þrátt fyrir vaxtahækkun Seðlabankans í byrjun nóvember og inngríp á markaði hélt vísitala gengisskráningar áfram að hækka (þ.e. krónan að veikjast). Frá 1. nóvember til 26. janúar hækkaði hún um 3,7%. Vaxtamunur við útlönd var því sem næst sá sami í upphafi og lok tímabilsins þótt einhverjar breytingar hafi orðið innan þess. Viðskipti á millibankamarkaði með krónur drógust saman og vextir hækkuðu. Markaðsaðilar kusu fremur að eiga endurhverf viðskipti við Seðlabankann og fá hjá honum daglán en að skipta hver við annan á millibankamarkaði. Velta á skuldabréfamarkaði dalaði nokkuð í nóvember en rétti úr kútnum í lok desember. Frá þeim tíma lækkaði ávöxtun nokkuð. Hlutabréfaviðskipti minnkuðu og úrvalsvísitala Verðbréfaþings Íslands lækkaði um 11,4% frá 1. nóvember til 26. janúar sl. Fréttir af slakri afkomu fyrirtækja virðast hafa dregið úr áhuga fjárfesta á þessum fjárfestingarkosti. Breytingar eru að verða í greiðslumiðlun sem geta haft nokkur áhrif á innbyrðis samskipti banka og Seðlabankans.

#### Gengi krónunnar styrktist fyrst eftir vaxtahækkun en seig síðan

Þegar vextir voru hækkaðir 1. nóvember 2000 var vísitala gengisskráningar rúmlega 118 stig en lækkaði í 117,15 fljótlega eftir vaxtahækkunina. Styrkingin varði stutt og viku síðar fór vísitalan yfir 118 stig á nýjan leik. Þrátt fyrir vaxtahækkunina hélt útstreymi á gjaldeyri áfram en innstreymi jókst ekki eins og vænta mátti. Trú á stöðugleika krónunnar virtist ekki næg og fjárfestar ekki jafn fúsir og fyrr að taka stöðu með henni og áður. Vangaveltur spunnust um það hvort Seðlabankinn myndi verja gengi krónunnar ef reyndi á vikmörk gengisstefnunnar sem eru  $\pm 9\%$  frá miðgildi vísitölu gengisskráningar, sem er 115,01. Mikill eftirspurnarþrýstingur myndaðist á millibankamarkaði en yfirlýsingar Seðlabankans um að bankinn stæði fast við gengisstefnuna og inngríp hans á markaði með sölu Bandaríkjadala fyrir krónur róuðu markaðinn og drógu úr útstreymi gjaldeyris. Seðlabankinn seldi Bandaríkjadali fyrir krónur á markaði 21. nóvember og næstu 4 daga á eftir sam-

tals að fjárhæð 4,7 ma.kr. Mest voru inngrípin 24. nóvember en þá seldi bankinn Bandaríkjadali fyrir jafnvirði 1,5 ma.kr. Við upphaf þessa skeiðs inngrípa var vísitala gengisskráningar rétt við 121,5 stig. Inngrípin leiddu til þess að vísitalan fór lægst í 118,5 stig 24. nóvember. Áhrifin voru þó ekki varanleg því að 5. desember var vísitalan aftur komin yfir 120 stig. Eftir þessi miklu inngríp í lok nóvember kom bank-



1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 26. janúar 2001.

inn inn á markaðinn 11. desember og seldi Bandaríkjadali fyrir um ½ ma.kr. Áraunin á krónuna í nóvember jafnast þó ekki á við það sem gerðist um miðjan júlí þá seldi bankinn gjaldeyri fyrir um 7 ma.kr. á skemmri tíma. Sem fyrr segir róuðu aðgerðir Seðlabankans markaðinn. Þrátt fyrir það hélt vísitala gengisskráningar áfram að hækka lítils háttar á hverjum degi og var í sögulegu hámarki við skráningu 18. janúar 2001, 121,79 stig, sem var nokkru herra en við inngrípin í lok nóvember. Næstu tvo viðskiptadaga lækkaði vísitalan en tók á skrið þann 23. janúar og var nokkur órói á markaði. Vísitalan var við skráningu 122,04 en síðar um daginn minnkuðu viðskipti þótt vitað væri af töluverðum þrýstingi. Að morgni 24. janúar greip Seðlabankinn inn í markaðinn með sölu á 24 milljónum Bandaríkjadala. Þann 25. janúar seldi bankinn 12 milljónir Bandaríkjadala og sömuleiðis þann 26. janúar. Þessi aðgerð olli þó nokkurri lækkun og var vísitalan við skráningu þann 26. janúar 121,74 stig.

Seðlabankinn hefur einungis gripið inn í þróun á gjaldeyrismarkaði ef teikn hafa verið á lofti um að hröð og óæskileg breyting væri yfirvofandi eða hafin. Að öðru leyti er gengi íslensku krónunnar ákveðið á markaði án afskipta bankans. Seðlabankinn hefur þó nýlega styrkt erlenda stöðu sína með samningi um óskilyrta lánamöguleika að fjárhæð 250 milljónir Bandaríkjadala.

Tafla 1 Samantekt millibankamarkaðar með gjaldeyri

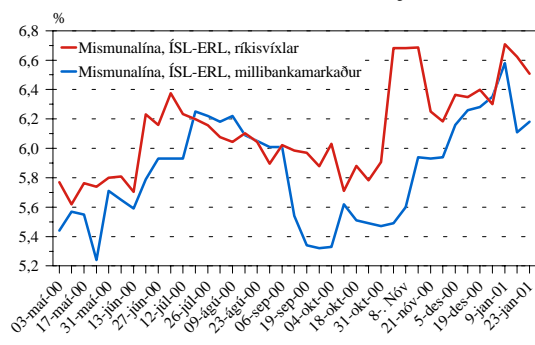
	1999	2000	Breyting (%)
Velta á gjaldeyrismarkaði (ma.kr.) .....	468	768	64
Þar af aðild Sí (ma.kr.) .....	19,2	17,4	-9,4
Vísitala gengisskráningar .....	110,0	120,8	9,8
Fjöldi aðila á markaði .....	6	4	.

#### Vaxtamunur við útlönd jókst vegna vaxtahækkana hér á landi og lækkunar í Bandaríkjunum

Vaxtahækkun Seðlabankans í byrjun nóvember leiddi til þess að vaxtamunur við útlönd varð meiri en dæmi eru um, a.m.k. síðan núverandi skipan peningamála komst á. Munur innlendra og viðskipta-veginna erlendra millibankavaxta varð tæplega 6,7% og hafði hækkað úr 5,9%. Aukinn vaxtamunur ætti

Mynd 2

#### Vaxtamunur milli íslenskra og erlendra skammtímavaxta frá maí 2000 til janúar 2001



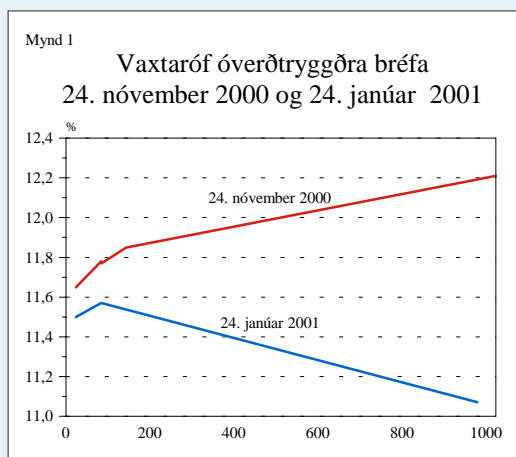
að jafnaði að leiða til þess að fjárfestar nýti sér hann til hagnaðar og slíkt hefði aukið innstreymi gjald-eyris. Sú varð þó ekki raunin nema í takmörkuðum mæli og gengi krónunnar hélt áfram að síga sem fyrr segir. Vaxtamunurinn minnkaði í 6,2% í lok nóvember en jókst á ný og var 6,4% um miðjan desember en lækkaði í 6,3% í lok desember. Í upphafi þessa árs lækkaði Seðlabanki Bandaríkjanna stýrivexti sína um 0,5 prósentustig. Þetta leiddi til aukins vaxtamunar og nam hann 6,7% strax á eftir en hafði, þegar þetta er ritað minnkað í 6,6%. Búið er við að vextir lækki í Bretlandi á árinu en óvíst er með evrusvæðið þar sem allt eins má búast við vaxtahækkunum. Eftir alllangt lækkunarskeið tók evran loks að rétta úr kútnum. Gengi hennar varð lægst gagnvart Bandaríkjadal tæplega 83 sent (bandarísk) fór yfir 95 sent í desember en lækkaði aftur og stóð í 92 sentum í síðari hluta janúar. Styrking evru frá 1. nóvember 2000 til 26. janúar 2001 nam 8,9%. Breska sterlingspundið styrktist um 0,8% gagnvart Bandaríkjadal á sama tímabili og japanskt jen styrktist einnig gagnvart Bandaríkjadal um 7,2% á ofangreindu tímabili. Þróun þessara gjaldmiðla endurspeglar þær væntingar sem markaðurinn hefur til efnahagshorfa í þessum löndum

#### Vextir á millibankamarkaði með krónur hækkuðu og velta dróst saman ...

Millibankamarkaður með krónur einkenndist af hækkun vaxta og samdrætti veltu. Ástæður þessarar þróunar eru ekki einhlítar en þó má fullyrða að vaxtahækkun Seðlabankans þann 1. nóvember síðastliðinn hafi átt nokkurn hlut að máli.

## Rammi 1 Væntingar má lesa úr vöxtum

Vextir geta gefið vísbendingar um viðhorf markaðarins til þróunar efnahagslífsins, t.a.m. getur vaxtaróf (e. *yield curve*) gefið vísbendingar um þá sýn sem markaðurinn hefur um framtíðarþróun verðbólgu. Vaxtarófið sýnir samband vaxta og tímalengdar tiltekinn flokka verðbréfa. Dæmi um þetta er vaxtaróf ríkisvixla og ríkisbréfa

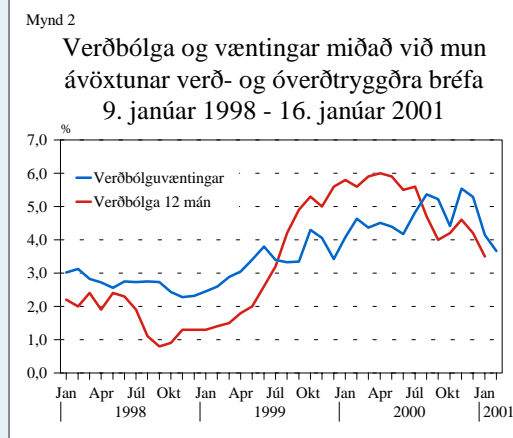


sem sést á mynd 1. Á myndinni má sjá tvo ólíka vaxtaferla þar sem væntingar markaðarins hafa breyst. Gæta verður þess þó að rýna ekki um of í kvarða lóðréttu ássins þar sem vextirnir fela í sér tiltekna ávöxtunarkröfu, áhættuálag og vænta verðbólgu. Ferillinn frá 24. nóvember 2000 sýnir markaðinn búast við töluverðri verðbólgu næstu mánuði. Ferillinn frá 24. janúar 2001 sýnir breyttar væntingar því að eftir tiltölulega skamman tíma virðist gert ráð fyrir að verðbólga verði lægri en hún er um þessar mundir. Þetta er þó ekki einhlít vísbending, t.a.m. gætu verið fleiri skýringar, t.d. er vitað að sá flokkur ríkisbréfa sem notaður er til mælingar á lengsta líftíma er mikið notaður sem andlag veðs í endurhverfum viðskiptum við Seðlabankann og því eiga lánastofnanir lítið af þessum

Skömmu eftir að Seðlabankinn hækkaði stýrivexti sína urðu nokkur umskipti á krónumarkaði og vextir hækkuðu skarpt. Einnig kann skortur á lausafé að hafa haft áhrif á þessu tímabili sem hafi ýtt enn frekar undir vaxtahækkunar á millibankamarkaði. Í því samhengi má benda á að útstreymi af viðskiptareikningi ríkissjóðs var óvenju lítið frá miðjum nóvember og til loka desember. Þar að auki seldi

flokki og kunna að kjósa að verðleggja hann þannig að fjárfestar fái lítinn áhuga fyrir honum. Það kann einnig að hafa áhrif hversu mikill munur er á tímalengd þeirra bréfa sem mynda tvo síðustu hluta vaxtarófsins.

Önnur aðferð til að spá fyrir um verðbólgu er að skoða muninn á verðtryggðum og óverðtryggðum verðbréfum. Þessi aðferð gefur vissar vísbendingar en mikilvægt er að líflengd þeirra bréfa sem borin eru saman sé sem líkust auk þess sem markaðurinn reiknar sér eithvert áhættuálag á óverðtryggða vexti til að mæta ófyrirséðum sveiflum í verðbólgu. Erfitt er að meta hvert þetta álag er en sennilegt er að það sé nokkuð breytilegt eftir því hvornig útlitið er í efnahagsmálum. Einnig kann misvirkur markaður með verðtryggð og óverðtryggð bréf að skekkja samanburðinn. Mynd 2 sýnir vænta verðbólgu og raunverulega samkvæmt neysluverðsvísitölu síðustu þrjú ár. Samkvæmt henni virðist vera tregða við breytingar á væntingum en hún kann að skýrast að einhverju leyti af framtíðarvæntingum sem felast í vaxtamynduninni en afturvirkri mælingu verðbólgunnar.



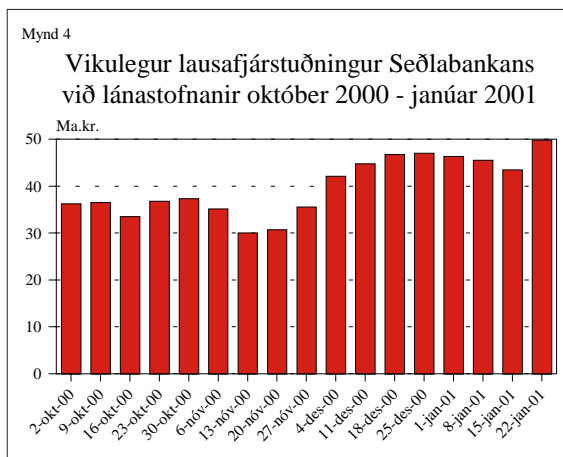
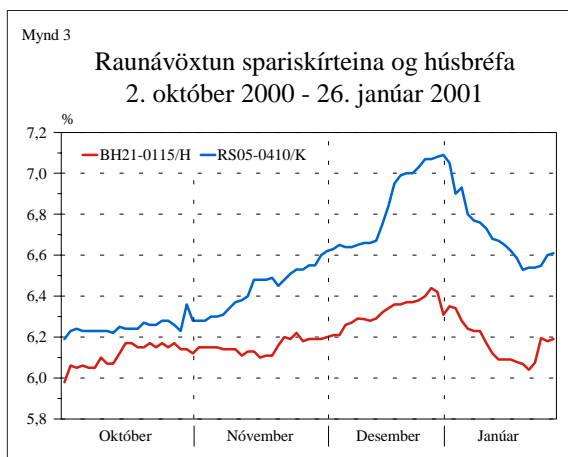
Seðlabanki Íslands gjaldeyri í lok nóvember fyrir 4,7 ma.kr í þeim tilgangi að styðja við gengi krónunnar sem einnig jók á lausfjárefrtisþurn á millibankamarkaði. Sem fyrr segir er þessi markaður þó mótaður af því að meginhluti viðskiptanna er til mjög skamms tíma og því geta vaxtahreyfingar verið mjög miklar og þurfa ekki að vera í fullu samræmi við þróun annarra skammtíma vaxta. Almenn eftirspurn

eftir lausafé eykst jafnan eftir því sem dregur nær jólum og því má gera ráð fyrir að þær vaxtahækkunarir sem urðu á millibankamarkaði á tímabilinu eigi einnig rætur að rekja til varkárni markaðsaðila. Sennilegt er að mikilvægi og velta millibankamarkaðarins með krónur muni aukast þegar breytingar í greiðslumiðlun koma til framkvæmda síðar á árinu 2001 en þeim er lýst hér aftur í greininni.

#### ... en daglán og endurhverf viðskipti jukust

Þrátt fyrir vaxtahækkunarir Seðlabankans jókst eftirspurn eftir daglánum bankans og endurhverfum viðskiptum á tímabilinu og hefur eftirspurn eftir daglánum aldrei verið meiri en í desember. Í desember var velta á millibankamarkaði með krónur 24,5 ma.kr. sem er minnsta mánaðarvelta síðan í apríl 1999. Fyrri hluta janúar var deyfð yfir þessum markaði. Vextir lækkuðu útils háttar og velta var lítil. Þann 19. janúar lifnaði yfir markaðnum. Vextir á lánum til einnar nætur féllu um 5,18 prósentur frá skráningu deginum áður og velta dagsins nam 8.300 m.kr sem er mesta velta eins dags á millibankamarkaði með krónur. Ástæða þessarar vaxtalækkunar og miklu veltu var að lok binditímabils bar upp á laugardaginn 20. janúar og að staða bindireikninga lánastofnana var nokkuð rúm. Við slík skilyrði reyna þeir sem stunda viðskipti á millibankamarkaði með krónur að verða sér úti um betri ávöxtun en fæst á bindireikningum í Seðlabankanum.

Endurhverf viðskipti við Seðlabankann jukust mjög á síðustu mánuðum ársins 2000. Staða þeirra í árslok var 46,9 ma.kr. sem er um það bil 10 ma.kr.



hækkun frá sama tíma 1999. Staða endurhverfra viðskipta er jafnan hæst um áramót sem má rekja til árstíðabundinnar sveiflu í lausafjárstöðu lánastofnanna. Að auki voru vextir á millibankamarkaði með krónur hærri í desember en vextir Seðlabankans í endurhverfum viðskiptum, sem fyrr segir, og gerði það endurverfu viðskiptin að hagstæðari skammtímafjármögnunarkosti fyrir lánastofnanir á þeim tíma. Í lok janúar var staða endurhverfra viðskipta við Seðlabankann 50 ma.kr. og hafði því aukist um 3 ma.kr. frá áramótum.

#### Skuldabréfavextir hækkuðu en lækkuðu síðan aftur undir lok ársins

Frá byrjun nóvember og fram eftir desember hækkaði ávöxtunarkrafa skuldabréfa á Verðbréfaþingi Íslands nokkuð og má rekja það til sölu eins aðila á markaðnum en hugsanlegt er einnig að vaxtahækkun Seðlabanka Íslands hafi þarna haft áhrif. Ófullkomnari upplýsingaflæði vegna breytinga á viðskiptakerfi Verðbréfaþings gæti þó einnig átt hlut að máli. Þingaðilar áttu margir hverjir í erfiðleikum með að fóta sig í breyttu umhverfi en nokkrir hnökrar voru á upplýsingum frá þinginu auk þess sem þingaðilar þurftu að breyta innri kerfum til móts við þær breytingar sem urðu á þinginu. Viðskipti í nóvember voru nokkru minni en mánuðina á undan en í lok desember urðu veruleg viðskipti með skuldabréf, mest húsbréf, sem leiddu til töluverðrar lækkunar ávöxtunarkröfu. Sú lækkun hélt áfram í janúar og viðskipti voru talsverð. Þetta gæti þó að hluta til verið árstíðarsveifla en merkja má slíkt mynstur á undanförunum árum.

Í febrúar verður gefinn út nýr flokkur óverðtryggðra ríkisbréfa til 6 ára. Áformað er að sá flokkur verði byggður upp tiltölulega hratt og er áætluð útgáfa á árinu 6 milljarðar króna. Markmið útgáfunnar er að styðja við vaxtamyndun á óverðtryggðum bréfum og er gert ráð fyrir að nýja flokknum verði bætt inn í samninga við viðskiptavaka. Markflokkar ríkisbréfa verða tveir, annar til 6 ára og hinn til 3 ára, og er gert ráð fyrir að hætt verði að selja úr styttri flokknum sem er á gjalddaga 2003.

Áhugi erlendra fjárfesta á íslenskum verðbréfum var lítill fram eftir árinu en á síðustu dögum ársins seldi Kaupþing í New York bandarískum fjárfesti húsbréf og húsnæðisbréf að andvirði 4 milljarða króna. Þetta var þó aðeins hluti viðskiptanna því að gjaldmiðlaáhættu var eytt út úr þessum viðskiptum með gagnkaupum Kaupþings á erlendum skuldabréfum þannig að innstreymi gjaldeyris átti sér ekki stað. Nokkrum dögum fyrir höfðu erlendir fjárfestar keypt íslensk skuldabréf fyrir 600 milljónir króna. Hugsanlegt er að þessi viðskipti hafi átt sinn þátt í viðsnúningi þeim sem varð í lok ársins, því ávöxtun tók að lækka eftir þetta eins og áður er rakið.

#### Horfur á skuldabréfamarkaði 2001

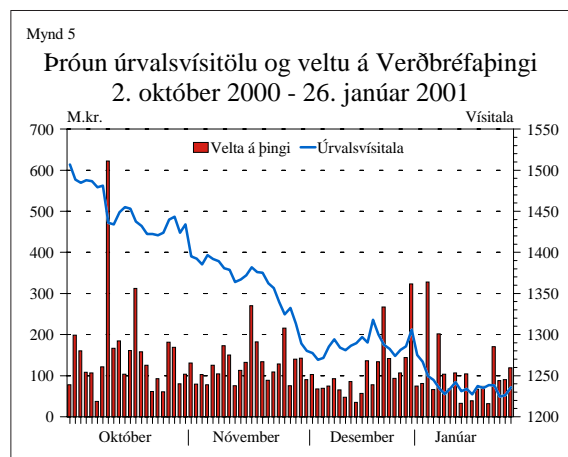
Ýmislegt bendir til að ávöxtun á skuldabréfamarkaði geti verið fjárfestum hagstæð á næstunni. Vísendingar hafa komið fram sem gætu bent til þess að eitt-hvað sé farið að draga úr ofpenslu í efnahagslífinu og það ætti að öðru jöfnu að draga úr áhuga fjárfesta á hlutabréfum, sem hafa skilað lágru ávöxtun undanfarið og auka áhuga þeirra fyrir skuldabréfum. Einnhverjir markaðsaðilar hafa lagt kapp á að kynna íslenskan skuldabréfamarkað fyrir erlendum fjárfestum en það gæti leitt til aukinnar fjárfestingar þeirra hér á landi auk þess sem slíkt gæti aukið dýpt markaðarins. Áhugi spákaupmanna á skuldabréfum gæti aukist vegna mikils vaxtamunar innlendra og erlendra vaxta.

#### Verðlækkun á hlutabréfamarkaði

Úrvalsvísitala hlutabréfa lækkaði um 20% á árinu 2000 og hélt áfram að síga í janúar eða um rúm 6%. Þrátt fyrir doða á hlutabréfamarkaði var heildarveltan tvo síðustu mánuði ársins verulega meiri en var árið 1999 enda var desemberveltan 2000 sú mesta frá upphafi. Seinustu vikurnar hafa einkennst af verðlækkun og minnkandi veltu.

#### Breytingar á greiðslumiðlun

Þann 29. desember 2000 setti Seðlabanki Íslands reglur um aðgang greiðslukerfa að uppgjörsreikningum í bankanum. Þessum reglum er ætlað að setja ramma fyrir þau greiðslukerfi sem nota munu viðskiptareikninga þátttakenda í Seðlabankanum til uppgjörs á innbyrðis greiðslum. Fyrst í stað er um að ræða jöfnunarkerfi í umsjón Fjölgreiðslumiðlunar hf. en Reiknistofa bankanna annast rekstur þess. Um þetta kerfi fara nú allar smágreiðslur og einnig greiðslur allt að 100 m.kr. Þær greiðslur sem eru 100 m.kr. og hærrí og fara á milli tveggja banka eru nú færðar beint á viðskiptareikninga viðkomandi aðila í Seðlabankanum. Þetta er fyrsti vísirinn að svokölluðu stórgreiðslukerfi sem verið er að undirbúa. Þegar það verður komið í gagnið fara engar færslur í því kerfi fram nema staða reiknings þess, sem á að greiða, leyfi slíkt. Hægt verður að semja við Seðlabankann um yfirdráttarheimildir á þessa reikninga og munu þær verða tryggðar með veðum, þó ekki fyrir allri heimildinni fyrir en í árslok 2001 þegar yfirdráttarheimildir eiga að verða að fullu tryggðar. Ekki hefur verið ákveðið hver framtíðarmörk stórgreiðslna verða en sennilegt er að þau verði nokkuð lægri fjárhæð en þær 100 m.kr. sem nú er miðað við. Þessi breyting mun bæta verulega öryggi í greiðslumiðlun hér á landi auk þess sem hún gerir miklar kröfur til þátttakenda um að þeir geti stýrt lausu fé sínu og áhættu. Nú er unnið að frekari mótun þessara breytinga og munu þær verða kynntar fyrir viðskiptavinum bankanna áður en þeim verður komið í framkvæmd.



## Rammi 2 Breytingar á lögum um verðbréfavíðskipti

Alþingi samþykkti þann 16. desember 2000 breytingar á lögum nr. 13/1996 um verðbréfavíðskipti. Meginbreytingarnar eru að hugtökin „trúnaðarupplýsingar“, „fruminnherji“ og „aðrir innherjar“ eru skilgreind auk þess sem sett eru nánari ákvæði um ýmis atriði er lúta að þessum hugtökum. Einnig eru sett ítarlegri ákvæði um almenn útböð. Hér fyrir neðan er lausleg samantekt á helstu atriðum lagabreytingarinnar.

*Trúnaðarupplýsingar:* Upplýsingar um útgefanda verðbréfa, verðbréfin sjálf eða önnur atriði sem ekki hafa verið gerð opinber en eru líkleg til að hafa áhrif á markaðsverð verðbréfanna ef opinber væru. Upplýsingar teljast opinberar þegar þeim hefur verið miðlað á verðbréfamarkaðinum með opinberum og viðurkenndum hætti. Tilkynningar til kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða teljast opinberar þegar þeim hefur verið miðlað þaðan, sbr. lög um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða. (2. gr. 4. tl.)

*Fruminnherjar:* Aðilar sem búa yfir eða hafa að jafnaði aðgang að trúnaðarupplýsingum vegna eignaraðildar, aðildar að stjórn, rekstri eða eftirliti eða vegna annarra starfa á vegum útgefanda verðbréfa sem skráð hafa verið eða óskað hefur verið eftir að verði skráð í kauphöll eða á skipulegum tilboðsmarkaði sem fengið hefur starfsleyfi hér á landi.

Einstaklingar eða lögaðilar sem eiga beinan eða óbeinan eignarhlut í útgefanda verðbréfa, sem skráð hafa verið eða óskað hefur verið eftir skráningu á í kauphöll eða á skipulegum tilboðsmarkaði sem fengið hefur starfsleyfi hér á landi, og eiga fulltrúa í stjórn viðkomandi útgefanda á grundvelli eignarhlutarins. (2. gr. 5. tl.)

*Aðrir innherjar:* Aðili sem ekki telst fruminnherji en hefur vegna starfs síns, stöðu eða skyldna tímabundinn aðgang að trúnaðarupplýsingum.

Aðili sem ekki telst fruminnherji en hefur fengið vitneskju um trúnaðarupplýsingar, enda hafi viðkomandi vitað eða mátt vita hvers eðlis upplýsingarnar voru. (2. gr. 5. tl.)

Fyrirtækjum í verðbréfaþjónustu er óheimilt að annast milligöngu um verðbréfavíðskipti hafi starfsmenn þeirra vitneskju um eða ástæðu til að ætla að víðskiptin brjóti í bága við ákvæði kafla um meðferð trúnaðarupplýsinga, víðskipti innherja og markaðsmisnotkun. (18. gr.)

*Innherjum er óheimilt að:* 1. nýta trúnaðarupplýsingar, beint eða óbeint, til öflunar eða ráðstöfunar verðbréfa, 2. láta þriðja aðila trúnaðarupplýsingar í té, nema það sé gert í eðlilegu sambandi við starf, stöðu eða skyldur þess sem upplýsingarnar veitir, 3. ráðleggja þriðja aðila á grundvelli trúnaðarupplýsinga að afla verðbréfa eða ráðstafa þeim eða hvetja að öðru leyti til víðskipta með verðbréfin. Þetta ákvæði nær einnig til lögaðila og einstaklinga sem taka þátt í ákvörðun um víðskipti með verðbréf fyrir reikning lögaðilans. Ákvæðið á ekki við um víðskipti ríkisins, Seðlabanka Íslands eða aðila sem annast víðskipti fyrir þeirra hönd, enda séu víðskiptin liður í stefnu ríkisins í peningamálum, gengismálum eða lánasýslu. (31. gr.)

Lagðar eru skyldur á fruminnherja að ganga úr skugga um að ekki liggi fyrir trúnaðarupplýsingar áður en þeir eiga víðskipti með verðbréf og einnig er þeim gert að tilkynna tilteknum aðila um fyrirhuguð víðskipti. Kauphöll skal birta opinberlega upplýsingar um víðskipti fruminnherja enda séu þau yfir tilteknum mörkum og eignarhluti sé yfir ákveðnum mörkum eða fari niður fyrir slík mörk. Fjármálaeftirlitið skal halda skrá yfir innherja og fyrirtækjum er gert að tilkynna innherja til þess. Stjórn skráðs félags skal setja reglur um meðferð trúnaðarupplýsinga og víðskipti innherja. (32.-37. gr.)

Annað ákvæði þessu tengt er í lögum: Óheimilt er einstaklingum eða lögaðilum að taka þátt í, stuðla að eða hvetja til víðskipta með verðbréf eða annarra aðgerða í því skyni að gefa ranga mynd af umfangi víðskipta með tiltekin verðbréf eða hafa óeðlileg eða óhæfileg áhrif á verðmyndun í verðbréfavíðskiptum (38. gr.).

Ákvæðin um almennt útböð fela m.a. í sér að skylt er að gefa út útböðslýsingu. Þó eru heimil frávik, sem aðallega undanþyggja útböð sem beint er til fámennra hópa væntanlega fjárfesta eða fagfjárfesta eða þeirra verðbréfa sem eru gefin út af sérstöku tilefni. Fjármálaeftirlitið hefur umsjón með athugun á útböðslýsingu en hægt er að taka gildar skráningarlýsingar í kauphöllum. Fjármálaeftirlitið getur veitt undanþágur og skilgreinir það hverjir eru fagfjárfestar. Seðlabanki Íslands getur sett reglur um fyrsta söludag einstakra almennra útböða í því skyni að draga úr sveiflum í framboði nýrra verðbréfa á verðbréfamarkaðnum. (25.-29. gr.)

## Viðskiptahallinn í alþjóðlegum og sögulegum samanburði

*Er viðskiptahallinn sem myndast hefur á síðustu árum einkenni hættulegrar ofþenslu í þjóðarbúskapnum eða þróttmikillar efnahagsstarfsemi? Í greininni er reynt að nálgast svar við þessum spurningum frá ýmsum hliðum. Fjallað er um mismunandi merkingar hugtaksins sjálfbær viðskiptahalli og næmni niðurstæðna fyrir breytingum á forsendum. Þá er fjallað um ástæður, einkenni og eftirköst hliðstæðra hallatímabila hjá öðrum þjóðum og hérlendis og hvað greinir þau frá núverandi hallaskeiði. Þá er fjallað stuttlega um röksemdir sem komið hafa fram á síðustu árum þess efnis að hallinn sé hvorki eins mikill og mælingar gefa til kynna, né veruleg ógn við langtímastöðugleika.*

Halli á viðskiptum Íslands við umheiminn hefur verið mikill undanfarin 3 ár og ef marka má þjóðhagsspár bendir fátt til þess að draga muni verulega úr honum á næstunni. Gert er ráð fyrir að hallinn á síðasta ári hafi numið 9% af landsframleiðslu og verði enn meiri á þessu ári, þrátt fyrir að flest bendi til að hagvöxtur verði töluvert minni en árin á undan. Viðskiptahallinn hefur vakið nokkra umræðu um það hvort efnahagslegum stöðugleika sé hætta búin vegna hans. Í ritum Seðlabankans hefur verið varað við því að viðskiptahallinn sé vísbending um alvarlegt ójafnvægi í þjóðarbúskapnum. Hins vegar hefur einnig verið bent á að umtalsverð eignamyndun erlendis komi á móti aukningu erlendra skulda og að tekjur af erlendum eignum séu vanmetnar. Þegar teknið hafi verið tillit til þess sé áhætta sem fylgir miklum mældum viðskiptahalla og skuldasöfnun minni. Sumir hafa jafnvel gert sér í hugarlund að vöxtur nýbúskapar á Íslandi geri það að verkum að ekki stafi mikil hætta af auknum viðskiptahalla. Enn aðrir hafa andæft því sjónarmiði að viðskiptahallinn sé áhættu-

samur með því að vísa til ungs aldurs þjóðarinnar og almennra sanninda um hagræna þýðingu viðskiptahalla. Í riti sem Hagfræðistofnun Háskóla Íslands gaf út sl. haust er lögð áhersla á að „viðskiptajöfnuður sé í sjálfu sér hlutlaust fyrirbæri“ sem eigi ekki heima meðal helstu markmiða opinberrar hagstjórnar.<sup>2</sup> Þó er viðurkennt að miklum hallarekstri geti fylgt ákveðin áhætta, án þess að lagt sé mat á hvort slíkt hættuástand ríki nú.

Umræða um hugsanleg skaðleg áhrif viðskiptahalla er ekki einskorðuð við Ísland. Henni hefur t.d. skotið upp öðru hvoru í tengslum við alvarlegar gjaldeyris- og fjármálakreppur í heiminum á síðustu árum, því að undanfari þeirra hefur einatt verið ofþensla sem birst hefur í miklum halla á viðskiptum við útlönd. Í Bandaríkjunum á sér einnig stað töluverð umræða um hugsanlega skaðsemi viðskiptahalla, en undir nokkuð öðrum formerkjum. Þar hefur viðskiptahallinn aukist á undanförunum árum og sett sögulegt met, þótt hann sé helmingi minni í hlutfalli við landsframleiðslu en á Íslandi. Skoðanir eru þar skiptar eins og hér, en skoðanaskiptin snúast að hluta

1. Höfundur er deildarstjóri á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands. Hann þakkar Jóni Steinssyni fyrir mikilsverða aðstoð við undirbúning þessarar greinar. Þau sjónarmið sem fram koma í greininni eru höfundar og eru ekki endilega þau sömu og sjónarmið Seðlabanka Íslands.

2. Gústaf Sigurðsson, Gylfi Zoëga, Marta Skúladóttir og Tryggvi Þór Herbertsson: *Velferð og viðskipti: Um eðli og orsakir viðskiptahalla*, Hagfræðistofnun Háskóla Íslands, nóvember 2000.

til um önnur atriði. Í Bandaríkjunum snýst deilan að miklu leyti um erlenda samkeppni og hnignun bandarískis iðnaðar og þá staðhæfingu verndarsinna á Bandaríkjaþingi að hallinn stafi af því að bandaríkjamaður hafi verið opnaður meira gagnvart umheiminum en markaðir viðskiptalanda Bandaríkjanna gagnvart bandarískri vöru og þjónustu.<sup>3</sup> Þar hefur athyglinni oft verið beint að halla á viðskiptum við einstök ríki, t.d. Japan, sem hafa verið talin beita ósanngjörnum aðferðum við að vernda eigin framleiðslu. Þeir sem gripið hafa pennann til varnar fríverslun hafa vísað til klassískra kenninga um alþjóðaviðskipti og bent á að viðskiptahallinn sé þjóðhagslegt (makró) fyrirbæri, sem endurspegli mismunandi sparnaðarheigð og stöðu hagsveiflunnar.

Þau rök og deiluefni sem rætt hefur verið um í Bandaríkjunum hafa lítið að gera með áhyggjur manna hér á landi af stærð viðskiptahallans. Um það virðist ríkja nokkuð góð sátt núorðið að hagsmunum Íslands og annarra smárikja sé best borgið með viðtækri fríverslun. Höfundur er ekki heldur kunnugt um að því sé haldið fram að ástæður viðskiptahallans liggja djúpt í haggerðinni, heldur virðast flestir sammála um að viðskiptahallinn sé þjóðhagslegs eðlis. Áhyggjur Seðlabankans o.fl. eru því af allt öðrum toga en áhyggjur bandarískra verndarsinna. Viðskiptahalli, svo lengi sem hann er innan hóflegra marka, er ekki og ætti ekki að vera áhyggjuefni. Það þýðir þó ekki að líta megí á viðskiptahallann af léttúð, sama hve mikill hann verður.<sup>4</sup> Mikill viðskiptahalli getur verið einkenni þjóðhagslegs jafnvægisleysis sem getur haft neikvæð áhrif á hagvöxt í framtíðinni, rétt eins og einstaklingur, sem tekur meira að láni en góðu hófi gegnir, getur skert framtíðarlífskjör sín verulega, sérstaklega ef hann hefur varið lánsfénu til neyslu eða óarðbærrar fjárfestingar. Nýleg reynsla af fjármála- og gjaldeyriskreppum, t.d. í Mexíkó,

Asíu, og á Norðurlöndum bendir einnig til þess að mikill viðskiptahalli sé, ásamt nokkrum öðrum vísbendingum, einn helsti fyrirboði gjaldeyris- og fjármálakreppu. Víðtækari rannsóknir sem gerðar hafa verið á undanförunum árum gefa sömu niðurstöðu.<sup>5</sup> Það er því full ástæða til að fylgjast náið með viðskiptahallanum og beita almennum þjóðhagslegum aðgerðum eða reglum, eftir því sem við á, til að draga úr líkum þess að ójafnvægi, sem viðskiptahallinn gefur til kynna að sé til staðar, leiði til alvarlegrar kreppu síðar. Það er hins vegar mikilvægt að gera sér grein fyrir því að óhóflega mikill viðskiptahalli er í versta falli sjúkdómseinkenni en ekki sjúkdómurinn sjálfur. Bein markmið um viðskiptahalla, eins og lagt er til í nefndu riti Hagfræðistofnunar (sem reyndar virðist í mótsögn við megininntak ritsins) eru því misráðin, enda getur iðulega þurft að beita hagstjórnaraðgerðum sem til skamms tíma auka á viðskiptahallann til að vinna bug á ofpenslu sem er undirrot hans.<sup>6</sup>

Spurningin sem stjórnvöld á hverjum tíma þurfa að leggja mat á er hversu mikill viðskiptahalli sé of mikill? Hvernig er hægt að greina á milli viðskiptahalla sem er einkenni þróttmikillar efnahagsstarfsemi og fjárfestingar og halla sem er sjúkdómseinkenni ofpenslu? Því er vandsvarað, enda hafa margir þættir áhrif á matið. Hér á eftir mun ég nálgast viðfangsefnið frá nokkrum ólíkum sjónarhornum. Fyrst mun

3. Nefnd 12 manna (U.S. Trade Deficit Review Commission, USTR), sem komið var á fót á Bandaríkjaþingi árið 1998 til að fara yfir stöðuna, komst að þeirri niðurstöðu að viðskiptahalli Bandaríkjanna væri meiri en staðist gæti til lengdar og væri hættulegur bandarískum þjóðarþúskap. Hún komst hins vegar ekki að samkomulagi um hvað gera skyldi í málinu.

4. Það er því varla réttmætt að gera því skóna, eins og gert er í fyrirnefndu riti Hagfræðistofnunar (bls. 8), að áhyggjur af viðvarandi viðskiptahalla séu fyrst og fremst arfleifð kaupspakarstefnu fyrri tíma. Þetta kann að eiga við um umræðuna í Bandaríkjunum að einhverju leyti – en tæpast á Íslandi.

5. Ágætis byrjunarreitir til þess að kanna mikinn og vaxandi fjölda rannsóknarritgerða um leiðandi vísbendingar fjármála- og gjaldeyriskreppa er í *World Economic Outlook*, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF), maí 1998. Ítarlegt yfirlit er einnig að finna í Kaminsky, G og Reinhart (1999), „The Twin Crises: Causing of Banking and Balance-of-Payment Problems“, *American Economic Review*, 89 bindi, nr. 3. Sjá einnig Berg, A. og C. Pattillo (1999), „Are Currency Crisis Predictable? A Test“, *IMF Staff Papers*, Vol. 46, No 2, 107-138. Berg og Pattillo draga saman niðurstöður athugana sinna og annarra sem svo að dæmigerður aðdragandi kreppu sé mikill vöxtur peningamagns, of hátt raungengi, hátt hlutfall M2 af gjaldeyrisforða og mikill viðskiptahalli. Athyglisverða samantekt á forboðum gjaldeyriskreppa er að finna í Eichen-green, B., A.K. Rose og C. Wyplosz (1995) „Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks“, *Economic Policy* 21. Með því að skoða hreyfingar nokkurra breyta (þ.á.m. viðskiptajafnuð) allt frá 8 ársfjórðungum fyrir kreppu til jafnlengdar eftir kreppu og athuga frávik þeirra frá stöðu á „rólegum tímum“ (e. *tranquil period*) draga þeir fram einkenni hins dæmigerða gjaldeyriskreppulands á meðal iðnríkja. Meðal einkennanna er að viðskiptahalli fyrir kreppu er meiri en á rólegum tímum, eykst verulega u.þ.b. einum til tveimur ársfjórðungum fyrir kreppu en er byrjaður að minnka áður en kreppan á sér stað.

6. Um þetta sjá Pitchford, J. „Current Account Deficits, External Liabilities and Economic Policy“, *IMF Working Paper*, WP/92/54-EA.



ég fjalla aðeins um hugtakið sjálfbær viðskiptahalli og vandann við að leggja mat á hvenær halli telst sjálfbær. Því næst mun ég líta til hliðstæðra hallatímabila á alþjóðlegum vettvangi til að kanna hvernig öðrum löndum sem búið hafa við álíka halla hefur reitt af í kjölfarið. Þá mun ég fjalla um nokkur hallaskeið á Íslandi sl. hálfu öld og leitast við að greina að hvaða leyti núverandi hallaskeið er frábrugðið fyrri hallaskeiðum. Í lokin mun ég reyna að meta hvort líta megi svo á að viðskiptahallinn eða hættan sem af honum stafar séu ofmetin. Í því sambandi mun ég leggja mat á sannleiksgildi þriggja staðhæfinga: Í fyrsta lagi, að viðskiptahallinn sé ofmetinn vegna vanmetinna tekna af erlendum eignum eða hættuminni vegna þess að erlendar eignir hafi aukist til mótvægis við skuldirnar. Í öðru lagi að hallann megi að hluta til skýra með öflugum nýbúskap og hann sé því ekki áhyggjuefni. Loks mun ég fjalla um þá staðhæfingu að hallann megi að nokkru leyti skýra með ungunum aldri þjóðarinnar og sé því minna áhyggjuefni en ella.

### *Hvað er sjálfbær viðskiptahalli?*

Engin algild, viðurkennd skilgreining segir til um hvenær viðskiptahalli telst sjálfbær. Greina má á milli nokkurra skyldra hugtaka sem kæmu til greina.<sup>7</sup> Einn möguleiki væri að segja viðskiptahalla sjálfbæran ef viðkomandi land er fært um að skapa nægan framtíðar viðskiptaafgang til þess að endurgreiða erlendar skuldir sínar. Hér er því um hliðstæðu hugtaksins gjaldhæfni (e. *solvency*) að ræða. Þetta er þó ekki endilega gagnlegt hugtak, því jafnvel þótt greiðslugeta sé til staðar kann hún að krefjast þvílíkra fórna framtíðarkynslóða að draga má í efa að vilji til endurgreiðslu verði til staðar né heldur er sýnt að lánardrottinnar séu reiðubúnir að lána svo mikið. Jafnvel þótt greiðslugeta sé til staðar getur hallinn því verið mun meiri en æskilegt getur talist. Því er eðlilegt að nota rýmri skilgreiningu á hugtakinu sjálfbær viðskiptahalli. Til greina kemur að segja viðskiptahalla sjálfbæran ef hann er ekki svo mikill að koma þurfi til mikilla og skyndilegra umskipta síðar frá halla til afgang. Ósjálfbæran viðskiptahalla í þessum skilningi má svo greina frá óhóflegum viðskipta-

halla, þ.e.a.s. viðskiptahalla sem er meiri en svo að hann megi skýra með einhverju tilteknu líkani af neyslu, fjárfestingu og framleiðslu. Í þessari grein mun ég fyrst og fremst beina athyglinni að sjálfbærni viðskiptahallans í þeirri merkingu að hann leiði ekki til snöggra og mikilla umskipta.

### *Óvissuþættir í mati á viðskiptahalla – nokkur einföld dæmi*

Framangreind skilgreining á ósjálfbærum viðskiptahalla skilar okkur þó ekki langt nema til sé líkan sem getur a.m.k. gefið vísbendingu um hvort tiltekin efnahagsleg staða sé ósjálfbær, þ.e.a.s. gæti haft afturkipp í för með sér. Það þarf að ná til allra þátta þjóðarþúskaþarins og vera fært um að spá skilum í hagþróuninni. Slíkt líkan er tæpast til staðar.<sup>8</sup> Okkur er því nokkur vandi á höndum að meta hvort tiltekinn viðskiptahalli sé ósjálfbær. Hins vegar má gera sér grein fyrir vandanum með nokkrum einföldum reikniæfingum, byggðum á forsendum sem í ljósi sögunnar og núverandi stöðu efnahagsmála virðast ekki fjarri sanni. Þessa reikniæfingu má nota til þess að gera sér grein fyrir þeirri kröfu sem tiltekinn viðskiptahalli og erlend staða þjóðarþúsins gerir til hagvaxtar og vaxtar útflutningstekna að gefnum erlendum vöxtum. Leiði upphafsstaða, að gefnum forsendum um hagvöxt og erlenda vexti sem í ljósi sögunnar eru innan hóflegra marka, til þess að erlend skulda- staða versnar án þess að sýna nokkur merki um afturhvarf til fyrri stöðu má telja það örugga vísbendingu um að hallinn sé ósjálfbær að forsendunum gefnum. Einnig má sjá hversu næmar niðurstöðurnar eru fyrir breytingum á einstökum forsendum.

Við skulum nú líta á stöðu mála í ímynduðu landi, þar sem afstöðu ýmissa hagstærða svipar þó mjög til Íslands. Glöggur lesandi tekur eftir því að forsendur um hagvöxt og innlenda verðlagsþróun eru áþekkar þeim sem Þjóðhagsstofnun reiknaði með í langtímaframreikningi fyrir Ísland í síðustu þjóðhagsáætlun.

Halli hvers árs er fjármagnaður með erlendri lán- töku á 6% vöxtum, þ.e.a.s. 3% raunvöxtum. Gengi helst stöðugt um alla framtíð og landið nýtur ótakmarkaðs lánstrausts erlendis. (Rétt er að ítreka að þetta er ekki hagrænt líkan.) Hvað gerist ef vöxtur og verðbólga verða eins og framangreindar forsendur

7. Sjá t.d. Milesi-Ferretti, Gian Maria og Assaf Razin, „Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences. *IMF Working Paper*, WP/96/110, október 1996.

8. Líkön á borð við þau sem Þjóðhagsstofnun notar eru tæpast nothæf til að spá til lengri tíma en eins til tveggja ára.

Langtímaeiginleikar		Upphafsstaða árið 2000	
Hagvöxtur	2,25	Landsframleiðsla	100
Vöxtur útflutnings	3,5	Útflutningur	33
Vöxtur innflutnings	3,0	Innflutningur	39
Verðbólga – innlend	3,0	Þáttatekjur nettó	-3,0
Verðbólga – erlend	3,0	Viðskiptahalli	-9,0
Vextir – erlendir	6,0	Hrein erlend staða	-60

Hagvöxtur, vöxtur utanríkisviðskipta, vextir og verðbólga eru breyting í % á ári. Aðrar tölur eru fjárhæðir í krónum eða óskilgreindum gjaldmiðli.

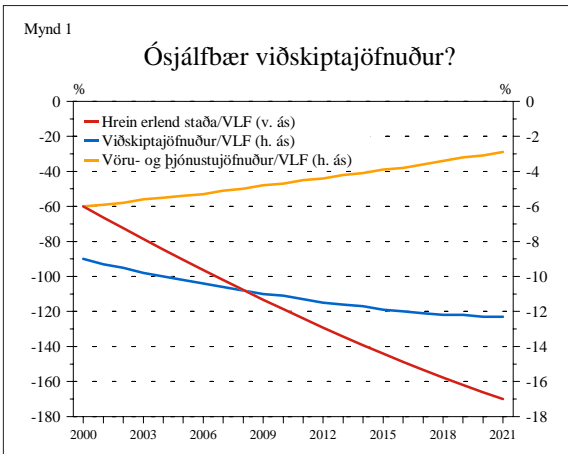
um langtímaeiginleika hagkerfisins segja til um og staðan í upphafi er eins og hún er gefin hér að framan? Það má sjá á mynd 1.

### Yfirlit forsendna

Um hagvöxt og ytri skilyrði gilda eftirtalin lögmál:

Landsframleiðsla: .....	$Y_t = Y_{t-1} \cdot (1+y) \cdot (1+p)$
Útflutningur: .....	$X_t = X_{t-1} \cdot (1+x) \cdot (1+p^*)$
Innflutningur: .....	$M_t = M_{t-1} \cdot (1+m) \cdot (1+p^*)$
Viðskiptahalli: .....	$CA_t = X_t - M_t + NFI_t$
Þáttatekjur, nettó: .....	$NFI_t = NII_{t-1} \cdot i^*$
Hrein staða: .....	$NII_t = NII_{t-1} + CA_t$

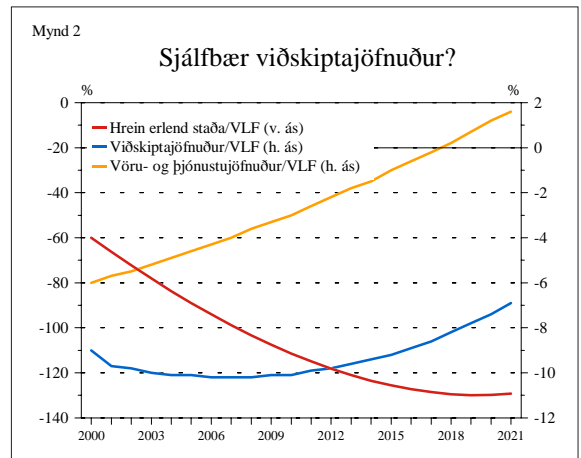
Hástafir eru fjárhæðir (í krónum eða óskilgreindum gjaldmiðli), en lágstafir hlutfallslegur vöxtur á ári.  $i^*$  eru erlendir vextir,  $p$  innlend verðbólga og  $p^*$  erlend verðbólga.



Ekki er annað að sjá en stefni í óefni. Hallinn heldur áfram að aukast, þrátt fyrir að vöxtur útflutnings sé ívið meiri en vöxtur innflutnings og hrein erlend staða þjóðarþúsins heldur áfram að rýrna. Eftir

20 ára hallatímabil er svo komið að hreinar skuldir þjóðarþúsins eru orðnar 170% landsframleiðslunnar og vaxandi. Forsenda þess að þessi þróun geti haldið áfram án þess að leiða til alvarlegrar kreppu að láns-traust sé ótakmarkað. Skuldaföfnunin leiðir hins vegar til þess að í lok tímabilsins þarf að greiða svo mikla vexti að þjóðarframleiðslan nemur aðeins 90% landsframleiðslunnar. Lífskjör verða rýrari sem því nemur.<sup>9</sup>

En hvað ef þessar forsendur byggjast á of mikilli svartýni? E.t.v. er nýbúskapur í örum vexti, þannig að framleiðni, hagvöxtur og útflutningur aukast hraðar en gert var ráð fyrir hér að framan. Segjum að langtímahagvöxtur sé 3% og vöxtur útflutnings sé 5%, en innflutningur vaxi um 4% á ári, því vaxandi tilhneigingar gæti til að fjármagna fjárfestingu með eigin sparnaði. Eins og sjá má á mynd 2 vænkast nú útlitið heldur. Hrein staða þjóðarþúsins heldur reyndar áfram að rýrna allt til ársins 2017, en viðskiptahallinn fer jafnt og þétt minnkandi í hlutfalli við landsframleiðslu. Ef grannt er skoðað má þó lítið útfat bera. Vaxi t.d. innflutningur um 4,5% á ári í stað 4%, stefnir hrein staða þjóðarþúsins í óefni á nýjan leik, að því leyti að hrein eign heldur áfram að rýrna næstu 20 árin og lengur.



9. Reyndar aukast skuldir þjóðarþúsins ekki takmarkalaust miðað við þessar forsendur. Árið 2043 yrði hámarki (lágmarki neikvæðrar stöðu) náð, en þá myndu skuldir nema 230% af landsframleiðslu. Ef gert er ráð fyrir að erlendir vextir verði 2% hærra eða vöxtur innflutnings 0,3% meiri verður ferillinn hvelfurður, þ.e.a.s. skuldarnar aukast með vaxandi hraða.

Þetta litla dæmi sýnir að tiltölulega smávægilegar breytingar á forsendum framreiknings af þessu tagi geta skilið á milli feigs og ófeigs þegar reynt er að leggja mat á sjálfbærni viðskiptajafnaðar. Hækki erlendir vextir u.þ.b. 2% verður viðskiptahallinn hér að framan ósjálfbær, þ.e.a.s. í þeim skilningi að hrein staða þjóðarbúsins hverfur ekki til fyrri stöðu eða a.m.k. hættir að rýrna innan þess tímabils sem hér er sýnt. Þeim mun meiri eru þessi áhrif sem hreinar skuldir þjóðarbúsins eru meiri. Í raunveruleikanum er auðvitað mikil óvissa til staðar um flestar stærðir, þ.á m. um hagvöxt, verðbólgu og vexti. Vegna þess hve þessar stærðir sveiflast mikið geta lönd því auðveldlega sveiflast úr sjálfbærri stöðu í ósjálfbæra. Eiginleikar hagkerfisins leiða hins vegar til þess að jafn mikill halli og framreiknaður var hér að framan stenst ekki til lengdar, heldur kallar á aðlögun að jafnvægi á nýjan leik. Slík aðlögun er hins vegar sjaldan sársaukalaus.

### *Viðskiptahallinn í alþjóðlegu ljósi*

Nægilega öflugt spálíkan til þess að sjá fyrir skil í hagþróun og bera þar með kennsl á ósjálfbæran viðskiptahalla er ekki fyrir hendi. Hins vegar er hægt að leggja mat á sjálfbærni viðskiptahalla með því að skoða hliðstæður sem varpa ljósi á hugsanleg eftirköst mikils eða þráláts viðskiptahalla. Hér á eftir verða því skoðuð hallaskeið nokkurra annarra landa; stærð viðskiptahallans, undirrót hans, lengd hallatímabils og afleiðingar sem hallareksturinn hafði á stöðu þjóðarbúsins, hagvöxt og lífskjör. Við slíkan samanburð er þó margt að varast. Eftirköstin ráðast m.a. af hagvaxtargetu viðkomandi landa, fjármunamyndun og raunvöxtum sem þau þurfa að greiða af erlendum skuldum á hverjum tíma. Því er ljóst að taka verður með miklum fyrirvara samanburð við minna þróuð lönd, sem geta vegna vanþróunar sinnar líklega vaxið mun hraðar til langs tíma lítið, einfaldlega með því að halda uppi nógu mikilli fjárfestingu. Vanþróuðustu löndin njóta mörg hver einnig verulegrar þróunaraðstoðar og eru því alls ekki samanburðarhæf. Hér mun samanburðurinn því að mestu einskorðast við lönd á svipuðu þróunarstigi og Ísland, í grófum dráttum aðildarlönd OECD, þótt einnig sé svipast um til nokkurra hraðvaxtarlanda.

Ástæður þess að lönd ganga í gegnum tímabil mikils viðskiptahalla geta verið af ýmsum toga: Viðskiptakjör kunna að versna tímabundið (jafnvel

varanlega) eða löndin verða fyrir öðrum framboðs- og eftirspurnarskellum. Of hátt gengi gjaldmiðils, þ.e.a.s. hátt raungengi, kann að grafa undan samkeppnisstöðu fyrirtækja sem stunda útflutning eða keppa við innflutning. Opinber fjármál kunna að vera í ólestri. Óhófleg bjartsýni byggð á tímabundinni vengni kann að stuðla að óhóflega miklu fjármagnsinnstreymi og fjárfestingarbylgju.

Tímabil viðskiptahalla sem orðið hafa á meðal OECD-ríkja undanfarna þrjú áratugi spanna flestar tegundir halla sem nefndar hafa verið hér að framan. Sum þessara hallatímabila eru tiltölulega skammvinn, þótt hallinn hafi tímabundið orðið mikill, en önnur eru langvinn, en hallinn e.t.v. ekki mjög mikill.

### *Tveir áratugir viðskiptahalla í Ástralíu:*

#### *Viðskiptakjör og ónógur sparnaður*

Ástralía hefur glímt við afar þrálátan viðskiptahalla um langt skeið. Í 20 ár samfleytt hefur hallinn verið meiri en sem nemur 3% af landsframleiðslu – þó aldrei eins mikill og á Íslandi sl. 3 ár. Mestur varð hallinn rúmlega 6% af landsframleiðslu árið 1989. Í samtals 7 ár á 3 tímabilum var hallinn 5% eða meiri, en 4,7% að meðaltali. Ástæða þessa þráláta halla er e.t.v. ekki augljós. Þó er freistandi að skýra hann að hluta til með langvarandi rýrnun viðskiptakjara, enda nam rýrnun þeirra frá miðjum áttunda áratugnum til loka þess tíunda 50-60%. Hins vegar verður ekki séð að rýrnun viðskiptakjara hafi átt verulegan þátt í öllum þeim sveiflum sem hafa orðið á viðskiptahallanum yfir skemmri tímabil. Rýrnandi viðskiptakjör hafa þó sennilega orðið til þess að ástralski þjóðarbúskapurinn var oft lengi að ná ytra jafnvægi.

Ef lítið er til þeirra ára sem viðskiptahalli var meiri en sem nam 5% af landsframleiðslu má greina 3 megintímabil.<sup>10</sup> Fyrsta hallaskeiðið stóð á árunum **1984-1986**. Þá var viðskiptahallinn á bilinu 5-6%. Viðskiptakjör höfðu rýrnað mjög árin á undan og hélt sú þróun áfram allt tímabilið. Þrátt fyrir það varð mikil uppsveifla á árinu 1984 í kjölfar samdráttar

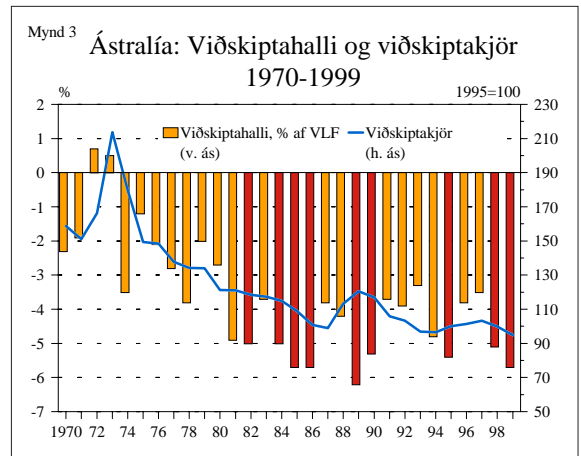
10. Það er vissulega síður en svo sjálfgefið að 5% sé eðlilegasta viðmiðunin. Ástæða þess að stuðst er við þessi mörk er einfaldlega sú að ef miðað væri við lægri mörk yrðu tímabilin óhóflega mörg og löng, en fá og stutt ef miðað er við hærri mörk. Það virðist þó ekki fjarri lagi að gera ráð fyrir að flest lönd þoli halla innan við 5% af landsframleiðslu nokkuð lengi án þess að lenda í alvarlegum vanda miðað við að ekki er óraunhæft að gera ráð fyrir a.m.k. 5% nafnvexti landsframleiðslu til lengri tíma lítið.

árið áður, sem leiddi til þess að innflutningur jókst um 23%. Eftirköst þessa tímabils komu ekki svo mjög fram í hagvexti, heldur fyrst og fremst 30% gengislækkun á árunum 1984-1986.

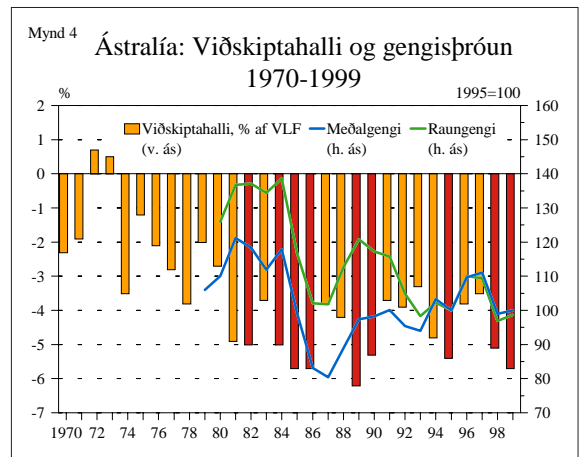
Rýrnun viðskiptakjara átti ekki beinan þátt í hallaskeiðinu sem varð á árunum **1989-1990**. Þvert á móti kynti öflugur viðskiptakjarabati (22%) árin 1988-1989 undir ofpenslu og stuðlaði að mikilli hækkun nafngengis sem varð til þess að innflutningur óx um 22% árið 1989. Eftirköstin urðu 1,1% samdráttur árið 1991 eftir dræman hagvöxt árið á undan, vaxandi atvinnuleysi og aukinn halli hins opinbera, sem nam 6% af landsframleiðslu árið 1992. Hallarekstur hins opinbera var sennilega afleiðing þess að samdráttur varð í landsframleiðslu árið áður, í kjölfar ofpenslu, fremur en sjálfstæð uppspretta viðskiptahallans. Stefnan í ríkisfjármálum ýtti þó undir eftirspurn og varð til þess að hægar dró úr metviðskiptahallanum en ella.

Þriðja hallaskeiðið stóð árin **1998 og 1999**, ef miðað er við 5% mörkin, en segja má að það standi enn, því er áætlað er að hallinn hafi aðeins verið lítið eitt undir 5% á síðasta ári og OECD spáir 4½% halla á þessu ári. Að auki var halli einnig yfir 5% árið 1995. Rót þessa síðasta hallaskeiðs liggur að öllum líkindum í öru innstreymi fjármagns, en hagvöxtur hefur verið öflugur og peningastefnan aðhaldssöm, sem leiddi til 10% raungengishækkunar árið 1996. Innflutningur jókst um 16% það ár. Í kjölfar kreppunnar í Asíu var slakað á aðhaldinu og gengið lækkaði. Eftirköstin hafa ekki komið fram að öðru leyti en því að gengi ástralska dalsins hefur lækkað svo um munar. Síðari helming sl. árs var gengi ástralska dalsins u.þ.b. 35% lægra gagnvart Bandaríkjadal en í ársbyrjun 1997.

Þrátt fyrir samfelldan hallarekstur um 20 ára skeið hefur yfirleitt tekist að halda uppi ágætum hagvexti í Ástralíu. Einungis í kjölfar mesta ofpensluskeiðsins í lok níunda áratugarins þegar viðskiptahallinn fór yfir 5% í tvö ár samfleytt (auk þess sem verulegur viðskiptahalli var árin á undan) virðast eftirköstin hafa orðið veruleg. Gengi ástralska dalsins dalaði hins vegar mjög á tímabilinu og stuðlaði líklega að nokkuð þróttmiklum vexti útflutnings, sem hefur verið u.þ.b. 7% að meðaltali undanfarin 20 ár. Innflutningur hefur vaxið álíka hratt. Skýringa á meiri halla við lok tímabilsins en í upphafi þess er því fyrst og fremst að leita í versnun viðskiptakjara



og hreinnar stöðu þjóðarbúsins, og of litlum innlendum sparnaði.<sup>11</sup> Hrein staða þjóðarbúsins hefur þó e.t.v. versnað minna en ætla mætti eftir svo langt tímabil viðskiptahalla. Hrein erlend staða rýrnaði úr innan við -30% af landsframleiðslu um miðjan 9. áratuginn í u.þ.b. -45% af landsframleiðslu árið 1996, en batnaði verulega árið eftir þegar vöxtur útflutnings hafði mælst í tveggja stafa tölu tvö ár í röð. Hafa verður í huga að þrátt fyrir allt hefur meðalhalla ekki verið nema rúmlega 1% umfram meðalvöxt landsframleiðslu (3½%) og flest árin hefur hann



11. Að þjóðhagslegur sparnaður sé lítil er auðvitað aðeins önnur hlið sama tenings. Þjóðhagslegur sparnaður er skilgreindur sem summa fjármunamyndunar og viðskiptajafnaðar. Ef viðskiptahallinn er mikill er sparnaðarhlutfallið því að öllu jöfnu lágt nema fjármunamyndun sé þeim mun meiri.

verið svipaður.<sup>12</sup> Því má segja að óvenju þrálátur viðskiptahalli Ástralíu hafi líklega aðeins í fáein ár þessa tvo áratugi verið ósjálfbær.

### *Nýja-Sjáland: Viðskiptakjör, halli hins opinbera, raungengishækkun o.fl.*

Eins og Ástralía hefur Nýja-Sjáland búið við þrálátan viðskiptahalla árum saman. Frá því í byrjun 8. áratugarins þar til á síðasta ári nam hallinn að meðaltali 5½% af landsframleiðslu. Af og til, samtals í 5 ár, hefur viðskiptahallinn mælst u.þ.b. 10% eða meiri, mest 16% árið 1984. Ef einungis er litið til tímabila þegar hallinn var 5% af landsframleiðslu eða meiri í tvö ár eða fleiri má greina fjögur tímabil óhóflegs viðskiptahalla, 1974-1976, 1984-1987, 1995-1997 og síðustu tvö ár. Aðeins eitt ár skilur á milli síðustu tveggja tímabilanna, þannig að líklega er réttast að tala um þrjú tímabil frekar en fjögur og einnig má segja að miðtímabilið hefjist a.m.k. 1982, en þá var viðskiptahallinn rúmlega 7%.

Viðskiptakjör virðast hafa átt töluverðan þátt í myndun viðskiptahalla á Nýja-Sjálandi á fyrsta tímabilinu, **1974-1976**, en ekki hefur verið um jafnmikla langtímarýrnun viðskiptakjara að ræða og í Ástralíu. Hrun varð á viðskiptakjörum árin 1974 og 1975, eftir mikla uppsveiflu árin á undan. Viðskiptakjör versnuðu þá um ríflega 40%. Mikil uppsveifla hafði fylgt batnandi viðskiptakjörum árin á undan. Hagvöxtur varð mestur 7% árið 1973, en vöxtur innlendrar eftirspurnar og innflutnings náði hámarki árið eftir, þegar innflutningur jókst um 30% að magni, á sama tíma og útflutningur dróst saman um 8%. Uppsveifluárið 1973 hafði gengi ný-sjálenska dalsins hækkað um 19% gagnvart Bandaríkjadal en árið eftir lækkaði gengi hans um þriðjung, sem dugði til þess að endurvekja útflutningsvöxt. Í hnotskurn er því sagan þessi: Viðskiptakjarabati kom af stað ofþenslu innlendrar eftirspurnar, sem botninn datt úr þegar viðskiptakjör snerust til fyrra horfs – og vel það – á ný. Eftirköstin urðu, auk gengislækk-

unar, nokkur ár efnahagslegrar stöðnunar og næstum 3% samdráttur árið 1977.

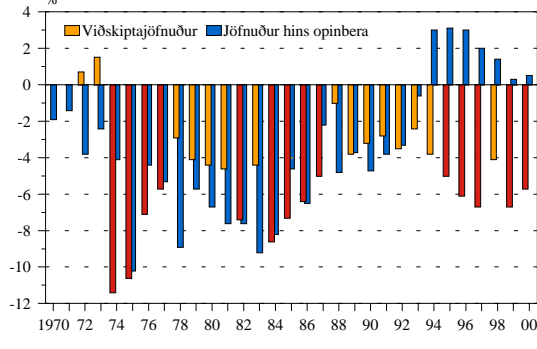
Tímabilið **1984-1987** átti hallamyndunin sér aðrar ástæður: Hvorki virðist hægt að sakast við viðskiptakjör né hátt gengi ný-sjálenska dalsins sem lækkaði jafnt og þétt frá 1979 til 1986, samtals um 36% að meðaltali, en raungengi hélst nokkuð stöðugt. Megineinkenni þessa tímabils var hinsvegar þrálátur halli á rekstri hins opinbera. Raunar stóð tímabil óhóflegs halla hins opinbera nokkurn veginn stöðugt í 13 ár (miðað við halla umfram 3% af landsframleiðslu) eða allt frá árinu 1974, þegar hið fyrra skeið viðskiptahalla stóð yfir. Að meðaltali nam halli hins opinbera 6,6% af landsframleiðslu á þessu tímabili og fór nokkrum sinnum nálægt og einu sinni yfir 10% af landsframleiðslu. Helstu eftirköst viðskiptahallans urðu langvarandi tímabil stöðnunar árin 1985-1992. Á því tímabili óx landsframleiðslan innan við ½% á ári og samdráttur varð fjórum sinnum á tímabilinu.

Enn aðrar ástæður liggja að baki síðastnefnda hallaskeiðinu, sem hófst árið **1997** og stendur enn. Hvorki viðskiptakjör né opinber fjármál virðast haldþætt skýringar. Afgangur var á rekstri hins opinbera sl. áratug, að einu ári undanteknu, og viðskiptakjör hafa verið tiltölulega stöðug, eftir verulega hækkun síðari hluta níunda áratugarins. Raungengi hækkun síðari hluta níunda áratugarins 1992-1997, samtals um 30%, nær eingöngu vegna hækkunar nafngengis. Þessa hækkun má rekja til aðhaldssamrar peningastefnu í kjölfar þess að Nýja-Sjáland tók upp verðbólugumarkmið og sveigjanlega gengisstefnu. Hátt gengi hefur, jafnframt því að halda verðbólgu í skefjum, hamlað vexti útflutnings og örvað innflutning. Tvö ár virðast hafa skipt sköpum. Innflutningur jókst um 16% árið 1994, hið síðara af tveimur árum öflugs hagvaxtar og um 13% árið 1999. Þar fyrir utan hefur vöxtur innflutnings verið innan hóflegra marka, en það hefur ekki dugað til að loka hallanum sem myndaðist þessi ár. Ekki er útséð um eftirköst þessa síðasta hallaskeiðs ennþá, en frá árinu 1997 lækkaði raungengi ný-sjálenska dalsins verulega, eða um u.þ.b. fjórðung milli árána 1997 og 1999. Síðari hluta sl. árs hafði gengi ný-sjálenska dalsins lækkað um u.þ.b. 40% frá því það stóð hæst í ársbyrjun 1997. Samdráttur um rúmlega ½% varð árið 1998 og átti kreppan í Asíu þar nokkurn hlut að máli.

12. Cashin og McDermott (1996) halda því reyndar fram að þar til höft á fjármagnshreyfingar voru afnumdar í byrjun 9. áratugarins hafi hallinn verið minni en hagvæmast var frá sjónarhóli neyslujöfnunar (e. *consumption smoothing*). Þ.e.a.s. Ástralía hafi tekið minna af elendum lán- um en æskilegt hefði verið. Eftir afnám hafta á fjármagnshreyfingar hafi viðskiptahalli Ástralíu hinsvegar verið meiri en hagvæmt er. Sjá Cashin, P. og C. J. McDermott (1996), „Are Australia's Current Account Deficits Excessive?“, *IMF Working Paper*, WP/96/85-EA.

Mynd 5

### Nýja-Sjáland: Viðskiptajöfnuður og jöfnuður hins opinbera, % af VLF 1970-2000



### Portúgal þrjú tímabil: Eftirmál byltingar, ofpensla af völdum hins opinbera og...

Í apríl 1974 varð bylting í Portúgal. Ein af afleiðingunum var nokkuð djúp kreppa og mikill viðskiptahalli á árunum **1974-1977**. Meðalhalli á tímabilinu var 6,4% en mestur varð hann 8,4% árið 1976. Hallann má einkum rekja til þess að ríkisstjórnin sem komst til valda eftir byltinguna jók raunlaun verkafélks í Portúgal verulega, sem aftur leiddi til aukinnar eftirspurnar. Byltingin og pólitísk óvissa í kjölfar hennar truflaði framleiðslu og utanríkisviðskipti, auk þess sem Portúgal missti mikilvæga útflutningsmarkaði þegar nýlendur þeirra gengu þeim úr greipum. Afleiðing þessa óróa varð 4,3% samdráttur landsframleiðslu árið 1975, sem tæpast er þó hægt að telja til eftirkasta hallatímabilsins.

Á árunum **1980-1983** varð viðskiptahalli Portúgals aftur mjög mikill. Í þetta skiptið átti hann ekki upptök sín í pólitískum umbrotum heldur í ofpenslu, uppskerubresti, versnandi viðskiptakjörum, miklum halla hins opinbera (8-11% af landsframleiðslu) og ört hækkandi erlendum afborgunum af lánum. Viðskiptahalli Portúgals jókst úr tæplega 4% af VLF árið 1980 í um 11,5% árið 1981 og í 14% árið 1982. Undirrot þenslunnar virðist hafa verið mikil útgjöld hins opinbera, sem jukust um 8% árið 1980 og uppsveifla í fjárfestingu, einkum í íbúðarhúsnæði í kjölfarið. Halli hins opinbera varð mestur tæp 11% af landsframleiðslu árið 1981. Um mitt ár 1983 greip ný ríkisstjórn í Portúgal til harkalegra aðhaldsaðgerða til þess að draga úr fjárlaga- og viðskiptahalla. Þessar aðgerðir leiddu til þess að vöxtur landsframleiðslu stöðvaðist árið 1983 og dróst saman um 2% árið eftir.

Atvinnuleysi jókst einnig verulega. Í kjölfarið hvarf viðskiptahallinn að mestu á tveimur árum.

Ástæður þriðja hallaskeiðsins sem hófst árið **1997** og stendur enn er ekki jafn auðvelt að greina. Raungengi var nokkuð hátt í upphafi tímabilsins, miðað við 20 ára meðaltal, en meginhækkunin átti sér stað strax á árunun 1988-1992. Það sem helst kemur til álita er lækkun vaxta og aukið traust efnahagsstefunnar í kjölfar þess að Portúgal ákvað að gerast aðili að Efnahags- og myntbandalagi Evrópu.<sup>13</sup> Eftirköst eru engin enn sem komið er og vegna aðildar landsins að myntbandalaginu þarf Portúgal a.m.k. ekki að óttast gengisfellingu með tilheyrandi fjármagnsflotta í kjölfarið.

### Grikkland (1984-1985): Halli hins opinbera og versnandi viðskiptakjör

Á árunum 1979 til 1983 var viðskiptahalli Grikklands að jafnaði á bilinu 4-5% af landsframleiðslu. Árin 1984 og 1985 fór hallinn yfir 5% í tvö ár samfleytt og yfir 8% árið 1985. Einnig var mikill halli á árunum 1973-1974. Stöðnun hafði ríkt í grísku efnahagslífi allt frá byrjun 9. áratugsins og fjármunamyndun dróst saman um 20% á árunum 1980-1984. Rýrnun viðskiptakjara um 13% árin 1979-1983 átti hlut að máli. Raungengi hækkaði ennfremur um fjórðung árin 1981 og 1982, þrátt fyrir gengislækkun og útflutningur dróst saman um rúm 13%. Lausung í ríkisfjármálum megnaði ekki að örva hagvöxtinn, en varð til þess að halli á rekstri hins opinbera varð mjög mikill og jukust erlendar skuldir hratt. Árið 1985 var aðhald aukið í ríkisfjármálum. Gengi grísku drökmunnar var fellt og ráðist í aðgerðir til þess að halda aftur af hækkun launa. Eftirköstin urðu tiltölulega mildur samdráttur, ½% árið 1987, en kaupmáttur lækkaði um rúmlega 20% á tveimur árum. Gengisfellingin og lægri launakostnaður leiddi hins vegar fljótt til þess að framleiðsla og sérstaklega útflutningur tóku við sér.

### Írland 1976-1984: Viðskiptakjör og óstjórn í fjármálum hins opinbera

Á árunum 1972-73 bötnuðu viðskiptakjör Írlands um 20%, en sá bati gekk til baka og vel það árið 1974. Á sama tíma og viðskiptakjör versnuðu og næstu árin á

13. Heimssýning sem haldin var í Lissabon árið 1998 hafði einnig töluverð eftirspurnaráhrif í för með sér.

eftir var þensluhvetjandi stefnu í ríkisfjármálum haldið áfram sem hélt uppi eftirspurn þrátt fyrir 12% samdrátt í fjármunamyndun árin 1974-1975 og 3% samdrátt einkaneyslu árið 1975. Afturkipturinn sem fylgdi í kjölfarið markaði upphafið að langvarandi „tvíhallaskeiði“, þar sem saman fór halli á rekstri hins opinbera og mikill viðskiptahalli. Á tímabilinu 1976-1984 var viðskiptahallinn að meðaltali 10% af þjóðarframleiðslu og mestur 14,7% árið 1981. Halli hins opinbera var lengst af á bilinu 7-14% af þjóðarframleiðslu. Á árunum 1979 og 1980 versnuðu viðskiptakjör Írlands nokkuð á ný og átti það sinn þátt í að auka enn frekar á hallann. Undir lok 9. áratugarins greip ríkisstjórn Írlands til aðhaldsaðgerða til þess að minnka hallann á ríkissjóði og minnkaði viðskiptahallinn í kjölfarið. Skattar voru hækkaðir og útgjöld skorin niður. Vegna þess hve tímabil óstjórnar í efnahagsmálum stóð lengi komu eftirköstin að nokkru leyti fram innan tímabilsins. Landsframleiðsla dróst saman um 2,3% árin 1982 og 1983 og um 1% árið 1986. Eftirköstin urðu alvarlegri þegar litið er til þróunar atvinnuleysis. Örvandi stefna í ríkisfjármálum hélt niðri atvinnuleysi framan af og undir lok áttunda áratugarins var það u.þ.b. 7%, en varð mest u.þ.b. 17% á árunum 1985-1986.

Þrátt fyrir jafnvægisleysi í efnahagsmálum var vöxtur útflutnings á Írlandi að jafnaði þokkalega góður, ef undan eru skilin árin 1974 og 1981. Frá árinu 1975 hefur meðalvöxtur á ári verið 10% og sér ekki enn fyrir endann á því vaxtarskeiði. Viðskiptahallinn hvarf því á skömmum tíma eftir að aðhald stefunnar í ríkisfjármálum var aukið og hefur verið

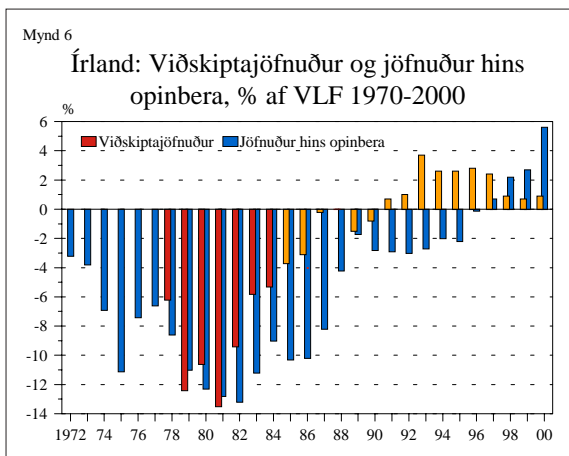
afgangur öll ár frá 1987. Þrátt fyrir óstjórn í efnahagsmálum var töluverður þróttur í írsku efnahagslífi síðari hluta tímabilsins. Fjárfesting var t.d. mjög mikil á árunum 1978-1982. Írsku efnahagsundrið, sem bein erlend fjárfesting hefur að verulegu leyti borið uppi, komst þó ekki á verulegt skrið fyrr en á 10. áratugnum.

#### Noregur 1975-1978: Olíuævintýri

Um miðjan áttunda áratug aldarinnar jókst viðskiptahalli Noregs mikið og var meiri en 5% af landsframleiðslu fjögur ár samfleytt á árunum 1975-1978. Hallinn fór hæst í 14% af landsframleiðslu árið 1978 og var að meðaltali tæp 10%. Hallann mátti einkum rekja til mikillar fjárfestingar í olúvinnslu í Norður-sjó. Hlutfall fjármunamyndunar af landsframleiðslu náði 36,3% árið 1976. Þegar dró úr fjárfestingu og tekjur af sölu olíu jukust minnkaði viðskiptahallinn fljótlega á ný. Frá byrjun 9. áratugarins hefur að jafnaði verið afgangur á viðskiptajöfnuði, að tveimur árum undanskildum. Viðskiptahalli Noregs á þessum árum er því kennslubókardæmi um góðkynja viðskiptahalla.<sup>14</sup>

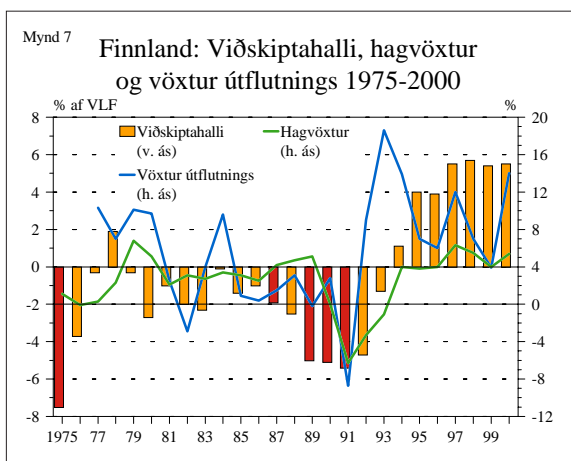
#### Finnland (1989-1991): Ofþensla, rýrmun viðskiptakjara og hrun útflutningsmarkaða

Njúndi áratugurinn var tími mikils uppgangs í finnsku efnahagslífi. Á árinu 1989 var hins vegar farið að gæta verulegrar ofþenslu í Finnlandi. Viðskiptahallinn jókst í um 5% af landsframleiðslu og var svipaður næstu tvö árin á eftir. Verðbólga jókst einnig. Árið 1990 var gripið til töluvert aðhaldssamrar stefnu til þess að snúa þessari þróun við. Afgangur á rekstri hins opinbera nam 5% af landsframleiðslu árið 1990, vextir voru hækkaðir úr 11% í 16% og gengi finnska marksins hækkað. Tekin var upp harðari fastgengisstefna og miðað við eku. Þjóðhagslegur sparnaður jókst þegar heimili reyndu í auknum mæli að borga niður hluta af þeim skuldum sem þau höfðu stofnað til á uppgangsárunum. Árið 1991 hrundu markaðir fyrir finnskar vörur í Sovétríkjunum og útflutningur dróst saman um rúm 9%. Að auki var þróun viðskiptakjara óhagstæð 1990-1993. Hrun Sovétríkjanna leiddi til þess að mildur afturkiptur varð að



14. Sjá Obstfeld, M. og K. Rogoff (1996), *Foundations and International Macroeconomics*, The MIT Press.

djúpri kreppu. Atvinnuleysi jókst hröðum skrefum úr 3,5% í um 17%<sup>15</sup>, verð fasteigna hríféll og landsframleiðsla dróst saman um u.þ.b. 11% á árunum 1991-1993. Vegna samdráttarins versnaði halli hins opinbera úr 5,4% afgangi árið 1990 í 8% halla árið 1993. Fastgengisstefnan varð undan að láta árið 1992 og finnska markað féll um 27% á milli árunna 1990 og 1993. Lægra raungengi, sem lækkaði um 36% á tímabilinu 1990-1993, auðveldaði finnskum útflutningsfyrirtækjum að fóta sig á nýjum mörkuðum og útflutningur tók að vaxa á ný. Segja má að finnskt efnahagslíf hafi enn ekki náð sér að fullu eftir þessi áföll, því þrátt fyrir góðan hagvöxt á undanförunum árum er atvinnuleysi enn töluvert mikið.



### *Mexíkó (1991-1994): Ofpensla og fjármagnsinnstreymi*

Mikil bjartsýni ríkti um framtíð Mexíkó í byrjun 10. áratugarins vegna umbóta í efnahagsmálum og vaxandi viðskiptatengsla við Bandaríkin. Hagvöxtur var þó e.t.v. dræmari en margir höfðu vænst. Fastgengisstefna var ráðandi frá byrjun 10. áratugarins til þess að kveða niður verðbólgu. Það tókst að mestu, en leiddi til þess að raungengi pesóans hækkaði töluvert. Útflutningur náði sér að vísu vel á strik, en vægi hans var enn ekki nógu mikið til að ráða úrslitum og innflutningur jókst enn hraðar. Mikið innstreymi fjármagns – að miklu leyti verðbréfafjárfestingar í sókn eftir háum vöxtum í trausti yfirlýstrar fastgengisstefnu – kynti undir eftirspurn og stuðlaði að háu

gengi pesóans. Á árunum 1991 til 1994 var viðskiptahallinn á bilinu 4-8% af landsframleiðslu. Innlendir sparnaður var hins vegar mjög lítill. Pólitískur órói, vonbrigði með hagvöxt og vaxandi viðskiptahalli varð til þess að traust fjárfesta á Mexíkó brast og þeir fóru að draga fé sitt til baka. Fjármagnsflóttinn gerði gengisfellinguna loks óumflýjanlega og í desember 1994 var gengi pesóans látið fljóta. Gengi hans féll í kjölfarið um 50% á skömmum tíma. Afleiðingarnar voru stórfelldur flótti fjármagns, vaxandi halli hins opinbera – m.a. vegna þess að stór hluti skulda var í erlendri mynt – og snarpur samdráttur. Landsframleiðslan dróst saman um rúmlega 6% árið 1995. Raunlaun lækkuðu einnig verulega.

### *Tæland (1990-1997): Ofpensla og fjármagnsinnstreymi*

Árið 1997 hafði mikill efnahagsuppgangur staðið í Tælandi í u.þ.b. þrjá áratugi. Fjármunamyndun var geysilega ör og því fylgdi oft mikill viðskiptahalli. Hér verður ekki dvalist við þessi fyrri hallaskeið í sögu Tælands, þegar landið var að rísa úr örbirgð til nokkurra efna. Á 10. áratugnum var Tæland hins vegar orðið allþroskað iðnaðarríki og hefur því nokkurt samanburðargildi, þótt ætla verði að hagvaxtargeta Tælands sé enn mun meiri en flestra OECD-landa. Hagvöxtur var að meðaltali yfir 7% á árunum 1990-1997, hið opinbera var rekið með álitlegum afgangi og innlendir sparnaður var allmikill, þótt viðskiptahallinn hafi verið u.þ.b. 5-7% af landsframleiðslu. Viðskiptahallinn virtist að mestu til kominn vegna mikillar fjárfestingar. Er líða tók á 10. áratuginn virðist sem arðsemi fjárfestingar hafi orðið æ vafasamari, einkum hvað áhrærir fjárfestingu í fasteignum. Verðbólga hafði myndast á fasteignamarkaði. Munur erlendra vaxta og innlendra var mikill og mikill fjöldi smárra fjármögnunarfyrirtækja hagnaðist á því að taka lán erlendis og endurlána á mun hærri vöxtum í innlendri mynt. Viðskiptahallinn var því að stórum hluta fjármagnaður með erlendum skammtímalánum. Á fyrri hluta ársins 1997 komu brestir í traust fjárfesta og lánardrottna á tælenska efnahagsstefnu, flótti fjármagns greip um sig og spákaupmenn gerðu atlögu að tælenska batinu, sem féll í júlí 1997. Afleiðingin varð ekki einungis hrun tælenska gjaldmiðilsins og 12% samdráttur landsframleiðslu á árunum 1997-1998, heldur hafði kreppan keðjuverkandi áhrif víða um heim.

15. Þetta eru ársmeðaltöl. Hæsta atvinnuleysi í einstökum mánuði fór yfir 20%.



### *Tékkland (1996-1997): Smitun*

Meðal þeirra landa sem urðu fyrir barðinu á eftirköstum kreppunnar sem hófst í Tælandi árið 1997 var Tékkland. Eins og Tæland bjó Tékkland við mikinn viðskiptahalla, meira en 6% af landsframleiðslu á árunum 1996 og 1997. Hagvöxtur hafði verið nokkuð ör árið 1995, en fór minnkandi. Vöxtur útflutnings minnkaði úr 15% árið 1995 í einungis 2,6% árið 1996, en innflutningur jókst hröðum skrefum vegna mikillar eftirspurnar heimila, um 19% árið 1994 og 27% árið 1996. Árið 1997 jókst þrýstingur á gengi tékknesku krónunnar sem var fellt um rúmlega 10%, en meðallækkun gengis var þó tiltölulega lítil.<sup>16</sup> Raungengi tékknesku krónunnar hækkaði um 30% á tímabilinu 1990-1996. Ekki virðist þó hægt að kenna háu raungengi um það að vöxtur útflutnings hægði á sér árið 1996. Þrátt fyrir gengislækkun árið 1997 lækkaði raungengi ekki nema tímabundið og hélt áfram að hækka árin á eftir. Þrátt fyrir það hefur vöxtur útflutnings verið ör. Helstu eftirköstin urðu að landsframleiðslan dróst saman um 3,5% árið 1997-1999, atvinnuleysi jókst úr tæplega 5% árið 1997 í 9% á síðasta ári og verðbólga jókst í kjölfar gengisfellingarinnar, en hjaðnaði fljótlega aftur. Samdrátturinn sem átti sér stað í Tékklandi var e.t.v. fremur afleiðing fjármagnsflóttu í kjölfar kreppunnar í Asíu, en undirliggjandi ójafnvægis. Viðskiptahallinn gerði Tékkland hinsvegar berskjaldaðra en ella gagnvart þeim vindum sem blésu á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum á árunum 1997 og 1998.

### *Sameiginleg einkenni*

Af þeim dæmum sem rakin hafa verið hér að framan og spanna öll helstu tímabil stórfellds viðskiptahalla á meðal OECD-ríkja sést að ástæður mikils viðskiptahalla geta verið af ýmsum toga. Þau hallaskeið sem urðu á 8. og 9. áratugunum má nær undantekningalaust rekja til annað hvort ytri áfalla, óstjórnar opinberra fjármála eða hvors tveggja. Stundum varð uppsveifla í viðskiptakjörum til þess að magna almenna efnahagsuppsveiflu sem leiddi til raungengishækkunar og viðskiptahalla þegar viðskiptakjarabatinn gekk til baka. Eftirköst þessara hallaskeiða urðu í flestum tilvikum samdráttur og aukið atvinnuleysi, í sumum tilvikum nokkuð langt tímabil stöðunar en ekki djúp efnahagskreppa.

Þau dæmi sem rakin hafa verið frá síðasta áratug virðast hins vegar af nokkuð öðru sauðahúsi. Undanfari þeirra virðist einatt hafa verið mikið innstreymi skammtímafjármagns, samfara almennri efnahagsuppsveiflu og nokkurri hækkun raungengis (þótt erfitt sé að sjá að hún geti verið meginástæða hallans) í kjölfar þess að frelsi til fjármagnshreyfinga var aukið. Fjármagnsinnstreymið átti þátt í því að grafa undan stöðugleika fjármálakerfisins sem varð þess valdandi að eftirköst þessara hallaskeiða urðu mun alvarlegri en hinna fyrri, þrátt fyrir að hagstjórn hafi að mörgu leyti verið til fyrirmyndar. Margir höfðu talið að lítil hætta stafaði af viðskiptahallanum í þessum löndum vegna þess að hann væri eingöngu að rekja til einkageirans. Annað átti eftir að koma á daginn. Í kjölfar kreppunnar í Mexíkó var sú skoðun einnig útbreidd að lítil þjóðhagslegur sparnaður hafi gert Mexíkó viðkvæmara en ella fyrir geðbrigðum hins alþjóðlega fjármagnsmarkaðar.<sup>17</sup> Hátt hlutfall þjóðhagslegs sparnaðar í flestum ríkjum Asíu, sem einnig bjuggu við mikinn viðskiptahalla, var talið skýra hvers vegna þeim hafði reitt betur af. Reynslan átti eftir að leiða í ljós að í því var ekki fólgin fullkomin trygging gegn áföllum.

### *Viðskiptahalli á Íslandi fyrr og nú*

Ef svo fer sem horfir verður hallatímabilið sem nú stendur yfir hér á landi hið mesta frá stofnun lýðveldisins. Miðað við sama mælikvarða og notaður hefur verið hér að framan, þ.e.a.s. uppsafnaðan viðskiptahalla á tímabilum þegar hallinn var umfram 5% af landsframleiðslu í tvö ár samfleytt eða lengur, stendur hallaskeiðið 1997-2000 þó lítið eitt að baki tímabilinu 1945-1947. Uppsafnaður halli fyrra tímabilsins nam 29% af landsframleiðslu, en 23% fram til þessa á því hallaskeiði sem nú stendur yfir. Ef spá Þjóðhagsstofnunar gengur eftir mun uppsafnaður halli árána 1997-2001 hins vegar verða 32%. Halli var einnig meiri en sem nam 5% af landsframleiðslu í tvö ár samfleytt árin 1967-1968 og árin 1974-1975. Samkvæmt þeim mælikvarða sem hér hefur verið notaður til að greina þau tímabil þegar viðskiptahalli hefur verið óvenjumikill telst ofþensluskeiðið 1987-1988 ekki með, því viðskiptahallinn á þeim árum nam aðeins 3½%.

16. Á milli ársmeðaltala lækkaði gengi tékknesku krónunnar aðeins um 3% milli 1996 og 1997 skv. *OECD Economic Outlook*.

17. Sjá t.d. Milesi-Ferretti og Razin (1996).

### Ísland 1945-1947: Eftirköst styrjaldar

Segja má að árin 1946 og 1947 hafi innlend og erlend eftirspurn lagst á eitt um að framkalla mikinn viðskiptahalla. Ofþensla stríðsáranna hafði kynt undir verðbólgu. Fyrir vikið hækkaði raungengi krónunnar um 118% milli árunna 1939 og 1945. Á sama tíma og útflutningur dróst saman um 13% nær tvöfaldaðist fjármunamyndun á tveimur árum og útgjöld hins opinbera voru aukin verulega á árinu 1946. Eftirköstin urðu fjögurra ára samdráttarskeið og er áætlað að landsframleiðsla hafi dregist saman um 7%, sem er dýpsta kreppa sem orðið hefur í íslenskan þjóðarbúskap frá stríðslokum.

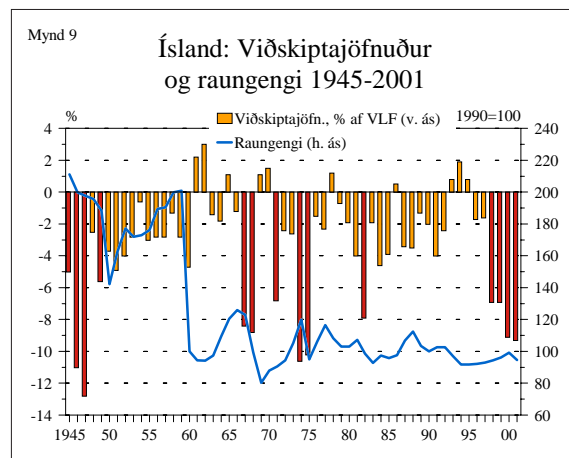
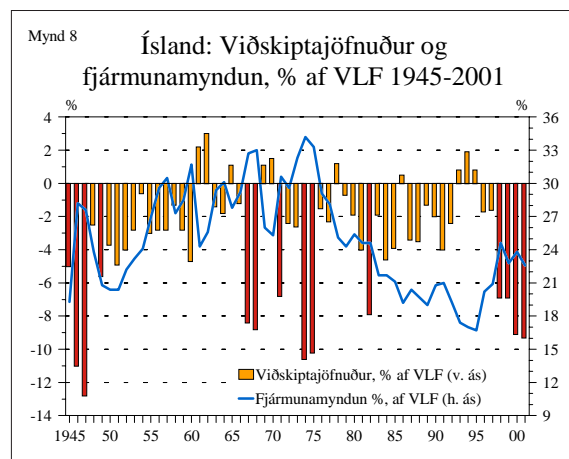
### Ísland 1967-1968: Hrun síldarstofnsins

Árin 1962-1966 voru miklir uppgangstímar. Hagvöxtur nam að meðaltali tæpum 9% á ári og þjóðarútgjöld uxu enn hraðar. Raungengi hækkaði um þriðjung milli árunna 1962 og 1966. Hagstæð þróun viðskiptakjara kom þó í veg fyrir að viðskiptahalli myndaðist fyrir en hrun síldarstofnsins olli samdrætti í útflutningi. Á árunum 1967-1968 dróst útflutningur saman um tæplega fimmting. Fyrir vikið myndaðist viðskiptahalli sem nam 8-9% af landsframleiðslu þessi tvö ár. Í kjölfarið varð harkalegur samdráttur. Landsframleiðsla dróst saman um tæp 7% árin 1967-1968, þjóðarútgjöld um 14% árin 1968-1969 og fjármunamyndun um þriðjung. Gengi krónunnar var fellt tvívegis, árin 1967 og 1968 og lækkaði raungengi í kjölfarið um rúman þriðjung. Gengisfellingin dugði til að rétta af ytri jöfnuð þjóðarþúsins, en verðbólga jókst verulega í kjölfarið.

### Ísland 1974-1975: Fjárfestingarbylgja og versnun viðskiptakjara

Eftir gengisfellingar árunna 1967 og 1968 náði hagvöxtur sér fljótlega á strik og var tæp 8% að meðaltali árin 1970-1974, mest 13% árið 1971. Árið 1972 var landhelgin færð út í 50 mílur og 200 mílur árið 1975. Óvenjumikil fjárfesting var á þessum árum og jókst fjármunamyndun að meðaltali um 16% á ári 1970-1974, mest um 42% árið 1971. Hlutfall fjármunamyndunar var á þessum árum u.þ.b. þriðjungur af landsframleiðslunni og hefur hvorki fyrir né síðar orðið hærra. Innflutningur jókst um 17% á ári þetta sama tímabil. Viðskiptakjarabati um 30% á árunum 1969-1973 hélt viðskiptahallanum í skefjum allt til ársins 1974. Þó var hallinn nokkur og tæp 7% á árinu

1971. Á árunum 1974-1975 versnuðu viðskiptakjör hins vegar verulega, eða um 18%. Á árunum 1969-1974 hafði raungengi krónunnar hækkað um tæp 50%. Viðskiptahallinn varð rúmlega 10% um tveggja ára skeið, auk þess sem hallinn varð tæp 7% árið 1971 þegar vöxtur fjármunamyndunar var sem mestur. Eftirköstin urðu einkum 9% samdráttur þjóðarútgjalda, en með minni innflutningi og auknum útgjöldum hins opinbera var komið í veg fyrir að landsframleiðslan drægist saman og útflutningur tók að aukast hröðum skrefum árið 1976, enda hæg heimatökin í kjölfar útfærslu landhelginnar. Segja má gengi krónunnar hafi nánast farið á flot á þessum tíma, því frá 1974 til ársins 1989 var gengi krónunnar fellt 25 sinnum, auk þess sem genginu var leyft að síga án formlegrar yfirlýsingar á tímabilinu 1975-1978.



## Núverandi hallatímabil í ljósi fortíðarinnar og alþjóðlegs samanburðar

Samanburður við fyrri tímabil gæti varpað ljósi á hvers er að vænta í kjölfar núverandi hallaskeiðs. Ástæða er þó til að setja fyrirvara við slíkan samanburð ekki síður en hvað áhrærir alþjóðlega samanburðinn. Hagvaxtargeta er t.d. að öllum líkindum minni nú í samanburði við fyrri ár, sem gerir það að verkum að þjóðarbúskapurinn þolir verr langvarandi viðskiptahalla. Erlendir raunvextir hafa einnig verið mjög breytilegir á tímabilinu.

Aðstæður eru að auki gjörbreyttar að því leyti að fjármagnshreyfingar eru nú óheftar. Óheftar fjármagnshreyfingar gera það að verkum að auðveldara er að fjármagna stóran viðskiptahalla nú en áður, en jafnframt geta umskiptin orðið þeim mun meiri ef traust markaðsaðila á sjálfbærni viðskiptahalls brestur.

Sem fyrr segir þá stefnir núverandi hallaskeið í það að verða mesta hallaskeið í hálfu öld, þ.e.a.s. ef einungis er litið til tímabila þegar viðskiptahallinn fór yfir 5% af landsframleiðslu í 2 ár samfleytt eða lengur. Að hvaða leyti er núverandi hallaskeið frábrugðið þeim sem fyrr hafa gengið yfir?

- Það fyrsta sem vekur eftirtekt er að ólíkt fyrri hallaskeiðum eiga hvorki viðskiptakjararýrnun né stórfelldur aflabrestur hlut að máli, þótt stöðnun hafi ríkt í sjávarútvegi sl. ár.
- Ólíkt fyrri hallaskeiðum er ekki að sjá að hátt raungengi eigi verulegan þátt í myndun hallans. Miðað við raungengi síðustu tveggja áratuga er það nú nálægt meðalstöðu, töluverður vöxtur er í þeim greinum útflutnings sem ekki sæta framboðstakmörkunum og ekki er að sjá að útflutningsfyrirtæki séu verulega aðþrengd. Samanburður við hin fyrri skeið er þó að því leyti varhugaverður að flest höft á milliríkja viðskiptum hafa verið afnumin, sem kann að hafa haft lækkuð jafnvægisraungengi í för með sér. Eigi að síður er ljóst að mikill munur er á meira en tvöföldun raungengis í aðdraganda hallaskeiðsins 1945-1947, þriðjungs hækkun raungengis 1962-1966 eða 50% hækkun í aðdraganda hallaskeiðsins 1974-1975 annars vegar og 8% hækkun raungengis frá sögulegu lágmarki í aðdraganda núverandi hallaskeiðs, hins vegar.<sup>18</sup> Raunar hækkaði raungengi einnig mun meira, eða 21%, á árunum 1983-1988. Þá varð hallinn þó aðeins 3½%, þrátt fyrir 6½ og 8½% hagvöxt, og tímabilið því ekki

talið með sem tímabil óhóflegs viðskiptahalla hér að framan. Þessi tiltölulega hóflega hækkun kann að stafa af því að viðskiptakjör hafa ekki batnað jafn mikið í aðdraganda þeirrar uppsveiflu sem nú er að renna sitt skeið á enda og í hinum fyrri. Jafnframt er verðbólga nú minni og hækkun raungengis því hægari þegar leitast er við að halda nafngengi stöðugu.

- Þótt deila megi um hvort aðhald hins opinbera hafi verið nægilegt á síðustu árum er staða þess betri en á hinum fyrri hallaskeiðum.

Þau hallaskeið erlendis sem urðu á 8. og 9. áratugnum áttu sér einnig nær undantekningarlaust rætur í viðskiptakjarabreytingum, undangenginni hækkun raungengis eða óstjórn í ríkisfjármálum. Hallaskeið sem urðu á síðasta áratug áttu sér ekki jafn augljósar ástæður. Þau eiga það sameiginlegt með núverandi hallaskeiði hérlendis að koma í kjölfar þess að frelsi til fjármagnshreyfinga var aukið.

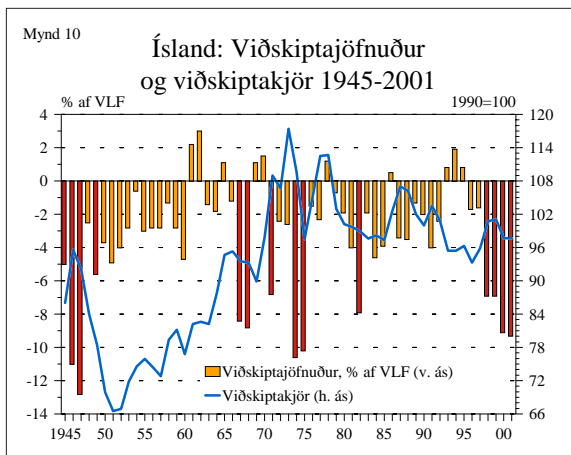
Getur sagan hérlendis sem erlendis sagt okkur eitthvað um það við hverju er að búast í kjölfar tímabils mikils viðskiptahalla? Í flestum tilvikum lauk tímabili mikils viðskiptahalla með samdrætti landsframleiðslu.<sup>19</sup> Oft er þó erfitt að segja hvort samdrátturinn stafaði af nauðsynlegri aðlögun innlendrar eftirspurnar vegna hallans eða óhagstæðari ytri aðstæðum sem voru orsök hans í upphafi. Í flestum tilvikum hafa samdráttarskeiðin verið fremur stutt. Nokkur samdráttarskeið hafa þó varað lengur en eitt ár: Á Íslandi árin 1949-1952 og 1967-1968, Nýja-Sjálandi árin 1988-1991, í Portúgal 1983-1984, Finnlandi 1991-1993, Taílandi 1997-1998 og Tékklandi 1997-1999. Það er e.t.v. ekki uppörvandi fyrir Íslendinga að sumar dýpstu kreppurnar hafa orðið í kjölfar hallatímabila sem líkjast íslenskum aðstæðum mest. Það má rekja til þess að í þeim tilvikum lauk hallaskeiðunum með fjármálakreppu. Í Finnlandi dróst landsframleiðslan saman um 11%, í Mexíkó um 6% og í Tælandi um tæp 12%.

Ólíkt fyrri hallaskeiðum er raungengi krónunnar ekki augljóslega úr takti við undirliggjandi hagþróun og viðskiptakjör eru einnig nálægt meðalstöðu. Í

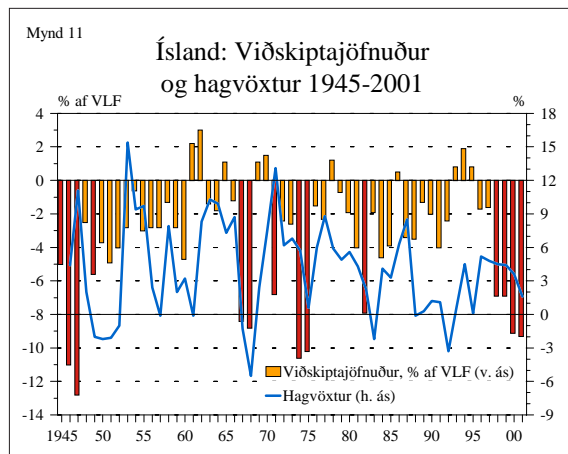
18. Hér er miðað við raungengi á verðlagskvarða, enda ekki annað að hafa í samanburði við hin fyrri tímabil viðskiptahalla. Á mælikvarða launa hefur raungengi hækkað um 18%, enda var raungengi þannig metið enn meira undir meðalstöðu árið 1994.

19. Þótt landsframleiðsla hafi ekki dregist sama eftir hallatímabilið 1974-1975 drógust þjóðarútgjöld saman um 14%.

Þessum einkennum er fólgin bæði styrkleiki og veikleiki. Styrkleikinn felst í því að ekki er þörf á gengislækkun til að rétta stöðu útflutningsatvinnuveganna og koma á ytra jafnvægi. Að hátt raungengi skuli ekki hefta vöxt útflutnings þýðir á hinn bóginn jafnframt að lækkun gengis getur ekki orðið jafn auðveld leið til ytra jafnvægis og oft áður. Bregðist útflutningur dræmt við gengislækkun þarf þeim mun meiri samdrátt innflutnings til að ná fram nægri aðlögun. Í ljósi stöðu viðskiptakjara er ekki mjög líklegt að stór ytri áföll komi af stað kreppu. Þess ber hins vegar að gæta að á hinum fyrri hallaskeiðum höfðu viðskiptakjör þegar veikst eða aflabrestur orðið. Hluti af lækningunni var því fólgin í því að viðskiptakjör bötnuðu á ný eða aflí glæddist. Sé síður von á slíkum bata eykur það kröfuna á aðlögun innlestrar eftirspurnar.



Ósjálfbæran má telja viðskiptahalla sem ekki getur orðið viðvarandi án þess að hafa í för með sér skyndilegan afturkipp eða að gengið sé á framtíðarlífskjör þegnanna. Flest rök hníga að því að viðskiptahallinn undanfarin þrjú ár hafi verið ósjálfbær í þeim skilningi. Draga má þá ályktun af alþjóðlegum og sögulegum hliðstæðum að jafn mikill viðskiptahalli og verið hefur á síðustu árum og fyrirsjáanlegur er á næstu árum geti haft veruleg eftirköst fyrir íslenskan þjóðarbúskap. Þó er hugsanlegt að hallinn sé að vissu leyti ofmetinn, t.d. vegna þess að tekjur af eign þjóðarinnar í erlendum verðbréfasjóðum séu vanmetnar. Einnig hefur komið fram sú hugmynd, eins og gefið er í skyn í skýrslu Hagfræðistofnunar, að afleiðingar hallans mildist vegna þess að sparn-



aður þjóðarinnar muni aukast þegar aldurssamsetning hennar breytist. Ég mun nú reyna að meta hve gildar þessar röksemdir eru.

### Viðskiptahalli og öldrun þjóða

Fram hefur komið sú hugmynd að viðskiptahallinn megi að nokkru leyti skýra með ungum aldri íslensku þjóðarinnar. Hann sé því minna áhyggjuefni en ætla mætti. Hugmyndin er sótt til kenninga um jöfnun neyslu yfir ævi manna (e. *life-cycle hypothesis of savings*). Samkvæmt þessari túlkun kenningarinnar ættu ung lönd að hafa tilhneigingu til að eyða umfram tekjur með tilheyrandi viðskiptahalla en úr því draga sjálfkrafa þegar þjóðir eldast. Sambandið gæti einnig verið á þann hátt að halli á rekstri hins opinbera hjá ungri þjóð leiði til aukins viðskiptahalla. Tölfræðilegt samband þessara stærða hefur þó reynt veikt, auk þess sem hið opinbera hefur verið rekið með afgangi síðustu árin. Hugmyndin er áhugaverð, en mér virðist hún lítið erindi eiga inn í umræðu um viðskiptahalla síðustu ára af þeirri einföldu ástæðu að slík jöfnun neyslu milli kynslóða hlýtur að vera ákaflega hægfara þróun. Á Íslandi hefur viðskiptajöfnuðurinn hins vegar sveiflast frá afgangi yfir í halla sem nemur næstum 10% af landsframleiðslu á örfáum árum. Slíkar sveiflur hafa ekkert með aldur þjóða að gera heldur eru þær merki um sveiflur í þjóðarbúskapnum. Að auki hefur ekki verið sýnt fram á að aldurssamsetning íslensku þjóðarinnar sé svo frábrugðin annarra þjóða að líklegt sé að það skýri litla sparnaðarhneigð og tilhneigingu til viðskiptahalla. Þvert á móti bendir ör uppbygging lífeyrissparnaðar, m.a. í formi fjárfestingar erlendis, til þess að fremur

ætti að vera afgangur á viðskiptajöfnuði.<sup>20</sup> Þörf landa til útflutnings eða innflutnings fjármagns hefur sennilega meira með þróunarstig þeirra að gera en aldur íbúanna, þótt ekki sé það einhlítt heldur (sbr. Kína). Hvað sem því líður er kjarni málsins sá að tæpast er þörf á slíkum kenningum til að skýra viðskiptahallann.

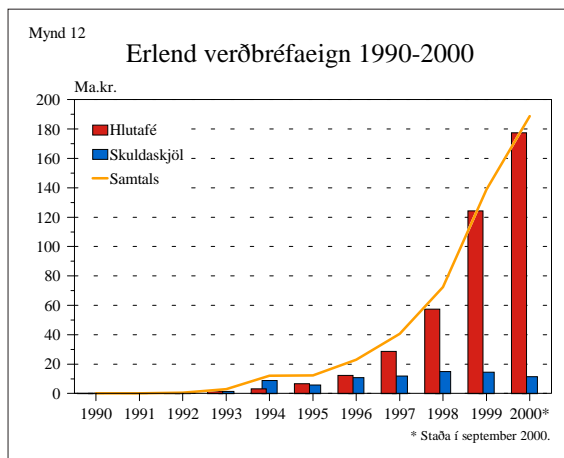
### *Bjargar nýbúskapur mállum?*

Sú skoðun hefur einnig heyrst að ör vöxtur nýbúskapar hérlendis bæði skýri hluta viðskiptahallans og geri það að verkum að hann sé ekki áhyggjuefni fremur en viðskiptahalli Bandaríkjanna. Til dæmis hefur verið bent á að starfsemi Íslenskrar erfðagreiningar og margra hugbúnaðarfyrirtækja mælist aðallega í auknum viðskiptahalla, án þess að fjárfesting þeirra í þekkingu komi fram í mældri fjármunamyndun. Þessi starfsemi er oft þess eðlis að langur tími líður frá því að fjárfest er í þekkingu þar til markaðshæf afurð lítur dagsins ljós. Í ljósi þess að gögn um þessa starfsemi eru af skornum skammti og að eðli málsins samkvæmt ríkir mikil óvissa um það hvort þessum fyrirtækjum muni takast ætlunarverk sitt hvílir þessi staðhæfing á fáu öðru en trúnni einni. Líklega er þó a.m.k. sannleikskorn í þessu. Það sem vitað er með vissu vegur hins vegar ekki þungt. Útflutningur hátæknaiafurða er vissulega í vexti, en er samt sem áður léttvægur í heildarútflutningi. Árið 1999 var útflutningur hátæknaiafurða rúmlega 3% útflutningsins eða tæplega 1% landsframleiðslunnar. Því þarf afar hraðan vöxt ef útflutningur hugbúnaðar, erfðaþekkingar o.fl. á að loka 9% viðskiptahalla sem myndast hefur á síðustu árum. Loks er rétt að benda á að vöxtur nýbúskapar getur tæpast verið skýring á viðskiptahallanum nema vöxtur nýbúskapar á Íslandi sé meiri en í viðskiptalöndunum, því ekki geta öll lönd rekið viðskiptahalla samtímis. Ástæða er því til að efast um slíkar skýringar þar til haldbærar upplýsingar liggja fyrir.

### *Mun eignamyndun í útlöndum hjálpa upp á sakirnar?*

Að undanfögnu hefur verið uppi nokkurt álitamál um

það hvernig gera skuli grein fyrir tekjum af erlendra verðbréfaeign þjóðarinnar í uppgjöri þáttatekna. Vandinn snýr einkum að fjárfestingu í hlutabréfum sem að miklu leyti fer fram í gegnum erlenda hlutabréfasjóði. Þessir sjóðir greiða yfirleitt ekki út arð, heldur nýta hann til frekari fjárfestingar. Einungis sá arður sem greiddur er út kemur fram sem þáttatekjur frá útlöndum í uppgjöri greiðslujafnaðar.<sup>21</sup> Í árslok 1999 átti íslenska þjóðin hlutafé í útlöndum að verðmæti u.þ.b. 124 ma.kr. Í september sl. var þessi eign komin upp í 177 ma.kr. Lauslega áætlað var ávöxtun þessarar eignar árið 1999 tæpir 15 ma.kr, eða u.þ.b. 2,4% landsframleiðslu ársins 1999.



Mikil óskhyggja væri hins vegar að reikna með slíkri ávöxtun um alla framtíð. Stór hluti ávöxtunar ársins 1999 er til kominn vegna gengishækkunar hlutabréfa, en algengar vísbendingar svo sem V/H hlutföll benda til þess að verðlagning hlutabréfa hafi þá verið orðin óraunsæ með tilliti til sögulegrar meðalstöðu. Sé litið yfir u.þ.b. 3ja áratuga tímabil virðist sagan gefa fyrirheit um raunávöxtun af hlutabréfaeign sem er á bilinu 4-6%, en minni ef litið er yfir enn lengri tímabil.<sup>22</sup> Því virðist varahugavert að gera til lengri tíma ráð fyrir meira en u.þ.b. helmingi þeirrar ávöxtunar sem reiknuð hefur verið árið 1999. Ef tekið væri tillit til slíkrar ávöxtunar myndi hlutfall

20. Um hagkvæmasta sparnaðarstig þjóða og áhrif sparnaðar á viðskiptahalla, sjá Besanger, S., R. S. Guest og Ian McDonald, „Demographic Change in Asia: The Impact on National Saving, Investment and the Current Account“, *IMF Working Paper*, WP/00/115.

21. Reyndar var á tímabili gerð tilraun til að leggja mat á þennan arð í uppgjörum Seðlabankans, en frá því var horfið þar sem aðferðarfræðin var ekki talin í samræmi við alþjóðlega staðla.

22. Sjá Marías Halldór Gestsson, „Langtímaávöxtun fjármagns“, óbirt handrit, Seðlabanki Íslands 1996.

viðskiptahallans af landsframleiðslu lækka um rúmlega 1%. Þetta er að vísu marktækur munur, en breytir þó vart miklu um það hvort viðskiptahalli síðustu ára telst ósjálfbær eða ekki. Auk þess er vert að hafa í huga að hvorki 4% raunávöxtun né önnurávöxtun hlutabréfa er föst í hendi. Þótt hlutabréf hafi, sé horft um öxl, gefið heldur meiriávöxtun til langs tíma litið hafa einnig komið löng tímabil neikvæðrarávöxtunar, eins og verðfall hlutabréfa á síðasta ári er okkur áminning um. Því er fjarri sanni að í þessum tekjum sé fólgin slík trygging að minni ástæða sé til að hafa áhyggjur af viðskiptahallanum en ella.

Annað og skylt sjónarmið sem komið hefur fram í umræðunni um viðskiptahallann er að skuldasöfnun erlendis ætti ekki að vera áhyggjuefni vegna þess að á móti þessum skuldum komi umtalsverðar eignir. Að baki býr þá væntanlega sú hugsun að hægt sé að selja eignirnar til þess að greiða upp skuldirnar. Í fyrsta lagi er sá hængur á þessari röksemdafærslu að ólíkt því sem við á um fyrirtæki, einstaklinga eða hið opinbera, eru skuldir og eignir þjóðarbúsins ekki endilega á sömu hendi. Stór hluti eignanna er t.d. í eigu lífeyrissjóða sem eru að dreifa áhættu með því að byggja upp eignastöðu erlendis. Gjaldmiðlaáhætta þeirra sem skulda í erlendri mynt er því söm eftir sem áður þótt lífeyrissjóðir o.fl. hafi safnað umtalsverðum eignum.

Í öðru lagi má draga þá ályktun að þessi staða feli í raun í sér meiri áhættu fyrir þjóðarþúið í heild en ef einungis væri um skuldaaukningu að ræða. Viðskiptahalli felur að jafnaði í sér að hrein staða þjóðarbúsins versnar, hvort sem eignamyndun á sér stað eða ekki.<sup>23</sup> Að sumir aðilar þjóðarbúsins séu að safna skuldum á meðan aðrir byggja upp eignir erlendis þýðir að brúttó-innstreymi fjármagns þarf að vera þeim mun meira, því burtséð frá skekkjum og vantöldu felur tiltekinn viðskiptahalli ávallt í sér nettó-innstreymi fjármagns af sömu stærð. Með öðrum orðum, stærri hluti þjóðarbúskaparins verður viðkvæmur gagnvart gjaldmiðlaáhættu en ef einungis þarf að fjármagna viðskiptahallann. Ef það viðbótarfjármagnsinnstreymi sem fjármagnar erlenda eignamyndun (auk viðskiptahallans) er bein erlend fjárfesting er áhættan sennilega fremur lítil.<sup>24</sup> En sé um

23. Ef hallinn er ekki stór getur hlutfall hreinnar stöðu og landsframleiðslu þó haldist stöðugt. Auðvitað er ekki loku fyrir það skotið að við sérstakar aðstæður getiávöxtun á eignahlíð verði meiri en á skuldahlíð (eins og tilfellið var árið 1999), en engin ástæða er til að ætla að þar munu skeika miklu yfir lengri tímabil.

lánsfjármagn að ræða, eins og verið hefur síðustu árin hérlendis, er viðþúið að því fylgi aukin gjaldeyrisáhætta fyrir stóran hluta þjóðarbúskaparins og fjármálakerfið sérstaklega. Töluverð vaxtaáhætta er einnig fólgin í samsetningu eigna og skulda íslenska þjóðarbúsins. Þar sem eignir eru að stórum hluta í formi hlutabréfa, sem hafa tilhneigingu til að lækka í verði þegar vextir hækka, en skuldir í formi lána leiðir hækku erlendra vaxta til þess að verðgildi erlendra eignar lækkar á sama tíma og greiðslubyrði vegna skulda þyngist.

Erlend eignamyndun gæti þó komið krónunni til bjargar við vissar aðstæður. Lækki gengi krónunnar verulega, og þá helst umfram það sem markaðsaðilar telja jafnvægisstöðu hennar til lengri tíma litið, hefði það í för með sér að hlutfall erlendra eigna í eignum innlendra aðila ykist. Þeir hefðu því af þeirri ástæðu og vegna væntinga um umtalsverðan gengishagnað ríkan hvata til að selja erlendar eignir og fjárfesta í innlendum verðbréfum, sem myndi styrkja krónuna.

### Samantekt og niðurlag

Það sem fram hefur komið í þessari samantekt má nú draga saman með eftirfarandi hætti:

- Hrein staða þjóðarbúsins mun halda áfram að versna svo langt sem séð verður nema útflutningur vaxi töluvert hraðar eða innflutningur hægjar en í langtímaspá Þjóðhagsstofnunar. Hugsanlega þarf samdrátt innlendra eftirspurnar til að rétta kúrsinn.
- Aðdragandi núverandi hallaskeiðs er ólíkur fyrri hallaskeiðum hérlendis og erlendis, en svipar til hallaskeiða erlendis á síðasta áratug.
- Flest fyrri tímabil mikils viðskiptahalla, hérlendis og erlendis, hafa endað með samdrætti – mestum þar sem aðstæður eru líkastar okkar.
- Við núverandi aðstæður í þjóðarbúskapnum þarf e.t.v. meiri aðlögun eftirspurnar en oft áður til þess að ná ytra jafnvægi.

24. Ekki eru allir sammála um að viðskiptahalli sem myndast sem andhverfa beinnar erlendra fjárfestingar sé áhættulaus. Calvo (1998a) heldur því fram að gjaldeyriskreppa sé möguleg þótt viðskiptahallinn sé að fullu fjármagnaður með beinni fjárfestingu ef bein fjárfesting felst í yfirtöku á fyrirtæki (ekki nýfjárfesting) og fyrri eigendur verja andvirði sölnnar til innlendra eftirspurnar. Sjá Calvo, Guillermo A., „Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops“, *Journal of Applied Economics*, 1. bindi, nr. 1, nóvember 1998.

- Fátt bendir til þess að viðskiptahallinn nú sé stórlega ofmetinn eða hættuminni en áður.

Um fjöllun um viðskiptahallann virðist hætta til að sveiflast á milli öfgakenndra sjónarmiða. Sums staðar, einkum á árum áður, kann að hafa gætt merkantílskra sjónarmiða sem hætti til að sjá ofsjónum yfir lítilfjörlegasta viðskiptahalla, sama hvernig hann var til kominn. Saga Ástralíu ætti að sýna að slíkur ótti er oftast ástæðulaus. Nýlega hefur hins vegar gætt nokkurs andvaraleysis gagnvart viðskiptahalla sem er margfalt meiri en halli sem áður hefði verið talinn leiða til alvarlegra efnahagslegra þrenginga. Þetta andvaraleysi má e.t.v. rekja að hluta til hugmynda um að svokallaður nýbúskapur muni gera íslenska þjóðarbúskapnum kleift að vaxa útúr vandanum. Einnig hefur það sjónarmið heyrst að vegna þess að rekstur hins opinbera sé með miklum blóma og hallann megi að fullu rekja til athafnagleði einkaaðila sé fátt að óttast. En hið sama mátti einnig segja um Finnland, Mexíkó og flest þeirra ríkja í Asíu þar sem tímabili óhóflegs viðskiptahalla lauk í alvarlegri gjaldeyris- og fjármálakreppu. Ekki svo að skilja að þessi lönd hafi lent í kreppu beinlínis vegna viðskiptahallans. Hefði traust fjárfesta og lánardrottna ekki gufað upp er ekki loku fyrir það skotið að tilhlýðilegt jafnvægi hefði komist á fyrir tilstilli hægara aðlögunar fremur en skyndilegrar kreppu.

Ástæða þess að traust fjárfesta og lánardrottna á framtíð hagvaxtar í Asíu og víðar þvarr var að óhóflega hröðum vexti fylgdi vaxandi tilhneiging til æ áhættu-meiri fjárfestingar. Þessi áhætta var dulin svo lengi sem hagvöxtur var mikill og allir voru samtaka í bjartsýnni. Vænt arðsemi hveirrar framkvæmdar er hins vegar ekki óháð arðsemi allra annarra framkvæmda og væntingar markaðsaðila eru innbyrðis háðar. Hjarðhegðun á markaði getur því verið fyllilega rökleg og skynsamleg. Því fremur á þetta við þegar um er að ræða markaði eins og fjármálamarkaðinn, þar sem upplýsingar eru í besta falli ófullkomnar en í versta falli afar misskipt milli kaupanda og seljanda þjónustunnar. Slíkar aðstæður skapa grundvöll fyrir fjöljafnvægisástand, sem felur í sér að þjóðarbúskapurinn getur auðveldlega færst úr einu jafnvægi í annað eftir því hvernig væntingar á markaði breytast. Á síðustu árum hefur komið fram mikill fjöldi fræðilegra ritgerða þar sem sett eru fram gjaldeyriskreppulíkön á þessum nótum – svokölluð þriðjukynslóðarlíkön.<sup>25</sup>

Eins og sýnt var fram á hér að framan geta fremur smávægilegar breytingar á forsendum um hagvöxt, vöxt utanríkisviðskipta og erlenda vexti auðveldlega skipt sköpum um mat á því hvort viðskiptahalli stefnir í óefni eður ei. Í dæminu hér að framan voru landsmenn í þeirri öfundsverðu stöðu að ekkert fékk hagg að þeirra óbilandi trú á hagvöxtinn né lánardrottinna á greiðslugetu þeirra. Í raunveruleikanum getur sjálfbær staða orðið ósjálfbær einungis vegna þess að væntingar markaðsaðila um það breytast.<sup>26</sup> Eftir því sem viðskiptahallinn er meiri og því nær sem hann er þeim mörkum þar sem markaðurinn við einhverjar aðstæður kynni að telja ósjálfbær, því berskjaldaðra er viðkomandi land fyrir skyndilegri breytingu á væntingum markaðsaðila. Á móti kemur að raunverulegt hagkerfi, ólíkt þjóðarbúskapnum í dæminu hér að framan, býr yfir eiginleikum sem getur knúið á um aðlögun áður en í jafn miklið óefni er komið hvað áhrærir skuldabyrði framtíðarkynslóða.

Fjármálakerfi og gjaldmiðlar eru í eðli sínu ógreiðsluhæf (e. *illiquid*) fyrirbæri. Taki einstaklingar sem eiga eignir bundnar í fjármálakerfinu eða tilteknum gjaldmiðli að efast um öryggi eigna sinna munu þeir vilja leysa þessar eignir til sín. Ef nægilega margir missa trúna á sama tíma eiga hvorki fjármálastofnanir laust fé né lönd gjaldeyrisforða til að verða við óskum allra samtímis. Land sem kys að hafa sjálfstæðan gjaldmiðil og jafnframt að aflétta öllum hömlum á flæði fjármagns til og frá landinu á því allt undir því að traust markaðsaðila á gjaldmiðlinum og fjármálakerfinu haldist. Efnahagsstefnan þarf því að miðast að því að viðhalda nægilegum efnahagslegum stöðugleika til þess að traust markaðsaðila á stöðugleika gjaldmiðilsins haldist. Langvarandi ósjálfbær viðskiptahalli grefur undan því trausti.

25. Sem sýnishorn vaxandi fjölda ritgerða má nefna eftirfarandi: Jeanne, Olivier (1999), „Currency Crises: A Perspective on Recent Theoretical Developments, Discussion Paper nr. 2170, júní, Center for Economic Policy Research. Obstfeld, M. (1994), „The Logic of Currency Crises“, *Cashier Economiques et Monétaires*, Banque de France, 43. Calvo, G.A. (1998b) „Balance of Payment Crises in Emerging Markets: Large Capital Inflows and Sovereign Governments“, af ráðstefnu NBER um gjaldeyriskreppur, í Cambridge Mass., febrúar. Burnside, C. M. Eichenbaum og S. Rebelo (2000) „On the Fundamentals of Self-Fulfilling Speculative Attacks“, *NBER Working Paper* No. 7554.

26. Calvo (1998a) sýnir t.d. fram á að breytingar á markaðsvæntingum geti leitt til sjálfmögunnar þeirra (e. *self-fulfilling expectations*) jafnvel þótt gjaldhæfni sé ekki teft í tvísýnu.

PADRAIG McGOWAN<sup>1</sup>

## Írland:

### Reynslan af Evrópska myntsamstarfinu

*Herrar mínir og frúr, mig langar til að byrja á því að þakka fyrir að hafa verið boðið að tala hér í dag. Það er mér mikil ánægja að fá þetta tækifæri til þess að ræða um hvernig gengið hefur í írskum efnahagsmálum að undanförmu og einnig um þau verkefni sem blasa við Írlandi í tengslum við þátttöku þess í Efnahags- og myntbandalagi Evrópu (EMU).*

#### Gengi hagkerfisins eftir 1994

Á nýliðnum árum hefur verið ágætur gangur í írsku efnahagslífi og gildir einu hvort miðað er við sögulega eða alþjóðlega mælikvarða. Frá árinu 1994 hefur hagvöxtur að meðaltali verið um 8% á ári. Þessu má lýsa á annan hátt: Í árslok 2000 verður framleiðslan um 70% meiri að raunvirði en hún var í upphafi þessa mikla hagvaxtarskeiðs sem nú stendur yfir. Til samanburðar má geta þess að meðalhagvöxtur á Írlandi var um 3,5% á ári á tímabilinu 1960 til 1993.

Hin góðu efnahagslegu skilyrði nýliðinna ára hafa stuðlað að því að lífskjör hafa batnað umtalsvert – mælt í vergri landsframleiðslu á mann – í samanburði við meðaltalið í Evrópusambandinu. Á Írlandi er verg þjóðarframleiðsla á mann – um 85% af vergri landsframleiðslu á mann – hins vegar betri mælikvarði á lífskjör innanlands heldur en verg landsframleiðsla á mann, vegna þess að stór hluti af hagnaði fjölbjódlegra fyrirtækja rennur úr landinu og til heimalands eigendanna, en á Írlandi hafa umsvif slíkra fyrirtækja vaxið talsvert á undanförmum árum. Ef mælt er með þessum mælikvarða eru tekjur á

mannsbarn enn nokkru lægri á Írlandi en meðaltekjur á mannsbarn í Evrópusambandinu, þó að þær hafi farið vaxandi. Auk þess er fjármagnsstofn á mannsbarn á Írlandi nokkru minni en fjármagnsstofn á mannsbarn í Evrópusambandinu.

Þessi mikli vöxtur hefur gefið mikið af sér á vinnumarkaði – sem jafnan hefur verið Akkillesarhæll Írlands. Um margra ára skeið var vinnumarkaður á Írlandi býsna líflaus. Margir þeirra sem fjalla um efnahagsmál á Írlandi lýstu ástandi efnahagsmála með orðunum „hagvöxtur án fjölgunar starfa“. Atvinnustig fór í rauninni lækkanði á níunda áratugnum. Eftir 1994 hefur atvinna hins vegar aukist um 4¾% á ári samhliða hinum mikla hagvexti. Í heildina tekið er atvinnustig núna næstum 40% hærra en það var árið 1994. Þessi mikla hækkun atvinnustigsins stafar af því að atvinnulausir hafa fengið vinnu auk þess sem vinnuafli, eða fjöldi einstaklinga á vinnumarkaði, hefur aukist. Hið síðarnefnda endurspeglar fjölgun manna á vinnualdri, aukna atvinnuþátttöku og að aðfluttir hafa verið fleiri en brottfluttir. Þetta hefur leitt til þess að atvinnuþátttaka þeirra sem eru virkir á vinnumarkaði hefur aukist um fjórðung á tímabilinu frá 1994 og fram á þetta ár.

Atvinnuleysi er komið niður fyrir 4% og þó að erfitt sé að meta það nákvæmlega, er orðið ljóst að hagkerfið gengur nú við fulla atvinnu eða mjög nálægt því. Í hagkerfi sem hefur langa sögu af vanda-

1. Höfundur er varabankastjóri Seðlabanka Írlands. Hér birtist erindi sem hann hélt í Seðlabanka Íslands 7. desember 2000, í íslenski þýðingu Þorbergs Þórrssonar.



Tafla 1 Vísendingar um efnahagsþróun undanfarin ár<sup>a</sup>

%	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 <sup>c</sup>
Verg þjóðarframleiðsla .....	6,3	8,2	7,4	9,3	7,8	7,8	8½
Verg þjóðarframleiðsla á mannsbarn .....	6,0	7,7	6,6	8,3	6,6	6,7	7¼
Atvinna <sup>b</sup> .....	3,2	5,0	3,6	3,9	6,8	6,3	4¾
Atvinnuleysi <sup>b</sup> .....	14,7	12,2	11,9	10,3	7,8	5,6	4½
Verðbólga á mælikvarða neysluverðs .....	2,4	2,5	1,6	1,5	2,4	1,6	5½
Útflutningur/VLF .....	78,8	86,3	87,6	90,7	98,9	102,4	107,0
Afkoma hins opinbera .....	-2,0	-2,2	-0,2	0,7	2,1	1,9	3,7
Tekjur hins opinbera/VLF .....	40,1	37,4	37,8	36,9	36,0	36,2	35,2
Útgjöld hins opinbera/VLF .....	42,1	39,7	38,0	36,2	33,9	34,3	31,5

(a) Tölur sýna hlutfallslegan vöxt, að undanskildum tölum yfir atvinnuleysi og afkomu hins opinbera (sem er tilgreind í % af vergri landsframleiðslu).

(b) Miðað við aprílmánuð á hverju ári, nema árin 1999 og 2000 en fyrir þau ár eru gefin meðaltöl fyrir árið allt, byggð á ársfjórðungstölum.

(c) Spá Seðlabanka Írlands.

málum sem tengjast atvinnuleysi, hlýtur sú staðreynd að náðst hefur nánast full atvinna að vera afar uppörvandi einkenni efnahagsþróunar nýliðinna ára. Með mikilli og stöðugri eftirspurn eftir vinnuafli hefur stig langtímaatvinnuleysis, þ.e.a.s. atvinnuleysis sem varir í eitt ár eða lengur, fallið mjög frá árinu 1997, niður í 1,4% nú. Flutningur fólks úr landi vegna bágborins atvinnuástands – sem svo lengi hefur verið táknmynd hins ömurlega efnahagsástands á Írlandi – hefur stöðvast og um nokkurra ára skeið hefur fleira fólk flutt til Írlands en frá því. Frá árinu 1994 hefur fólksfjöldinn vaxið um nálægt 1% á ári, og má rekja 2/5 hluta þeirrar aukningar til hreins aðflutnings fólks, bæði áður brottfluttra sem snúið hafa aftur heim og annarra.

Sú umbylting hagkerfisins sem hefur leitt af sér aukna efnahagsstarfsemi hefur einnig leitt af sér gagnger umskipti í opinberum fjármálum. Frá árinu 1997 hefur opinberi geirinn skilað afgangi og í ár er búist við að afgangur á rekstri hins opinbera verði 3,7% af vergri landsframleiðslu. Bætt staða í ríkisfjármálum og aukning framleiðslunnar hefur leitt til þess að hlutfall skulda af vergri landsframleiðslu hefur fallið niður í kringum 41,5% í ár, sem er eitt hið lágsta sem þekktist í Evrópusambandinu. Framleiðsluaukning undanfarinna ára ásamt tiltölulega lágum nafnvöxtum á alþjóðlegan mælikvarða hafa leitt til þess að skuldabyrðin hefur minnkað talsvert.

Þessi hagstaða þróun hefur haft margvísleg áhrif sem sum hver eru alveg ný fyrir okkur. Verðbólguhraði hefur talsvert aukist, þrýstingur á vinnumarkaði

fer vaxandi og ýmsar eignir hafa hækkað talsvert í verði nú um nokkurra ára skeið. Mikil aukning útlána hjá bönkum hefur fylgt þessu og samhliða því hafa skuldir í einkageiranum aukist. Auk þess hefur myndast mikill halli á rekstri innviða samfélagsins en það hefur ekki aðeins áhrif á hagþróunina heldur einnig á lífsgæði á Írlandi. Þátttaka Írlands í Efnahags- og myntbandalagi Evrópu þýðir að ekki er unnt að beita peningamálastefnu til þess að fást við þessa þróun. Ég mun fjalla meira um þessi málefni síðar.

## Reynsla af þátttöku í Evrópusambandinu

### Breytt gerð hagkerfisins

Tiltölulega góður gangur var í írsku efnahagslífi í um það bil tvo áratugi frá því seint á sjötta áratugnum og langt fram á þann áttunda. Þetta gerðist í kjölfar þess að tekin var upp opnari stefna gagnvart útlöndum en áður. Við þetta hlaut hagkerfið að breytast og hnignun sumra fyrirtækja og atvinnugreina var óumflýjanleg. Þetta átti við um fyrirtæki og atvinnugreinar sem höfðu þróast bak við tollamúra sem gátu verið býsna háir. Aðild að Efnahagsbandalagi Evrópu (EBE) árið 1973 var mikils háttar skref í þessa átt. Samt var ljóst, að teknu tilliti til ástands mála á Írlandi árið 1973, að aukið frelsi í viðskiptum sem aðildinni fylgdi hlyti að valda meiri háttar breytingum á viðskiptatengslum írsku hagkerfisins og gerð þess. Á Írlandi var tiltölulega stór landbúnaðargeiri áður en landið gerðist aðili að Efnahagsbandalaginu og sá geiri var mjög háður hinum nálæga markaði í Stóra-Bretlandi.

Tafla 2 Verg landsframleiðsla eftir geirum

%	1970	1980	1990	1999
Landbúnaður .....	17	12	9	4
Iðnaður .....	36	37	35	38
Þjónusta .....	47	51	56	58

Heimildir: National Income and Expenditure (ýmis hefti), Central Statistics Office.

Tafla 3 Umbylting í iðnaðargeira

% af heild	1983		1990		1998	
	Írland	Útlönd	Írland	Útlönd	Írland	Útlönd
Framleiðsla .....	41	59	32	68	18	82
Atvinna .....	61	39	55	45	53	47

Heimildir: Census of Industrial Production, ýmis hefti.

Iðnaður var mestmegnis smár í sniðum og enn stóð yfir bæði aðlögun hans að lækkun tollamára og aukinni samkeppni, og einnig að því að sjónarmið höfðu breyst og ríkari áhersla var lögð á útflutning. Í þessu umhverfi var framleiðni tiltölulega lítil og lífskjör tiltölulega slök.

Á þeim rúmu þrjátíu árum sem liðin eru síðan landið gekk í Evrópusambandið hefur iðnaðargeirinn breyst í grundvallaratriðum. Mikilvægi hefðbundnu atvinnugreinanna – sem gjarnan byggðust á tiltölulega lítt þjálfuðu vinnuafli sem vann úr staðbundnum aðföngum – er tiltölulega minna en áður var og í þeirra stað hafa komið fyrirtæki, sem að miklu leyti eru í eigu útlendinga, í hátæknigreinum á borð við framleiðslu á tölvuvélbúnaði, kemískum efnum, hugbúnaði og lækningatækjum. Nú verða um þrjár fjórðu hlutar framleiðslunnar til í þessum nýju undirgreinum og næstum tveir fimmtu hlutar af vinnuafli í iðn-

Tafla 4 Skipting útflutnings eftir áfangastöðum

%	1970	1980	1990	1999
Stóra-Bretland .....	66	43	34	22
Önnur Evrópusambandslönd <sup>a</sup> .....	9	32	41	43
Önnur lönd (þ.á m. Bandaríkin)	25	25	25	35

(a) Aðildarlönd að Efnahagsbandalagi Evrópu/Evrópubandalaginu/Evrópusambandinu á viðkomandi árum.

Heimild: Central Statistics Office.

aði vinnur í þeim. Þessum kerfisbreytingum í hagkerfinu hefur einnig fylgt talsverð breyting á áfangastöðum útflutningsins, aðallega þannig að útflutningur hefur minnkað til Stóra-Bretlands en aukist til annarra Evrópusambandslanda.

### Bein erlend fjárfesting

Ýmsir þættir liggja til grundvallar þessari umbyltingu iðnaðarins. Í fyrsta lagi hefur reglugerðarumhverfi sem varðar stofnun og rekstur fyrirtækja á Írlandi verið tiltölulega þægilegt. Í öðru lagi hefur verið lögð áhersla á hraða nútímavæðingu innviða fjarskiptakerfisins í landinu. Loks hefur verið fylgt árangursríkri atvinnustefnu sem gengið hefur út á að hvetja útlendinga til beinnar fjárfestingar í landinu. Þetta er mikilvægasti þátturinn. Ýmsar leiðir hafa verið farnar til að laða erlend fyrirtæki til Írlands. Þar á meðal má nefna lága skatta á fyrirtæki, aukna menntun og tæknikunnáttu vinnuafslins, tiltölulega lágan kostnað í landinu og tækifærið til að nota Írland sem inngang að hinum gríðarstóra Evrópusambandsmarkaði.

Fram til þessa hefur bein fjárfesting útlendinga venjulega verið í líki „frumfjárfestingar“ (e. „greenfield investment“) jafnt sem stækkunar á þeim verksmiðjum sem fyrir eru. Þetta hefur haft meiri bein áhrif á framleiðslu og atvinnustig en verið hefði ef fjárfestingin hefði falist í sameiningu fyrirtækja og yfirtöku. Auk þess hefur bein fjárfesting útlendinga hjálpað til við að flytja tækni, kunnáttu og nútímallega stjórnunarhætti með tiltölulega auðveldum hætti inn í írskt efnahagslíf. Hátæknigeirarnir hafa blásið nýju lífi í atvinnulífið og hafa gefið af sér mikinn fjölda nýrra fyrirtækja sem stofnuð hafa verið af fyrrverandi starfsmönnum þessara erlendu fyrirtækja. Ef til vill er hugbúnaðargeirinn besta dæmið um þetta. Einnig er rétt að geta þess að þó að töluvert hafi blásið um fyrirtæki í eigu innlendra aðila í þessu nýja fríverslunarumhverfi hefur orðið róttæk nútímavæðing á stórum hluta iðnfyrirtækja í eigu innlendra aðila og rekstri þeirra verið hagrætt.

Bandaríkjamenn standa fyrir umtalsverðum hluta beinnar erlendra fjárfestingar á Írlandi: Árið 1998 áttu Bandaríkjamenn 41% allra iðnfyrirtækja á Írlandi sem voru í eigu erlendra aðila. Á árunum 1994 til 1998 nam árlegt innstreymi beinnar fjárfestingar Bandaríkjamanna í iðnaði um það bil 1,5% af vergri landsframleiðslu á Írlandi. Reyndar rennur stór hluti

Tafla 5 Hlutdeild Írlands í beinni erlendri fjárfestingu Bandaríkjamanna í Evrópusambandinu

%	1994	1995	1996	1997	1998
Iðnaður .....	8,4	2,9	10,9	15,0	7,0
<i>þar af:</i>					
Efnaiðnaður .....	6,9	2,4	13,0	17,3	15,4
Rafmagns- og rafeindaiðnaður .....	7,6	5,4	18,0	33,2	39,2

Heimild: Viðskiptaráðuneyti Bandaríkjanna.

af allri beinni fjárfestingu Bandaríkjamanna erlendis til Írlands. Til dæmis runnu um 7% beinnar fjárfestingar bandarískra aðila í iðngreinum í Evrópusambandsríkjum árið 1998 til Írlands, en þetta er ekki lítið hlutfall þegar litið er til þess að landið hefur í kringum 1% af vergri landsframleiðslu í Evrópusambandinu í heild.

Sú velgengi sem ýmis útlend fjölþjóðafyrirtæki hafa notið hefur hvatt aðra aðila til þess að stofna framleiðslustöðvar á Írlandi. Afleiðing þess er sú að myndast hefur samsöfnunarhagkvæmni: velgengi hefur getið af sér velgengi. Á allra síðustu árum hefur iðnaðargeirinn notið góðs af því að vera „óháður fjarlægð“ sem kallað er – flutningskostnaður sem hlutfall af verðmæti framleiðslunnar hefur lækkað verulega fyrir hátæknivörur á borð við hugbúnað og efnavörur. Þetta hefur dregið talsvert úr þeim vanda sem mætt hefur Írlandi vegna stöðu þess á jaðri markaðarins.

Sú stefna að setja markið á beina fjárfestingu útlendinga í hátæknifyrirtækjum hefur haft margvíslegar afleiðingar. Í fyrsta lagi hefur myndast skörp tvískipting innan iðnaðargeirans milli hins hefðbundna geira, sem framleiðir aðallega fyrir markað innanlands og á Stóra-Bretlandi og hins líflega tæknigeira sem framleiðir aðallega fyrir önnur Evrópusambandsríki og fyrir Bandaríkin. Einkenni hins hefðbundna geira er að þar bætist lítið vinnsluvirði við í framleiðslunni, en einkenni tæknigeirans er að þar er þessu öfugt farið. Þessi tvískipting er berynilegust í gögnum um framleiðni, en þar er framleiðni í hátæknigeiranum metin fimm sinnum meiri en í hinum hefðbundna framleiðslugeira. Í öðru lagi hefur mikilvægi iðnaðargeirans farið hlutfallslega vaxandi á nýliðnum árum, þó að hraði þeirrar þróunar hafi verið hóflegur. Þessi þróun myndar skarpa

andstæðu við önnur þróuð hagkerfi þar sem iðnaðargeiranum hefur um nokkurt skeið hnignað hlutfallslega.

### Fjárfestuðningur Evrópusambandsins

Ég ætti einnig að minnst á að ýmis fjárfestuðningskerfi Evrópusambandsins – uppbyggingar- og aðlögunarsjóðir (*Structural and Cohesion Funds*) – hafa hjálpað til við aðlögun að hinu nýja efnahagslega umhverfi og við að fjármagna þróun innviða samfélagsins. Þessi stuðningur hefur að meðaltali numið um 2¼% af vergri landsframleiðslu eftir 1989 og hann hefur farið hlutfallslega lækkandi á undanförunum sex til sjö miklu hagvaxtarárum. Reyndar hefur því verið haldið fram að áhrif uppbyggingarsjóðs á stjórnsýslu og stjórnarfar hafi verið að minnsta kosti jafn mikilvæg og sjálf fjárfestingin. Sér í lagi má nefna að millifærslur í sambandi við rammann um stuðning við samfélög (*Community Support Framework*) hvöttu ríkisstjórnina til aukningar á opinberri fjárfestingu en hún var ákaflega lítil á níunda áratugnum. Loks hafa millifærslur til landbúnaðargeirans verndað þann geira fyrir alþjóðlegum meginstraumum. Þær eru tengdar sameiginlegu landbúnaðarstefnunni (*Common Agricultural Policy*) og hafa numið að meðaltali 3½% af vergri landsframleiðslu frá 1989.

### Reynslan af þátttöku Írlands í hinum sameiginlega markaði Evrópusambandsins

Rétt er að viðurkenna að þegar ákvörðunin var tekin um inngöngu í Evrópusambandið á miðjum níunda áratugnum báru margir þeirra, sem fjalla um írskt efnahagslíf á opinberum vettvangi, nokkurn kvíða í brjósti fyrir því þegar allar afleiðingar af hinum sameinaða markaði Evrópusambandsins kæmu fram í árslok 1992. Þessar áhyggjur snerust um að kjarnalönd Evrópusambandsins myndu njóta mests ábata af hinum nýja sameinaða markaði, og að hætta væri á að löndin á jöðrunum gætu orðið efnahagslegir útkjálkar. Hér var tekið mið af þeim möguleika að jákvæð ytri áhrif og stærðarhagkvæmni myndu líklegast gagnast mest hinum þróaða, iðnvædda kjarna Evrópusambandsins. Iðnaður sem einkennist af stærðarhagkvæmni – framleiðsla vélknúinna farartækja, þunefnaiðnaður, manngerð trefjaefni og því um líkt – stóð djúpum rötum í löndunum í miðju Evrópusambandsins, en var heldur lítilvægur í jaðar-

löndum á borð við Írland. Samkvæmt þessari skoðun myndu hin þróaðri svæði Evrópusambandsins hagnast af svonefndu byrjendaforskoti (e. *first mover advantage*).

Gagnrökin fólust í því að benda á þann ábata sem lítil lönd fengju af því að fá miklu stærri markað. Jafnvel þótt sögulegar ástæður væru fyrir því að lítil lönd ekki margar iðngreinar sem einkennast af stærðarhagkvæmni væri þó möguleiki á að stærðarhagkvæmni kæmi fram á hinum nýja og stóra Evrópusambandsmarkaði. Afnáms viðskiptahamla og lækkun flutningskostnaðar minnkuðu auk þess þörfina á því að iðnaður væri nálægt stærstu mörkuðunum. Í þriðja lagi einkenndust minna þróuðunin í Evrópusambandinu venjulega af lægri kostnaði og þetta gæfi þeim að öðru jöfnu forskot í þróun nýrra iðngreina og fyrirtækja. Loks var ljóst að staðsetning nýrra þekkingarfyrirtækja sem einkennast af nýbreytni og tækni tæki mun minna mið af hlutfallslegum yfirburðum sem byggðir væru á náttúruauðlindum. Í þessum geirum væri unnt að skapa og ávinna sér hlutfallslega yfirburði með réttu skapanumhverfi og rétttri stefnu stjórnvalda. Reyndin varð svo sú að það sem svartsýnismennirnir óttuðust mest í rökfærslunni um jaðarsvæðin gagnstætt miðjunni hefur ekki komið fram og reynsla jaðarsvæðanna af hinum sameinaða Evrópusambandsmarkaði, þar á meðal reynsla Íra, hefur almennt séð verið vel viðunandi.

### Írland og hin sameiginlega peningamálastefna

Írland tók upp evruna þegar hún gekk í gildi í janúarmánuði árið 1999 og varð um leið hluti af stóru myntbandalagi. Þetta var hins vegar ekki alveg nýtt fyrir Íra vegna þess að Írland var hluti af myntsvæði sterlingspundsins í eitt hundrað og fimmtíu ár eða allt fram til ársins 1979; sterlingspundið var brætt saman við írsku gjaldmiðilinn á jafngengi árið 1826. Þegar írski pundið varð til seint á þriðja áratug þessarar aldar var samband þess við sterlingspundið jafngengi (einn á móti einum) án nokkurra vikmarka og gildi það fyrirkomulag allt fram til ársins 1979. Þegar við þetta bættist fullkomið frelsi til fjármagnsflutninga var afleiðingin sú að vaxtastig var nánast alveg hið sama á Írlandi og í Stóra-Bretlandi. Unnt væri að færa rök fyrir því að þetta gengisfyrirkomulag hafi verið fullkomlega eðlilegt í ljósi þess hve viðskipti

voru samþætt og hreyfanleiki fjármagns og vinnuaflls mikill; að þessu leyti hefði mátt líta svo á að Írland og Stóra-Bretland hefðu verið myntsvæði af hagkvæmstu stærð.

Á miðjum áttunda áratugnum fóru að vakna efasemdir um þetta samband við sterlingspundið í kjölfar þrálátrar og mikillar verðbólgu í Stóra-Bretlandi en henni fylgdi umtalsverð gengislækkun á sterlingspundinu og óhjákvæmilegt var að þetta ylli áþekku verðbólgu á Írlandi. Stofnun peningakerfis Evrópu (*European Monetary System, EMS*) – sem hafði það helsta markmið að vera „svæði með peningalegan stöðugleika“ – bauð Írum upp á annan valkost en tenginguna við sterlingspundið. Írland gekk í peningakerfið við stofnun þess árið 1979 og sambandinu við sterlingspundið lauk skömmu síðar þegar sterlingspundið hækkaði gagnvart gjaldmiðlum peningakerfisins.

Reynslan af peningakerfi Evrópu hefur ekki alltaf verið góð, síst fyrstu árin, þegar gengi sterlingspundsins hækkaði talsvert og stjórnvöld fylgdu sveiflumagnandi fjármálastefnu sem gróf undan stöðugleikanum. Í ágúst mánuði 1986 var gengi írsku pundsins fellt um 8%, sumpart til þess að snúa við óréttmætri hækkun á vegnu meðalgengi írsku pundsins en sú hækkun stafaði að mestu leyti af því að gengi sterlingspundsins veiktist skyndilega. Í rúman áratug þar á eftir var vegið nafngengi írsku pundsins almennt stöðugt, fyrir utan 10% gengisfellingu í janúarmánuði 1993. Þessi gengisfelling var, séð í samhengi við gjaldeyriskreppuna í Evrópu 1992/1993, að hluta til ný leiðrétting á óréttlætalegri gengishækkun haustið 1992. Þetta var dæmi um að Írland yrði fyrir áhrifum af hræringum á alþjóðlegum gjaldeyrismörkuðum.

Mikill hagvöxtur upphófst á Írlandi eftir 1994. Á þessu tímabili var helsta markmið efnahagsstefnunnar að Írland næði að standast kröfur um aðild að Efnahags- og myntbandalagi Evrópu (*European Monetary Union, EMU*). Stjórnvöld fylgdu áfram aðhaldssamri fjármálastefnu og gengisstefnan samrýmdist stöðugleika verðlags. Írski pundið var tiltölulega sterkt í tvö ár áður en Írland var valið til þátttöku í evrusvæðinu. Styrkur írsku pundsins var frekar staðfestur með 3% gengishækkun þess í peningakerfi Evrópu í mars mánuði 1998.

### Ábati af aðild að Efnahags- og myntbandalagi Evrópu

Það er rökrétt að Írar skuli vera meðal þeirra sem ákafast styðja EMU þar sem Írland er lítið hagkerfi og opið með mikla viðskiptasambættingu við Evrópusambandið og önnur hagkerfi. Lítið hagkerfi á borð við Írland sem flytur umtalsverðan hluta af framleiðslu sinni út til annarra þáttökulanda ætti að geta haft umtalsverðan ábata af þessari samvinnu. Í öðru lagi munu væntingar um peningalegan stöðugleika hafa jákvæð langtímaáhrif á fjárfestingu og hagvöxt. Þegar mið er tekið af verðstöðugleika-ákvæðum Seðlabanka Evrópu verður að teljast ólíklegt að verðbólgan muni fara upp fyrir 2% á ári og haldast í því horfi í einhvern tíma. Þetta þýðir að nafnvextir ættu að jafnaði ekki að hafa í sér fólgið umtalsvert verðbólguálag. Auk þess stuðlar EMU-aðild að betri aga í þáttökulöndunum í þeim skilningi að traust fjármálastefna stjórnvalda og auknar kerfisumbætur eru mikilvægari en ella í löndum sem taka þátt í myntbandalagi. Að lokum munu ýmis jákvæð áhrif af því að hafa einn gjaldmiðil koma í ljós á fjármálamörkuðum. Með tímanum munu t.d. þróast djúpir fjármagnsmarkaðir með mikinn seljanleika sem mun auðvelda fyrirtækjum að afla fjármagns. Þetta mun sér í lagi bæta vaxtarhorfur yngri fyrirtækja, en þau eru gjarnan nýsköpunarfyrirtæki sem koma með nýja tækni á markaðinn. Til viðbótar mun aukin skilvirkni og samkeppnishæfni fjármálamarkaða á evrusvæðinu greiða fyrir endurskipulagningu fyrirtækja gegnum sameiningu og yfirtöku. Sitthvað bendir til að þetta síðastnefnda ferli sé nú þegar komið í gang.

### Áhrif af þáttöku Íra í evrusvæðinu á stefnu stjórnvalda

Frá þjóðhagslegu sjónarmiði voru fyrstu áhrifin sem Írland varð fyrir af upptöku sameiginlegs gjaldmiðils þann 1. janúar 1999 þau að talsvert slaknaði á peningalegu aðhaldi. Þó að mestmegnis hafi verið litið fram hjá lækkun nafnvaxta hefur sú þróun raunvaxta sem kom á eftir – í ljósi meiri verðbólgu á Írlandi – leitt til frekari slökunar peningaskilyrða. Lækkun virðis evrunnar út á við hefur styrkt þessa verkun. Þessi slökun hefur orðið á sama tíma og afar góður gangur hefur verið í írsku efnahagslífi í samamburði við löndin sem eru á miðju evrusvæðinu, og

einkanlega um leið og mikil eftirspurn heima fyrir hefur valdið talsverðri hættu á ofhitnun í hagkerfinu. Þegar peningamálastefnan hefur verðstöðugleika á evrusvæðinu í heild að markmiði, er ekki hægt að beita henni til þess að mæta þörfum einstakra svæða. Þessu fylgir að til þess að fást við svæðisbundna erfiðleika eða erfiðleika sem eru bundnir við einstök lönd verður nú að beita öðrum úrræðum af meiri krafti.

### Fjármálastefna hins opinbera

Sér í lagi verður að beita fjármálastefnu í ríkari mæli til þess að endurreisa þjóðhagslegt jafnvægi. Löndin sem eru í EMU þurfa að beita fjármálastefnu þannig að hún samrýmist samningnum um stöðugleika og hagvöxt (*Stability and Growth Pact*) en hann krefst þess að stjórnvöld einstakra landa tryggi að fjárlög séu „nálægt jöfnuði eða með afgangi“ þegar litið er til miðlungi langs tíma. Tilgangur þessa er að takmarka neikvæð ytri áhrif sem stafað geta af losaralegri fjármálastefnu einstakra landa innan EMU.

Færa má rök fyrir því að fjármálastefna á Írlandi sé nú áhrifaríkari en hún var áður. Þegar bæði vaxtastig og gengi eru gefnar stærðir eru áhrifin af fjármálastefnunni ekki lengur líkleg til að „ryðja út“ eða „ryðja inn“ neyslu og fjárfestingu í einkageiranum. Við þessar aðstæður er fjármálastefnan mikilvægt stýritæki írskra stjórnvalda. Þrátt fyrir það eru áhrif fjármálastefnunnar háð ýmsum takmarkandi þáttum. Í fyrsta lagi, í ljósi þess hversu afar opið írsku hagkerfið er, þá er óumflýjanlegt að áhrif fjármálastefnunnar endurspeglast að hluta í þróun viðskipta við útlönd fremur en í starfsemi innanlands. Í öðru lagi, í ljósi þess hversu mikill afgangur hefur verið á rekstri ríkissjóðs nú um nokkurt skeið, má búast við að væntingar manna leggi nokkrar hömlur á það hversu aðhaldssöm fjármálastefnan getur orðið. Loks hefur sú samkomulagsnálgun sem tíðkast á Írlandi við ákvörðun á ýmsum þjóðhagsbreytum valdið því að aðhald fjármálastefnunnar takmarkast að minnsta kosti að nokkru leyti af skuldbindingum sem verða til þegar kjarasamningar eru gerðir á landsvísu.

### Ákvörðun tekna

Launaþróun á Írlandi hefur átt sér stað innan ramma samninga milli stjórnvalda, vinnuveitenda og verkalyðsfélaga frá því árið 1987, en fyrsti samningurinn tók gildi í ársbyrjun 1988. Sá samningur sem nú er í

gildi – Áætlun um hagsæld og sanngirni (*Programme for Prosperity and Fairness*) – er fimmti samningurinn af þessu tagi. Dæmigert er að kjaraákvæði þessara samninga feli í sér þriggja ára ferli og verkalýðsfélögin fallist á hóflegar nafnlaunahækkningar gegn lækkun tekjuskatts. Reyndin hefur orðið sú að tekjuskattslækkningar hafa gefið af sér hreint ekki lítilsverðan hluta af þeirri launahækkun sem eftir situr í launaumslaginu þegar upp er staðið.

Samningar á landsvísu voru án efa mikilvægur þáttur í því að byggja upp tiltrú og samkeppnishæfni seint á níunda áratugnum og í upphafi þess tíunda. Þessi hófstíllta þróun nafnlauna myndaði góðkynja hringferli þar sem samkeppnishæfni hagkerfisins batnaði og atvinnustig hækkaði. Eins og ég lýsti í grófum dráttum hér á undan, var opinberum fjármálum komið á traustari grundvöll um leið og tekjuskattsbyrði var með tímanum minnkuð talsvert. Árið 1988 var venjulegt tekjuskattshlutfall 35% og herra tekjuskattshlutfall 58%; en samsvarandi hlutföll fyrir skattárið sem hófst í apríl árið 2000 voru 22% og 44%, auk þess sem mörkin þar sem herra skattshlutfallið tekur gildi, hafa hækkað verulega. Nýlega hafa vaknað efasemdir um gagnsemi kjarasamninga á landsvísu þegar hagkerfið gengur við nánast fulla atvinnu. Það hefur styrkt þessar efasemdir að nú um stundir ná þessir kjarasamningar formlega aðeins til um þriðjungs launamanna, og margir þeirra vinna í opinbera geiranum.

Hins vegar skyldu menn vara sig á því að gera lítið úr gildi samkomulagsleiðarinnar í litlum og opnum hagkerfum þar sem samkeppnishæfni er ákaflega mikilvæg. Í ljósi aukinnar mældrar verðbólgu undanfarið má sér í lagi nefna að samkomulagsleiðin kann að hafa mikilvægu hlutverki að gegna við að koma í veg fyrir að verðbólguvæntingar festi rætur í ákvarðanaferlinu og að launa- og verðlagsskrúfa myndist. Svo slæm þróun gæti skapað aðstæður fyrir alvarlega rýrnun samkeppnishæfninnar, sér í lagi ef umtalsverð styrking evrunnar bættist nú ofan á annað.

#### *Kerfisumbætur og samkeppnisstefna*

Kerfisbreytingar eru annar valkostur þeirra sem móta stefnu EMU, þó að eðli málsins samkvæmt sé ábati af slíkum umbótum takmarkaður til skamms tíma lítið. Þrátt fyrir það getur stefna sem beinist að því að bæta virkni á bæði afurða- og þáttamörkuðum haft góð áhrif á viðskiptaumhverfið og aukið sveigjan-

leika markaða til miðlungi langs tíma. Umbætur af þessu tagi hafa miklu hlutverki að gegna við að ná fram efnahagslegum markmiðum um aukinn hagvöxt og aukna atvinnu án þess að valda verðbólguþrýstingi og þar með við að bæta líffskjör.

Á nýliðnum árum hafa átt sér stað nokkrar umbætur á mörkuðum. Vinnumarkaður er dæmi um markað þar sem sveigjanleiki hefur verið aukinn. Til að mynda hafa umbætur á skattkerfinu haft jákvæð áhrif á hvata á undanförmum árum en löggjöf um vinnumarkað er nokkru fyrirferðarminni á Írlandi en annars staðar í Evrópusambandinu. Á vöru- og þjónustumörkuðum hefur umbótum í átt til aukins frjálsræðis verið hraðað. Einkum hafa orðið miklar umbætur á mörkuðum sem stjórnvöld stýrðu áður með beinum hætti: Fjarskiptageirinn hefur til dæmis verið gefinn alveg frjáls og það hefur þegar haft jákvæð áhrif á verðlag. Á öðrum mörkuðum hafa umbætur á hinn bóginn gengið hægar fyrir sig, einkum eru aðgangshindranir enn einkenni á nokkrum mörkuðum.

#### *Viðmiðanir um varfærni (e. prudential standards) í fjármálageiranum*

Hið fjórða meðal þeirra stefnumála sem beita má í EMU snýr að því að viðhalda traustum fjármálageira. Á Írlandi er Seðlabankinn ábyrgur fyrir eftirliti með nánast gervöllum fjármálageiranum að tryggingarfélögum frátöldum. Sér í lagi má nefna að þess er krafist að lánastofnanir fari eftir marges konar viðmiðum sem sett hafa verið af Alþjóðagreiðslubankanum (BIS) og framkvæmdanefndum Evrópusambandsins. Þannig er mikilvægt fyrir okkur um þessar mundir að hömlur eru gegn því að lánastofnanir geti lánað of mikið til einstakra geira hagkerfisins eða til flokks tengdra geira. Þetta takmarkar hættuna á því að lánastofnanir láni óhóflega mikið til dæmis til fasteignageirans. Í öðrum löndum hafa oft orðið sveiflur í þeim geira með tilheyrandi erfiðleikum varðandi gjaldhæfni í fjármálageiranum.

Seðlabankinn hefur verið virkur í að vekja athygli banka á þeirri hættu sem fylgir hraðvirkri útlánastarfsemi almennt og til fasteignaviðskipta. Seðlabankinn hefur krafist þess að bankar láti reglulega fara fram álagspróf til að meta hve vel þeir eru í stakk búnir til að bregðast við margvíslegum áföllum, þar á meðal meiriháttar hruni á eignaverði. Niðurstöður prófa fram til þessa benda til talsverðs viðnámsþróttar gagnvart óhagstæðri þróun af þessu tagi.

Fyrr á þessu ári tók Írland þátt í áætlun Alþjóðabankans og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um mat á fjármálageiranum (*World Bank – IMF Financial Sector Assessment Program, FSAP*). Hún fól í sér mat á veikleikum fjármálageirans og á því hversu vel hann fer eftir og framfylgir eftirlitsstöðlum og bestu vinnuvenjum. Áætlunin leiddi í ljós að á Írlandi er traust og afar þróað fjármálakerfi sem hefur verið mjög stöðugt, jafnvel á tímum sem einkennst hafa af uppnámi á alþjóðlegum mörkuðum. Eignastaða bankanna er mjög góð og gæði eignanna mikil, og arðsemissstig er hærra en hjá flestum evrópskum samkeppnisaðilum. Matið leiddi einnig í ljós að heildarumgjörðin, bæði varúðarreglur og varúðar-*eftirlit* (e. *prudential regulation and supervision*), er vel þróað hjá Seðlabankanum og hún sýnir að vel er fylgst með og farið eftir alþjóðlegum viðmiðum og reglum. Í skýrslunni er greint frá því að sú þróun sem nú stendur yfir – nýbreytni í fjármálageiranum, aukin samkeppni, aukin starfsemi yfir landamæri í tengslum við Alþjóðlega fjármálamiðstöð Dyflinnar (*Dublin's International Financial Services Centre*) og loks viðvarandi hraður útlánavöxtur – felur í sér umtalsverða áskorun fyrir markaðsaðila og eftirlitsaðila um að viðhalda þeim stöðugleika sem einkennt hefur fjármálamarkaði á Írlandi.

Í stuttu máli: Írland er nú aðili að sameiginlegu myntkerfi þar sem peningamálum er stjórnað út frá þörfum evrusvæðisins í heild. Einstök lönd verða að taka mið af þessum aðstæðum – sem henta ekki alltaf miðað við sérstakar þarfir þeirra. Eins og lýst var hér að ofan hafa þeir sem stefnuna móta yfir nokkrum stýritækjum að ráða til þess að fást við ójafnvægi í hagkerfinu og til að bregðast á skilvirkari hátt við svæðisbundnum áföllum sem hljóta að ríða yfir öðru hverju. Skilvirk notkun þessara stýritækja ætti að lágmarka þau áhrif sem missir eigin peninga- og gengisstefnu hefur á hagkerfið.

## Yfirstandandi vandamál og viðfangsefni

Eins og ég minntist á hér fyrr er mikilvægasta verkefnið, sem tengist aðild Íra að EMU, að stýra hagkerfinu inn á feril hóflegri hagvaxtar eftir hinn afar mikla vöxt sem einkennt hefur efnahagslífið undanfarin sjö ár. Þetta verður ekki auðvelt verkefni í ljósi þess að ójafnvægi er þegar farið að láta á sér kræla.

## Verðbólga

Ef til vill er sýnilegasta dæmið um þau vandamál sem nú er við að etja aukning mældrar verðbólgu sem átt hefur sér stað undanfarna tólf mánuði eða svo. Samræmd vísitala neysluverðs (*harmonized index of consumer prices, HICP*) hefur hækkað úr lægsta gildinu sem hún hefur komist í nú um skeið, eða 1,8%, á miðju ári 1999, upp í 6% nú. Þó að hluti þessarar aukningar endurspegli tímabundna þætti á borð við breytingar á óbeinum sköttum þá hefur nú um nokkurt skeið verið greinilegur verðbólguþrýstingur. Verðbólga á Írlandi mælist um 3¼ prósentustigum hærri en á evrusvæðinu í heild. Áætlað hefur verið að með hliðsjón af lækkuðum evrunnar á alþjóðlegum gjaldeyrismörkuðum megi skýra um það bil hálf prósentustig af þessum mun með því að írski hagkerfið er tengdara svæðum sem hafa aðra gjaldmiðla en evru. Auk þess má skýra um eitt prósentustig með meiri framleiðnivexti í þeim hluta hagkerfisins sem framleiðir vörur og þjónustu sem verslað er með milli landa í samanburði við þann hluta hagkerfisins sem framleiðir eingöngu til innanlandsnota. Þetta leiðir til þess að laun eru hærri í þeim hluta hagkerfisins sem framleiðir vörur og þjónustu til innanlandsnota, og þegar við bætist minni framleiðnivöxtur í þeim geira, veldur það þrýstingi á verðlag upp á við. Ef tekið er tillit til þessara þátta stendur eftir verðbólgu mismunur milli Írlands og evrusvæðisins sem er um 1¾ prósentustig. U.þ.b. ¾ prósentustig af þeim mun stafa af hækkun óbeinna skatta á Írlandi og afganginn má að miklu leyti eigna mikilli innanlandseftirspurn á Írlandi.

Tafla 6 Greining á verðbólgu mismun milli Írlands og evrusvæðisins

	prósentustig
Samræmd vísitala neysluverðs – Írland .....	6
Samræmd vísitala neysluverðs – evrusvæðið .....	2¾
Munur á verðbólgu .....	3¼
<i>þar af:</i>	
Samleitni verðlags .....	1
Áhrif vegins meðalgengis .....	½
Áhrif óbeinna skatta .....	¾
Umframeftirspurn innanlands .....	1

### Væntingar um laun

Vinnumarkaður er dæmi um svið þar sem ójafnvægi hefur verið sýnilegt um nokkurt skeið. Náðst hefur nánast full atvinna og því hefur samningsstaða breyst þannig að samningsstyrkurinn hefur færst frá vinnuveitendum yfir til launþega. Þetta hefur valdið því að þrýstingur er upp á við á launakjör í öllum geirum atvinnulífsins. Þó að hækkandi laun kunni að vera einn þeirra krafta sem að lokum munu hægja á hagkerfinu, er hætta á því að launapróunin sé knúin áfram af væntingum sem reistar eru á hinum óvenjumikla hagvexti að undanfögnu. Í þessu samhengi verður að gera launasamninga með tilliti til þess að óumflýjanlegt er að hagvöxtur minnki og komist niður á hóflegu stig, og einnig verður að taka tillit til þess hversu opið hagkerfið er og berskjaldað fyrir þróun í öðrum löndum. Um þessar mundir hagnast fyrirtæki á Írlandi, sér í lagi fyrirtæki í hefðbundnum atvinnugreinum, á því að gengi evrunnar gagnvart sterlingspundinu hefur lækkað. Í þessu umhverfi myndu launahækkanir sem færu saman við nokkra gengishækkun evrunnar geta haft alvarleg áhrif á samkeppnishæfni þessara fyrirtækja.

### Innviðir

Álagið á innviði samfélagsins – sér í lagi á umferðarmannvirki og húsnæði – hefur verið bersýnilegt um nokkurn tíma. Í þeim löndum sem eru þróaðri hefur hagþróunin almennt séð verið hægara ferli. Þannig gátu umbætur á efnislegum innviðum átt sér stað samstiga hagvextinum. Á Írlandi hefur ekki verið unnt að láta þróun innviðanna fylgja eftir hinum ákafa hagvexti sem hefur átt sér stað á tiltölulega skömmum tíma, svo að flöskuhálsar hafa myndast. Til að reyna að draga úr því hvernig hallað hefur á innviðina hefur ríkisstjórnin hleypt af stokkunum áætlun um talsvert aukin útgjöld og er hún hluti af svonefndri þróunaráætlun landsins, *National Development Plan*. Þar sem byggingariðnaðurinn starfar nú þegar við fulla afkastagetu mun líða nokkur tími uns ábatinn af þessu kemur í ljós.

### Fjölpætting/næmi fyrir áföllum á einstaka geira

Það er skilgreiningaratriði að erfitt er fyrir lítil og opin hagkerfi að tryggja fjölpættingu á háu stigi. Afleiðingin af því er sú að áföll sem ríða yfir einn geira geta haft afleiðingar á hagkerfið í heild sinni. Þegar um Írland ræðir, er gagnlegt að beina sjónum

að hinum tveimur skýrt aðgreindu megingeirum hagkerfisins. Hinn fyrri samanstendur af hefðbundnum iðngreinum og hluta landbúnaðargeirans. Þessir geirar eru enn býsna háðir markaðnum á Stóra-Bretlandi og eru berskjaldaðir fyrir gengisþróun evrunnar gagnvart sterlingspundi. Ef ofan á launaskrið í þessum geira bættist skyndileg og umtalsverð hækkun á evrunni gagnvart sterlingspundinu gæti ástandið orðið alvarlegt fyrir þennan hluta utanríkisverslunarinnar. Auk þess eru sumir hlutar hátæknigeirans enn sérlega berskjaldaðir fyrir þróun heimsbúskaparins og sér í lagi í Bandaríkjunum. Þessar aðstæður verða skiljanlegri sé höfð í huga sú staðreynd að árið 1999 stóðu tíu fyrirtæki í eigu útlendinga fyrir rétt rúmlega þriðjungu alls vöru- og þjónustuútlutnings Íra.

### Hækkun eignaverðs

Á húsnæðismarkaði jókst hraði verðhækkana skyndilega árið 1996 og við hinn gífurlega árlega vöxt sem átt hefur sér stað síðan þá, hefur húsnæðisverð meira en tvöfaldast. Ýmsir þættir hafa stuðlað að þessu. Eftirspurn eftir húsnæði hefur aukist talsvert. Þetta endurspeglar grundvallarþætti svo sem vöxt mannfjöldans sem er á þeim aldri sem stofnar heimili, talsvert herra atvinnustig og hækkandi ráðstöfunartekjur. Auk þess hafa væntingar – sem nú hafa ræst – um lægri vexti vegna þátttökunnar í EMU stuðlað að hinni snörpu verðhækkun. Á hinn bóginn voru viðbrögð frá framboðshlið býsna treg þar til nýlega. Á undanförmu einu ári eða svo hefur hins vegar orðið

Tafla 7 Hækkun eignaverðs

%-hækkun á ári	Íbúðar- húsnæði <sup>a</sup>	Atvinnu- húsnæði <sup>b</sup>	Leiga <sup>c</sup>
1994 .....	4,1	7,6	2,3
1995 .....	7,2	4,2	1,8
1996 .....	11,8	11,1	8,2
1997 .....	17,2	17,0	10,6
1998 .....	22,6	32,1	14,6
1999 .....	18,5	23,8	16,1
2000 <sup>d</sup> .....	13,9	21,6	16,2

(a) Department of Environment and Local Government, National New House Prices.

(b) Jones Lang LaSalle, Capital Values.

(c) Jones Lang LaSalle, Rental Value for Irish Commercial Property.

(d) Janúar-september 2000 (hækkun frá fyrra ári).



umtalsverð framboðsaukning svo að búast má við því að það dragi úr verðhækkunum húsnæðis.

Verð atvinnuhúsnæðis hefur þróast á áþekkan hátt og verð íbúðarhúsnæðis og hefur hraði verðhækkana farið vaxandi allt frá 1996. Verðlag hefur hækkað um 113% frá þeim tíma. Verðbólguhraði leiguverðs í atvinnuhúsnæðisgeiranum jókst einnig árið 1996 og þó að hann sé enn mikill hefur uppsöfnuð verðhækkun verið nokkru minni en á verði atvinnuhúsnæðis. Þessar hækkunir endurspeglar að lítið er um að húsnæði standi autt, nafnvextir eru lágir og bjartsýni atvinnurekenda mikil.

Mikil aukning útlána banka hefur tengst þessari hækkun á verði íbúðar- og atvinnuhúsnæðis, og ef til vill hefur útlánaaukningin að nokkru leyti verið drifkraftur þessarar hækkunar. Útlán til einstaklinga, sem eru að miklu leyti tryggð með veðböndum á íbúðarhúsnæði, hafa aukist töluvert á nýliðnum árum, þó að

aukning þeirra hafi verið hægari en hjá einkageiranum í heild. Hlutdeild útlána til einstaklinga, sem ekki tengjast húsnæði hefur haldist tiltölulega stöðug á nýliðnum árum og var lægri í árslok 1999 en í árslok 1994. Útlán til fasteignauskýslu og byggingarstarfsemi jukust úr um 6% af heildarútlánunum í árslok 1994 upp í rúmlega 8% í árslok 1999.

Samanlagðar skuldir við innlenda banka hækkuðu úr 71% af vergri þjóðarframleiðslu árið 1994 upp í rétt rúmlega 100% árið 1999. Skuldir einstaklinga jukust á þessu tímabili, sem hlutfall af vergri þjóðarframleiðslu, úr 33% árið 1994 upp í 44% árið 1999 og aukningin var meiri ef hún er skoðuð sem hlutfall af ráðstöfunartekjum einstaklinga. Skuldsetning fasteignageirans tvöfaldaðist sem hlutfall af vergri þjóðarframleiðslu milli ára 1994 og 1999. Almenn skuldsetning, sem hefur vaxið frá því að vera tiltölulega lítil, er þó ekki sérlega mikil á alþjóðlega mælikvarða. Á hinn bóginn myndi áframhaldandi vöxtur á núverandi hraða á einhverjum tímapunkti fara að valda áhyggjum af fjármálalegum stöðugleika. Auk þess veldur aukin skuldsetning því að hagkerfið er viðkvæmara fyrir efnahagslegri lægð eða niðursveiflu.

Tafla 8 Útlán banka

Árleg aukning til nokkurra geira

	Útlán til einka-geira alls	Ein-staklingar	Bygg-ingarstarfsemi	Fjármála-geiri	Annað
%	(a)	(b, c)	(b, d)	(b, g)	(b, h)
1994 .....	11,8	10,5	16,1	15,2	4,0
1995 .....	11,2	13,1	12,1	2,1	7,2
1996 .....	15,4	15,9	26,3	12,3	17,1
1997 .....	23,6	21,0	19,8	47,9	13,5
1998 .....	23,6	19,3	58,1	35,7	21,4
1999 .....	31,6	26,0	50,2	86,9	22,9
2000 <sup>i</sup> .....	24,2	17,8	58,4	39,3	25,6

(a) Leiðrétt fyrir lánunum til stofnana, annarra en banka, sem falla undir IFSC, og fyrir endurmatsáhrifum vegna gengisbreytinga. Ekki var unnt að leiðrétta töluna frá 1999 fyrir endurmatsáhrifum vegna þess að evran kom til sögunnar á því ári. Talan fyrir 1999 hækkaði einnig, af tæknilegum ástæðum, vegna sameiningar *Irish Life* og *Irish Permanent*.

(b) Vöxtur frá fyrra ári miðað við nóvember árin 1994-1998; fyrir árið 1999 er sýndur vöxtur frá nóvember 1998 til desember 1999.

(c) Vanmetið að hluta vegna vaxandi verðbrefunar (e. *securitization*) húsnæðislána.

(d) Aðferðarfræðileg breyting var gerð á röðinni árið 1997. Útlán til byggingarstarfsemi ná til fasteignafélaga en ekki útlána til hótela og veitingahúsa.

(g) IFSC ekki meðtalin.

(h) Heildarútlán að frádregnum lánunum til einstaklinga, byggingarstarfsemi og fjármálafyrirtækja.

(i) Tölur ná til loka tölubærs. Fyrir einstaka geira er sýnd hækkun frá ágúst 1999 til september 2000.

Tafla 9 Skuldir við banka

Hlutfall af vergri þjóðarframleiðslu<sup>a</sup>

	Samtals	Ein-staklingar	Bygg-ingarstarfsemi	Fjármála-geiri	Annað
%	(b)	(c, g)	(d, g)	(g, h)	(g)
1994 .....	71	33	5	8	24
1995 .....	70	34	5	7	23
1996 .....	73	35	5	7	24
1997 .....	79	37	6	9	24
1998 .....	85	39	8	11	25
1999 .....	101	44	10	18	28

(a) Útistandandi skuldir ýmissa geira við innlenda banka.

(b) Lán til IFSC-stofnana sem ekki eru bandar undanskilin. Tölur miðast við lok desember.

(c) Veðlán íbúðarhúsnæðis meðtalin.

(d) Sjá neðanmálgrein (d) í fyrri töflu.

(g) Fyrir árin 1994-1998 eru tölur í lok nóvember. Fyrir árið 1999 eru tölur í lok desember.

(h) IFSC-lán undanskilin.

### Fjárfesting

Í skjóli hins mikla hagvaxtar á tímabilinu 1994 til 2000 hefur fjárfesting aukist verulega, eða að meðaltali um 14% á ári. Hlutdeild fjárfestingar í vergri þjóðarframleiðslu hefur á sama tímabili aukist úr 18% í 28%. Innan þessa geira hefur byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð aukist afar mikið á tímabilinu og hækkað úr um það bil 10% af vergri þjóðarframleiðslu árið 1994 upp í 18% árið 2000. Aðhaldsamari peningastefna á evrusvæðinu og minni hagvöxtur myndu óhjákvæmilega leiða til minni arðsemi fjárfestingar. Þetta gæti vakið upp spurningar um hversu góðar sumar þessara fjárfestinga eru.

Sú þróun sem ég hef lýst í grófum dráttum varðandi eignaverð, útlán banka og fjárfestingu hlýtur að vekja spurningar um það hversu traustur fjármála-geirinn er. Bankinn hefur, í hlutverki sínu sem eftirlitsstofnun, þrýst á lánastofnanir um að viðhafa varúð við lánveitingar. Að því er veðlán áhræfir hefur þess verið krafist að lánastofnanir fylgi varúðarviðmiðum varðandi hlutfall lánsfjárhæða af verðmæti húseigna og þau viðmið önnur sem venjulega eru notuð við lánsþæfismat. Eins og ég minntist á hér fyrir hefur þess einnig verið krafist að stofnanir láti fara fram næmisgreiningu sem taki mið af óhagstæðri þróun á borð við efnahagslega niðursveiflu eða umtalsverða vaxtahækkun. Hömlur eru lagðar á lánastofnanir sem koma í veg fyrir að lán þeirra til einstakra geira fari upp fyrir ákveðin mörk – þetta er mikilvæg skorða sem kemur í veg fyrir að stofnanir verði óhófllega berskjaldaðar gagnvart einstökum geirum. Lána-

stofnanir verða einnig að sýna varfærni við uppbyggingu sjóða til að mæta útlánatöpum. Seðlabankinn hefur kannað hvaða leiðir lánastofnanir geta farið til þess að beita á virkan hátt sveiflujafnandi sjóðsmyndun í þessu skyni.

### Niðurstaða

Óvenju mikill kraftur hefur verið í írsku efnahagslífi frá árinu 1994, í kjölfar óvissu og ókyrrðar í tengslum við gjaldeyriskreppu peningakerfis Evrópu seint á árinu 1992 og snemma árs 1993. Á þessu tímabili hefur vöxtur vergrar þjóðarframleiðslu verið að meðaltali um 8% á ári. Hagvaxtargreining á undirþáttum vaxtarins bendir til þess að um 4½ prósentu- stig stafi af aukinni vinnuafli- og fjármagnsnotkun en aðrir áhrifaþættir standi að baki um 3½ prósentu- stigi vaxtarins. Áhrif „nýja hagkerfisins“ sem tengjast gerðarbreytingum á hagkerfinu og beinni erlendri fjárfestingu, aðallega Bandaríkjamanna, kunna að vera þar á meðal. Hins vegar stafar stærsti hluti þessarar kröftugu þróunar af umtalsverðri aukningu á aðföngum, fjármagni og vinnuafli, í efnahagsstarfsemi. Þetta sést af mikilli hækkingu hlutfalls vinnandi manna meðal þeirra sem á vinnuafli eru, en það hefur hækkað um fjórðung frá árinu 1994. Þessar staðreyndir benda til þess að undirrót uppsveiflunnar hafi ekki legið í hagsveifluáhrifum heldur stafað af því að hagkerfið var að ná sér á strik og vinna upp forskot hagkerfanna í kring.

Um leið og hagkerfið gengur nú nánast á fullri afkastagetu í kjölfar þessara langdregnu umskipta, standa stjórnvöld efnahagsmála frammi fyrir nýjum verkefnum. Eins og ég lýsti, eru áhættuþættirnir sem við stöndum nú frammi fyrir tengdir ofhitnun á vöru- og þjónustumörkuðum, vinnumarkaði og eignamarkaði við tiltölulega mikinn slaka í peningamálum, og einnig því hvort unnt verði að ráða við hugsanleg áföll sem bundin væru Írlandi einu. Varðandi mögulega ofhitnun þá er helsta verkefnið nú að draga úr vexti eftirspurnar og koma henni niður á stig sem betur samræmist vaxtargetu hagkerfisins til miðlungi langs tíma. Þetta er nú talið vera á bilinu 4½% til 5% og nokkru minna þegar frá líður. Peningamálafstefna EMU er nú mótuð með hliðsjón af aðstæðum í efnahagslífinu á evrusvæðinu og henni er ekki hægt að beita til að fást við vandamál sem aðeins hrjá ákveðin svæði eða lönd. Helstu stýritækin sem unnt er að nota

Tafla 10 Fjárfesting sem hlutfall (%) af vergri þjóðarframleiðslu

	Samtals	Byggingar- starfsemi og mann- virkjagerð	Vélar og tæki
1994 .....	18,4	10,5	7,9
1995 .....	19,3	11,0	8,3
1996 .....	21,0	12,5	8,5
1997 .....	22,9	14,1	8,8
1998 .....	25,0	15,3	9,7
1999 .....	27,4	17,0	10,4
2000 .....	28,5	18,0	10,5

Heimildir: National Income and Expenditure Central Statistics Office og spá Seðlabanka Írlands.

til að draga úr verðbólguþrýstingi á Írlandi út af fyrir sig eru fjármálastefna hins opinbera, sem á að vera gætin og heldur aðhaldssöm, og tekjustefna. Æskilegt væri, við þær aðstæður sem nú ríkja, að tekjur þróuðust með þeim hætti að aukin verðbólga næði ekki að hrinda af stað skrófu verðlags og launa, en verðbólguaukningin er í eðli sínu tímabundin. Þessu til viðbótar munu áframhaldandi kerfisbreytingar og kerfisumbætur og efling samkeppni hjálpa til við að milda hugsanleg staðbundin áföll. Loks mun Seðlabankinn, í samræmi við hlutverk sitt sem eftirlitsaðili með fjármálageiranum, halda áfram að tryggja að bankar fylgi skynsamlegri útlánastefnu sem ekki stefnir fjármálalegum stöðugleika í voða.

Þó að ákveðin hætta sé á að þróunin geti orðið öfgakennd í því umhverfi sem við búum við nú, er rétt að undirstrika að þeir veikleikar sem þar er um að ræða eru ekki alvarlegir. Til viðbótar við þau fjögur stýritæki sem við höfum yfir að ráða til að takmarka þessa áhættu eru tvö mikilvæg einkenni, sem gætu

aukið þessa áhættu, ekki til staðar á Írlandi nú. Í fyrsta lagi eru erlendar skammtímaskuldir Írlands tiltölulega litlar – mikið af innstreymi fjármagns í landið á nýliðnum árum hefur verið í formi beinnar langtímafjárfestingar. Í öðru lagi og af sömu ástæðu er ákveðinn veikleiki, sem hefur verið bersýnilegur í öðrum löndum þar sem ógn hefur stafað af óhófskenndri þróun, ekki lengur til staðar á Írlandi vegna þess að nú er ekki lengur til neitt sérstakt gengi fyrir írskan gjaldmiðil. Í stuttu máli má því segja að eftir tímabil sem hefur einkennst af afar miklum hagvexti standa írsk stjórnvöld nú frammi fyrir því að draga úr aukningu eftirspurnar þannig að hún komist niður á sjálfbært stig sem getur samrýmst aðild landsins að myntbandalagi, þar sem peningalegar aðstæður eru almennt séð tiltölulega slakar. Þetta er vandasamt og spennandi verkefni þar sem við verðum að reida okkur á þau stýritæki sem eftir eru til að gera umskiptin frá afar miklum hagvexti yfir í hóflegan hagvöxt eins þægileg og mögulegt er.

# Álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins

*Sendinefnd Alþjóðagjaldeyrissjóðsins kynnti sér íslensk efnahagsmál á fundum með fulltrúum stjórnvalda dagana 10.-18. janúar sl. Á lokafundi nefndarinnar lagði formaður hennar fram álit og niðurstöður af viðræðum hennar og athugunum hér á landi. Hliðstæðar viðræður fara fram árlega við nánast öll aðildarríki sjóðsins, 182 að tölu. Hér birtist álit sendinefndarinnar í lauslegri íslenskrri þýðingu.*

## ALÞJÓÐAGJALDEYRISJÓÐURINN

*Niðurstæða sendinefndar í lok viðræðna við fulltrúa íslenskra stjórnvalda 18. janúar 2001*

1. Íslenska hagkerfið hefur styrkst til muna síðastliðinn áratug. Að verulegu leyti má rekja þetta til breyttra áherslna í hagstjórn. Með þeim var lögð áhersla á stöðuga og fyrirsjáanlega hagstjórn og skipulagsbreytingar í efnahagslífinu. Lykillinn að hjöðnun verðbólgu á fyrri hluta síðasta áratugar fólst í því að nota stöðugt gengi sem kjölfestu og millimarkmið við stjórn peningamála. Þetta undirbjó jarðveginn fyrir þá efnahagslegu uppsveiflu sem hófst árið 1995. Góðan árangur í efnahagsmálum má einnig þakka staðfestu stjórnvalda í að treysta stöðu ríkisfjármála og efla samkeppni með því að opna markaði og selja ríkisfyrirtæki. Þrátt fyrir þetta hefur ofþensla og mikill halli á viðskiptum við útlönd sett mark sitt á uppsveifluna í efnahagslífinu eftir því sem á leið.
2. Umsvif í efnahagslífinu hafa vaxið undanfarin tvö ár samhliða auknum tekjum og meiri atvinnu. Vegna mikillar uppsveiflu í efnahagslífinu var framleiðsla umfram getu fjórða árið í röð. Aflvakinn var einkum ört vaxandi eftirspurn innanlands. Í síðustu heimsókn [1999] lét sendinefndin í ljós áhyggjur af hættu á ofþenslu ef aðhald efnahagsstefnunnar yrði ekki aukið. Þetta sýnist hafa gengið eftir. Ekki hefur enn tekist að draga nægjanlega úr verðbólgu þótt Seðlabankinn hafi hvað eftir annað hækkað stýrivexti sína; aukinnar spennu hefur gætt á vinnumarkaði; og bæði viðskiptahalli (9% af landsframleiðslu árið 2000) og hrein erlend skuldastaða (59,2% af landsframleiðslu í lok september 2000) eru komin á það stig að viðbragða er þörf í náinni framtíð.
3. Að mati stjórnvalda mun hægja á hagvexti úr 4% árið 2000 í 1,6% árið 2001. Ástæðan er minni vöxtur ráðstöfunartekna, skerðing veiðiheimilda og umtalsvert minni fjárfesting. Reiknað er með að atvinnuleysi, sem er mjög lítið, aukist eitthvað en verðbólga verður líklega um 5% að því gefnu að áhrifa gengislækkunar krónunnar gæti að nokkru í verðlagi. Loks er búist við að viðskiptahallinn verði yfir 9% af VLF, ekki síst vegna aukinna vaxtagreiðslna af erlendum lánum. Sendinefndin er ekki eins viss um að slík mjúk lending gangi eftir, einkum í ljósi þess hve viðskiptahallinn er mikill og þrálátur og vegna þeirra veikleika í fjármálakerfinu sem birtast til dæmis í lækkun eiginfjárlutfalla að undanfögnu.
4. Ríkisfjármál hafa almennt verið rekin með ábyrgum hætti síðasta áratuginn. Það hefur leitt til þess að kerfislægum halla hefur verið snúið í afgang. Þetta hefur stuðlað að umtalsverðri lækkun opinberra skulda í hlutfalli við VLF.

Engu að síður hefði aðhald í ríkisfjármálum mátt vera enn meira síðustu þrjú árin í ljósi þeirrar ofpenslu sem hlaust af mikilli aukningu einkaneyslu. Þetta hefði auðveldað peningastefnunni að halda aftur af innlendri ofpenslu og dregið úr viðskiptahalla. Til þess að draga úr innlendri eftirspurn og halda aftur af verðbólgu hækkaði Seðlabankinn stýrivexti sína um 3,9 prósentustig í sjö áföngum. Þetta kallaði á vikkun vikmarka gengis krónunnar úr  $\pm 6\%$  í  $\pm 9\%$  snemma árs 2000.

5. Þrátt fyrir þetta hafa yfirvöld peningamála átt erfitt með að hemja innlenda eftirspurn. Opnara fjármálakerfi á Íslandi, mikill vaxtamunur og mjúk fastgengisstefna (e: *soft exchange rate peg*) leiddu til umtalsverðrar aukningar á erlendum lánnum bankanna. Lánin voru endurlánuð innanlands og kyntu undir vexti útlána og eftirspurnar. Það kemur því ekki á óvart að þjóðhagsvísbendingar gefi til kynna að áhætta fjármálakerfisins hafi vaxið verulega, en vísbendingar úr rekstri fjármálafyrirtækja benda til þess að fjármálakerfið eigi erfiðara með að þola ytri áföll. Enda þótt svo virðist sem tekið sé að draga úr vexti útlána og peningamagns er hann enn meiri en svo að hann samrýmist lítilli og stöðugri verðbólgu. Þess vegna telur sendinefndin að ekki séu forsendur til lækkunar vaxta að svo stöddu. Reyndar gæti Seðlabankinn þurft að herða á peningastefnunni ef gengi krónunnar heldur áfram að lækka og valda verðbólguþrýstingi. Á móti kemur að umtalsverðar vaxtahækkanir myndu rýra afkomu banka og skerða eiginfjárlutföll enn frekar.
6. Sendinefndin er þeirrar skoðunar að beita þurfi samstilltum aðgerðum til að ráða bót á núverandi ójafnvægi. Þessar aðgerðir fælust m.a. í því að styrkja stöðu fjármálakerfisins, auka þjóðhagslegan sparnað og treysta launastefnuna. Árangur slíkra aðgerða yrði meiri ef umgjörð peningastefnunnar yrði breytt þannig að gengi krónunnar yrði sveigjanlegra.
7. Mikilvægt er að draga úr áhættu fjármálakerfisins. Stjórnvöld ættu að bregðast skjótt við og hækka lágmarks eiginfjárkröfur innlendra banka

og gefa Fjármálaeftirlitinu vald til þess að krefjast hærra eiginfjárlutfalls í bönkum sem taldir eru búa við sérstaka áhættu. Mögulegir veikleikar fjármálakerfisins gætu einnig stafað af vissum ágöllum í lagamma, regluverki og eftirliti – einkum þegar miðað er við það sem best gerist á heimsvísu. Sendinefndin leggur þess vegna til að stjórnvöld taki nauðsynleg skref á sviði laga- og reglusetningar meðal annars til þess að bæta útlánamat og varúðarfærslur innlendra banka. Efla ætti Fjármálaeftirlitið enn frekar. Einkum er þörf á að auka áherslu á athaganir sem fram fara á starfsstöðvum fyrirtækjanna og efla frekar varúðareftirlit, sérstaklega með tilliti til lána til venslaðra aðila og áhættustýringaraðferða innan fjármálastofnana. Þar sem uppboð Seðlabankans á endurhverfum viðskiptum með föstum vöxtum hafa í einstaka tilvikum veitt umframlausafé til bankanna mætti hugleiða að taka upp fyrirkomulag sem felur í sér uppboð þar sem fjárhæð er fastsett en vextir breytilegir. Í öllu falli ættu vextir í endurhverfum viðskiptum að verða í miðju vaxtarófs Seðlabankans til þess að bankar leiti meira inn á millibankamarkaðinn.

8. Nauðsynlegt er að fylgja sveigjanlegri gengisstefnu en nú er gert, enda innbyggð mótsögn í því að fylgja annars vegar mjúkri fastgengisstefnu og hins vegar sjálfstæðri peningastefnu við skilyrði opins fjármagnsmarkaðar. Fljótandi gengi væri eðlilegt framhald af vikkun vikmarka gengisins á liðnum áratug og jafnframt heppilegra með tilliti til þess hve viðkvæmt hagkerfið er fyrir ytri áföllum.
9. Ákvörðun um að leyfa gjaldmiðlinum að fljóta þyrfti að fylgja val á trúverðugri viðmiðun fyrir verðbólguvæntingar. Sendinefndin telur að verðbólguþrýstingur sé heppilegasti valkosturinn í núverandi stöðu. Ísland er tiltölulega vel búið undir slíka breytingu. Í fyrsta lagi standa opinber fjármál á traustum grunni til lengri tíma lítið. Í öðru lagi hafa peningamálayfirvöld, ásamt stjórnvöldum, sýnt getu og vilja til að fylgja trúverðugri stefnu gegn verðbólgu, sem sést vel á þeim eftirtektarverða árangri sem náðist í kjölfar þess að fastgengisstefna var tekin upp. Í þriðja lagi hefur Seðlabankinn náð umtalsverðum árangri í verð-

bólguspám og í því að auka gagnsæi gagnvart almenningi í aðgerðum sínum. Í fjórða lagi virðast aðilar vinnumarkaðarins leggja megináherslu á litla verðbólgu og ættu þess vegna að vera hlyntir breytingum á umgjörð peningastefnunar. Hinu nýja fyrirkomulagi mætti hleypa af stokkunum með sameiginlegri yfirlýsingu stjórnvalda og Seðlabankans sem tryggði raunverulegt sjálfstæði í framkvæmd peningamálastefnu þar til formlegt sjálfstæði fengist með lagasetningu. Sendinefndin álitur að upptöku verðbólgu markmiðs yrði vel tekið á fjármagnsmörkuðum þar sem hún myndi staðfesta verðstöðugleika sem aðalmarkmið peningamálastefnunar.

10. Stefnan í ríkisfjármálum þarf að vinna gegn misvægi í efnahagslífinu innanlands og í utanríkisviðskiptum. Þrátt fyrir að kerfislæg afkoma ríkissjóðs hafi batnað undanfarin ár hafa útgjöld farið fram úr fjárlögum í öllum stærri málaflokkum. Horfur eru á að hið sama gerist í ár, bæði vegna afturvirkra greiðslna til öryrkja samkvæmt nýlegum Hæstaréttardómi og launahækkana framhaldsskólakennara. Þótt fjárlög ársins hafi þegar verið afgreidd hafa stjórnvöld gefið til kynna að á þessu verði tekið í fjárlögum. Sendinefndin hvetur stjórnvöld til þess að mæta þessum ófyrirséðu útgjöldum með niðurskurði á öðrum útgjöldum og að ihuga að fresta opinberum framkvæmdum en það myndi einnig draga úr þenslu í byggingariðnaðinum. Loks þyrfti að styrkja útgjaldaeftirlit enn frekar.
11. Launastefna gegnir einnig mikilvægu hlutverki í að halda aftur af verðbólgu og innlendri eftirspurn. Nýlegar jákvæðar fregnir af verðbólgu ættu að halda aftur af aðilum vinnumarkaðarins við að grípa til endurskoðunarákvæðis kjarasamninganna sem undirritaðir voru á síðasta ári. Taka þarf mið af þeim skorðum sem fjárlög setja þegar gengið verður til samninga við opinbera starfsmenn, bæði vegna nauðsynlegs aðhalds í fjármálum og til að koma í veg fyrir að aðilar vinnumarkaðarins kalli eftir leiðréttingum á launum vegna þess launamunar sem þannig kynni að skapast. Hvað sem öðru líður hvetur sendinefndin eindregið til þess að stjórnvöld forðist að verða við kröfum um kostnaðarauka

eða skattaávilnanir til að bæta upp aðhald í launamálum.

12. Stjórnvöld hafa stigið mikilvæg skref í átt til þess að styrkja skipulag hagkerfisins. Stjórnvöld eiga lof skilið fyrir einkavæðingarstefnu sína undanfarin áratug og þann ásetning að halda áfram á þeirri braut. Sendinefndin er hlynt þeirri ætlan stjórnvalda að einkavæða að fullu þá banka sem enn eru eftir í eigu ríkisins þrátt fyrir að sameining þeirra hafi ekki verið heimilud af Samkeppnisráði. Einnig er áformaðri sölu á hlutabréfum ríkisins í Símanum fagnað.
13. Íslenska lífeyriskerfið er byggt á traustum grunni. Sá hluti kerfisins sem snýr að almenna vinnumarkaðinum byggist á fullri sjóðssöfnun og hefur skilað verulegri ávöxtun undanfarin ár. Lífeyriskerfi ríkisstarfsmanna hefur einnig verið styrkt með stofnun sérstaks kerfis fyrir nýja ríkisstarfsmenn sem byggist á fullri sjóðssöfnun og þeirri ákvörðun stjórnvalda að lækka úti-standandi skuldbindingar sínar gagnvart eldra kerfinu sem byggðist ekki á fullri sjóðssöfnun. Sú hækkun á viðmiðun lífeyris sem tengist nýlegum breytingum á launakerfi opinberra starfsmanna skyggir hins vegar nokkuð á þessa jákvæðu mynd þar sem hún eykur lífeyrisskuldbindingar stjórnvalda í framtíðinni. Með hliðsjón af þessu hvetur sendinefndin stjórnvöld til þess að nota væntanlegar tekjur af sölu ríkisfyrirtækja til að lækka enn frekar lífeyrisskuldbindingar ríkissjóðs. Þótt ákvörðunin um að hækka það hámark sem lífeyrissjóðir mega fjárfesta erlendis gefi færi á aukinni áhættudreifingu er hún líkleg til þess að leiða til áframhaldandi útflæðis fjármagns. Við ríkjandi aðstæður veldur þetta frekari þrýstingi á gengi krónunnar. Stjórnvöld ættu þess vegna að huga að leiðum til þess að hægja á þessari þróun.
14. Sendinefndin fagnar viðleitni stjórnvalda til þess að endurskoða kvótakerfi fiskveiða. Í athugun eru ýmsar leiðir til að ná út hluta af þeim ávinningi sem fellur til vegna nýtingar á sameiginlegum auðlindum. Slíkar aðgerðir ættu að auka frekar gagnsæi stefnu stjórnvalda.

15. Þótt gripið hafi verið til ýmissa aðgerða til þess að draga úr fjárhagslegri byrði vegna landbúnaðarins þarf að gera meira til þess að auka frelsi hans og gera hann óháðari styrkjum. Nokkur árangur hefur náðst á síðustu árum eins og kemur fram í breytingu frá niðurgreiðslum og viðskiptahömlum í átt til beingreiðslna auk þeirrar ákvörðunar stjórnvalda að kaupa upp framleiðslurétt á kindakjöti. Samt sem áður er þörf á því að draga enn frekar úr núverandi styrkjum enda jafngildir framleiðendastyrkurinn um 70% af framleiðsluverðmæti (sem er meðal þess hæsta í heiminum). Slík aðgerð myndi bæta hag íslenskra neytenda (vegna lægra verðs) og þróunarlandanna (vegna betri aðgangs að íslenska markaðnum) langt umfram þann hag sem núverandi kerfi færir íslenskum bændum.
16. Að lokum eru íslensk stjórnvöld hvött til þess að auka framlag þjóðarinnar til þróunaraðstoðar í átt til þess hlutfalls af landsframleiðslu sem önnur Norðurlönd leggja fram.

# Annáll fjármálamarkaða

## Janúar 2000 – janúar 2001

### Janúar 2000

Hinn 1. janúar tóku gildi nýjar reglur um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár o.fl. Breytingar voru gerðar á ákvæði um jöfnuð verðtryggðra eigna og skulda lánastofnana. Leyfileg mörk misvægis voru aukin úr 20% í 30% af eigin fé. Ekki voru gerðar breytingar á heimildum til verðtryggingar sparifjár og lánsfjár eins og stefnt hafði verið að samkvæmt reglum bankans frá júní 1995. Lágmarksbinditími verðtryggðra innlána verður áfram 3 ár og lágmarksbinditími verðtryggðra lána 5 ár.

Hinn 1. janúar tók gildi breyting á lögum nr. 36/1986 um Seðlabanka Íslands og fluttist yfirstjórn bankans frá viðskiptaráðherra til forsætisráðherra.

Hinn 1. janúar fékk Greiðslumiðlun hf. Visa Ísland starfsleyfi sem lánastofnun.

Hinn 12. janúar hækkaði Seðlabanki Íslands vexti sína um 0,8 prósentustig.

Hinn 24. janúar birti Seðlabanki Íslands verðbólgu-  
spá sem gerði ráð fyrir að meðalhækkun verðlags yrði 5% milli árunna 1999 og 2000 en hækkun frá upphafi til loka árs 2000 yrði 3,8%. Spáð var að verðlag á fyrsta ársfjórðungi myndi hækka um 0,9% eða 3,7% á ársgrundvelli.

### Febrúar 2000

Hinn 1. febrúar tóku gildi nýjar reglur á millibankamarkaði með krónur. Helstu breytingar eru þær að framvegis skuldbinda markaðsaðilar sig til þess að gera tilboð í tilteknum fjárhæðum með lánstíma til 9 og 12 mánaða. Seðlabanki Íslands mun reikna út og birta REIBOR og REIBID til 9 og 12 mánaða.

Hinn 1. febrúar tóku gildi nýjar reglur um viðskipti Seðlabanka Íslands við bindiskyldar lánastofnanir. Meginbreytingar voru að gildandi ákvæði um leiðréttingar á færslumistöku voru felld inn í reglurnar og að tilkynningar um uppboð endurhverfra við-

skipta verða birtar vikulega á mánudagsmorgni í stað föstudagskvölds. Þá bættist við nýr skuldabréfaflokkur SLST023/2 sem er hæfur í viðskiptum við Seðlabankann.

Hinn 3. febrúar veitti alþjóðlega matsfyrirtækið Fitch IBCA íslenska ríkinu lánshæfismatið AA- fyrir langtímaskuldbindingar í erlendri mynt, fyrir skammtímaskuldbindingar í erlendri mynt F1+ og fyrir skuldbindingar í innlendri mynt fékk ríkið AAA sem eru hæstu einkunnir sem fyrirtækið gefur.

Hinn 11. febrúar tilkynnti Seðlabanki Íslands hækkun vaxta sinna um 0,3 prósentustig og um víkkun vikmarka gengisstefnunnar úr  $\pm 6\%$  í  $\pm 9\%$ .

### Mars 2000

Hinn 21. mars tóku gildi nýjar reglur um viðskipti á millibankamarkaði í íslenskum krónum. Meginbreytingin á reglunum er sú að sett hefur verið hámarks-vaxtabil milli inn- og útlána í tilboðum þátttakenda til eins mánaðar og lengri tíma. Hámarkið er 25 punktar. Ekkert hámarks-vaxtabil er skilgreint fyrir viðskipti til skemmri tíma.

Hinn 30. mars veitti viðskiptaráðherra FBA starfsleyfi sem viðskiptabanka skv. 4. gr. laga nr. 113/1996 um viðskiptabanka og sparisjóði.

### Apríl 2000

Hinn 10. apríl var undirrituð samrunaáætlun Íslandsbanka hf. og FBA hf. sem leiddi til stofnunar nýs félags undir nafninu Íslandsbanki-FBA hf.

### Maí 2000

Seðlabanki Íslands birti verðbólgu-  
spá sem gerði ráð fyrir að meðalhækkun verðlags yrði 5,5% milli árunna 1999 og 2000, en hækkun frá upphafi til loka árs 2000 yrði 5,0%. Spáð var að verðlag á öðrum ársfjórðungi myndi hækka um 1,4% eða 5,7% á ársgrundvelli.



Um miðjan maí tilkynntu tveir af yfirlýstum viðskiptavökum ríkisskuldabréfa Verðbréfaþingi Íslands með eins mánaðar fyrirvara að þeir hyggðust hætta viðskiptavakt.

#### Júní 2000

Hinn 2. júní tók Íslandsbanki-FBA hf. formlega til starfa.

Bandaríska matsfyrirtækið Moody's Investors Service gaf Íslandsbanka-FBA hf. einkunnina A2 fyrir langtímaskuldbindingar, Prime-1 fyrir skammtímaskuldbindingar og C fyrir fjárhagslegan styrk.

Hinn 7. júní undirritaði Lánasýsla ríkisins samning, að undangengnu útboði, um samningsbundna viðskiptavakt ríkisverðbréfa við Kaupþing hf., Búnaðarbanka Íslands hf., Íslandsbanka-FBA hf. og Sparisjóðabanka Íslands hf. Frá undirritun samningsins hafa áður nefndir aðilar heimild til að kalla sig viðurkennda viðskiptavaka ríkisverðbréfa. Í samningnum eru skilgreindar skyldur viðskiptavaka varðandi framsetningu tilboða á VPÍ og hámarksbil milli kaup- og söluávöxtunar. Þá mun Lánasýslan greiða viðskiptavökum veltuþóknun fyrir viðskiptavaktina. Í samningnum eru skilgreindir 4 markflokkar ríkisskuldabréfa, þrjú verðtryggðir og einn óverðtryggður. Lánasýslan skuldbatt sig jafnframt til þess að bæta upplýsingagjöf.

Hinn 19. júní hækkaði Seðlabanki Íslands vexti sína um 0,5 prósentustig.

Íbúðalánasjóður gerði samning við Landsbanka Íslands hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. um viðskiptavakt með húsbref. Frá undirritun samningsins hafa áður nefndir aðilar heimild til að kalla sig viðurkennda viðskiptavaka með húsbref og húsnæðisbref. Íbúðalánasjóður stóð með sama hætti að vali viðskiptavaka og Lánasýsla ríkisins, og er samningur sjóðsins að öllu leyti hliðstæður samningi Lánasýslunnar. Þá tilkynnti Íbúðalánasjóður að hann myndi framvegis leitast við að miðla með reglubundnum hætti til markaðarins upplýsingum sem áhrif geta haft á verðmyndun skuldabréfa.

Hinn 30. júní veitti viðskiptaráðherra samþykki sitt fyrir samruna Samvinnusjóðs Íslands hf. og Fjárvangs hf. í Frjálsa fjárfestingarbankann hf. sem er lánastofnun skv. lögum nr. 123/1996.

#### Ný gengisskráningarvog (%)

Byggt á viðskiptum 1999

Lönd	Mynt	Út- flut- ingsvog	Ím- flut- ingsvog	Meðal- tal	Breyting frá fyrri vog
Bandaríkin .....	USD	25,57	24,95	25,26	0,57
Bretland .....	GBP	15,14	13,58	14,36	1,36
Kanada .....	CAD	1,83	1,02	1,42	0,09
Danmörk .....	DKK	8,41	9,37	8,89	0,52
Noregur .....	NOK	6,85	8,37	7,61	0,26
Svíþjóð .....	SEK	2,58	5,57	4,07	0,35
Sviss .....	CHF	3,16	1,06	2,11	-0,39
Evrusvæði .....	EUR	32,21	30,64	31,43	-2,92
Japan .....	JPY	4,25	5,44	4,85	0,16
Norður-Ameríka .....		27,40	25,97	26,68	0,66
Evrópa .....		68,35	68,59	68,47	-0,82
Evrópusambandið .....		58,34	59,16	58,75	-0,69
Japan .....		4,25	5,44	4,85	0,16
Alls .....		100,00	100,00	100,00	0,00

#### Júlí 2000

Hinn 6. júlí tilkynnti Sparisjóðabanki Íslands hf. Seðlabankanum að hann hefði ákveðið að hætta þátttöku á millibankamarkaðnum fyrir gjaldeyri. Uppsögnin tók gildi mánuði síðar.

Hinn 13. júlí var millibankamarkaði með gjaldeyri lokað milli kl. 10 og 12 að ákvörðun viðskiptavakanna á markaðnum. Ákvörðunin var tekin vegna mikilla viðskipta og snöggrar lækkunar á gengi krónunnar um morguninn.

Hinn 18. júlí hófust viðskipti með hlutabréf DeCode Genetics á Nasdaq.

Hinn 18. júlí var tilkynnt um meirihlutakaup Landsbanka Íslands hf. í breska fjárfestingarbankanum The Heritable and General Investment Bank Ltd. (HGI).

Hinn 20. júlí var gengisskráningarvog breytt í ljósi samsetningar utanríkisviðskipta á árinu 1999. Taflan hér ofar á síðunni sýnir hina nýju vog og breytingu frá fyrri vog.

#### Ágúst 2000

Hinn 8. ágúst hætti Sparisjóðabanki Íslands hf. viðskiptavakt á millibankamarkaði með gjaldeyri.

### September 2000

Hinn 4. september var opnaður danski netbankinn Basisbank sem Íslandsbanki-FBA hf. á fjórðungshlut í.

Hinn 11. september fjölgaði viðskiptavökum með húsbréf og húsnaðisbréf úr tveimur í fimm þegar Íslandsbanki-FBA hf., Kaupþing hf. og Sparisjóðabanki Íslands hf. bættust í hóp viðskiptavaka. Fyrir voru Búnaðarbanki Íslands hf. og Landsbanki Íslands hf.

Hinn 29. september var tilkynnt að Búnaðarbanki Íslands hf. hefði sótt um leyfi yfirvalda bankamála í Lúxemborg til að starfrækja banka þar í landi.

### Október 2000

Hinn 2. október var lagt fram fjárlagafrumvarp fyrir árið 2001 þar sem gert er ráð fyrir 30 milljarða afgangi ríkissjóðs.

Hinn 13. október beindi ríkisstjórn Íslands tilmælum til bankaráða Búnaðarbanka Íslands hf. og Landsbanka Íslands hf. um að hefja viðræður um sameiningu bankanna og að leitað yrði forúrskurðar samkeppnisráðs.

Hinn 20. október tóku gildi breyttar reglur á milli-bankamarkaði með gjaldeyri. Tvær meginbreytingar voru gerðar frá fyrri reglum. Fellt var niður ákvæði sem heimilaði viðskiptavökum að koma sér saman um tímabundna stöðvun viðskipta og lágmarksfjárhæð viðskipta var hækkuð úr einni milljón Bandaríkjadala í eina og hálfja milljón Bandaríkjadala.

Hinn 26. október var Kaupþing hf. skráð á Verðbréfaþing Íslands.

Hinn 27. október var tilkynnt að Íslandsbanki-FBA hf. hefði gefið út skuldabréf á alþjóðlegum markaði að upphæð 250 milljónir evra. Þetta mun vera stærsta skuldabréfaútgáfa sem íslenskur aðili hefur staðið fyrir á erlendum markaði.

### Nóvember 2000

Hinn 1. nóvember hækkaði Seðlabanki Íslands stýrivexti um 0,8 prósentustig. Eftir þessa hækkun eru forvextir á daglánum Seðlabanka Íslands 12,4% og vextir á endurhverfum viðskiptum við bindiskyldar innlánsstofnanir 11,4%.

Hinn 7. nóvember var tilkynnt að Bonus Dollar Stores, dótturfyrirtæki Baugs hf., hefði skrifað undir samning við Institutional Equity í Dallas í Bandaríkjunum um að hafa umsjá með skráningu á Bonus Dollar Stores á Nasdaq Small Caps vegna fyrsta útboðs á almennum hlutabréfum félagsins. Stefnt er að skráningu í febrúar 2001.

Hinn 10. nóvember tilkynnti fjármálaráðherra að ríkissjóður myndi ekki greiða upp erlend lán á árinu 2001. Á árinu 2001 gjaldfalla 15 ma.kr. af erlendum lánnum ríkissjóðs. Ákveðið hefur verið að mæta þeim afborgunum að fullu með nýjum erlendum lánnum.

Hinn 14. nóvember var skrifað undir samning við Íslandsbanka-FBA hf., Landsbanka Íslands hf. og Sparisjóðabanka Íslands hf. um útgáfu ríkisvixla og viðskipta á eftirmarkaði. Þessar stofnanir hafa rétt til að kalla sig Aðalmiðlara ríkisvixla. Tilgangurinn með þessum samningi er að tryggja útgáfu á ríkisvixlum og efla verðmyndun á eftirmarkaði. Aðalmiðlaraútboð munu fara fram á tveggja mánaða fresti.

### Desember 2000

Hinn 4. desember var tilkynnt að Íslandsbanki-FBA hf. hygðist kaupa 56,2% í Rietumu Banka í Lettlandi. Bankaráð hefur samþykkt skilmála kaupanna með fyrirvara um niðurstöður áreiðanleikakönnunar og samþykki Seðlabanka Lettlands.

Hinn 18. desember var kynnt niðurstaða Samkeppnisráðs vegna fyrirhugaðrar sameiningar Búnaðarbanka Íslands hf. og Landsbanka Íslands hf. Samkeppnisráð komst að þeirri niðurstöðu að sameiningin brjóti í bága við samkeppnislög.

Hinn 22. desember tilkynnti Seðlabanki Lettlands að hann samþykkti kaup Rietumu Banka á 100% eignarhlut í öðrum lettneskum banka, Saules Banka. Með þessari sameiningu verður til einn stærsti banki á sviði fyrirtækjaþjónustu og einkaþjónustu á Eystrasaltssvæðinu.

Hinn 29. desember urðu metviðskipti á Verðbréfaþingi Íslands og nam veltan 12,5 ma.kr.

Hinn 31. desember var undirrituð viljayfirlýsing á milli Kaupþings hf. og viðskiptavina þess annars vegar, en hins vegar Olúfélagsins hf., Samvinnulífeyrissjóðsins, Traustfangs hf. og Vátryggingarfélag

Íslands hf. auk Isoports A.S., um kaup Kauppings hf. á a.m.k. 2/3 hlutum heildarhlutafjár Frjálsa fjárfestingarbankans hf. af framangreindum aðilum. Viljayfirlýsingin var undirrituð með fyrirvara um samþykki stjórnar seljenda og niðurstöðu kostgæfnisathugunar.

#### Janúar 2001

Hinn 10. janúar sendi Búnaðarbanki Íslands hf. frá sér fréttatilkynningu um að bankanum hafi borist tilkynning frá Fjármálaeftirlitinu þann 5. janúar. Fram kemur að Fjármálaeftirlitið telji nauðsynlegt að rannsaka frekar viðskipti Búnaðarbankans hf. og

Hlutabréfasjóðs Búnaðarbankans með hlutabréf í Pharmaco hf. tímabilið frá 7. júní 1999 til mars 2000. Fram kemur það mat Fjármálaeftirlitsins að Búnaðarbankinn hf. og Hlutabréfasjóður Búnaðarbankans hafi búið yfir trúnaðarupplýsingum umrætt tímabil.

Hinn 24. janúar greip Seðlabanki Íslands inn í viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri eftir að gengisvísitala íslensku krónunnar hafði stigið hratt eftir að markaðurinn var opnaður kl. 9:15. Seðlabankinn seldi Bandaríkjadali fyrir 2,06 ma.kr. sem varð til þess að ró komst á markaðinn.

## Töflur og myndir

*Töflur og myndir miðast við talnalegar upplýsingar sem fyrir lágu hinn 31. janúar 2001.  
Skýringar á merkingu tákna eru á innanverðri kápusíðu.*

### A Töflur

Tafla 1	Helstu mánaðarlegar vísbendingar .....	61
Tafla 2	Verðlagsþróun .....	63
Tafla 3	Gengisþróun.....	64
Tafla 4	Vextir.....	65
Tafla 5	Peningastærðir og útlán .....	66
Tafla 6	Reikningar lánakerfisins .....	67
Tafla 7	Fjármálamarkaður.....	68
Tafla 8	Vinumarkaður .....	68
Tafla 9	Þjóðhagslegt yfirlit.....	69
Tafla 10	Viðskiptajöfnuður .....	70
Tafla 11	Fjármagnsjöfnuður og erlend staða þjóðarbúsins.....	71
Tafla 12	Yfirlit um fjármál ríkissjóðs .....	72
Tafla 13	Fjármál hins opinbera .....	73
Tafla 14	Velta .....	74
Tafla 15	Raungengi íslensku krónunnar .....	74
Tafla 16	Fasteignamarkaður og eignaverð.....	75
Tafla 17	Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja.....	75
Tafla 18	Afkoma fyrirtækja .....	76
Tafla 19	Erlendur samanburður .....	77
Tafla 20	Alþjóðleg hagþróun .....	77
Tafla 21	Sögulegar hagþölur.....	78
Tafla 22	Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins .....	81
Tafla 23	Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum .....	82

### B Myndir

Mynd 1	Vísitala neysluverðs 1997-2001 .....	63
Mynd 2	Vísitala neysluverðs eftir eðli og uppruna 1997-2001 .....	63
Mynd 3	Vísitölur meðalgengis 1997-2001 .....	64

Mynd 4	Gengi helstu gjaldmiðla gagnvart íslenskri krónu 1999 - 2001 .....	64
Mynd 5	Ávöxtun á peningamarkaði 1993-2001 .....	65
Mynd 6	Ávöxtun langtímaskuldabréfa 1990-2001 .....	65
Mynd 7	12 mán. %-breyting peningamagns (M3), útlána innlánsstofnana og grunnfjár 1990-2000 .....	66
Mynd 8	Útlanaflokkun innlánsstofnana 1990-2000.....	66
Mynd 9	Vöxtur útlána lánakerfisins 1991-2000 .....	67
Mynd 10	Flokkun innlendra skulda lánakerfisins 1990-2000 .....	67
Mynd 11	Þróun launa og kaupmáttar 1990-2000 .....	68
Mynd 12	Atvinnuleysi og atvinnuþáttaka 1989-2000 .....	68
Mynd 13	Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu og fjármunamyndunar 1980-2001 .....	69
Mynd 14	Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun sem % af vergri landsframleiðslu 1980 - 2001 .....	69
Mynd 15	Vöruútflutningur og vöruinnflutningur 1990-2000 .....	70
Mynd 16	Útflutt og innflutt þjónusta 1991-2000.....	70
Mynd 17	Ársfjórðungslegur viðskiptajöfnuður 1995-2000 .....	71
Mynd 18	Erlend staða þjóðarbúsins 1980-2000 .....	71
Mynd 19	Ríkisfjármál 1988-2001 .....	72
Mynd 20	Mánaðarlegur tekjuafgangur ríkissjóðs 1998-2000.....	72
Mynd 21	Skuldir og tekjuafgangur hins opinbera 1988-2001 .....	73
Mynd 22	Útgjöld og tekjur hins opinbera 1988-2001 .....	73
Mynd 23	Veltubreyting milli ára 1998-2000.....	74
Mynd 24	Ársfjórðungslegt raungengi krónunnar 1980-2001 .....	74
Mynd 25	Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2000 .....	75
Mynd 26	Hlutabréfaverð 1997-2001 .....	75
Mynd 27	Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka og sparisjóða 1995-2000.....	76
Mynd 28	Eiginfjárhlutfall viðskiptabanka og sparisjóða 1995-2000 .....	76
Mynd 29	Verðbólga 1939-2001 .....	80
Mynd 30	Hagvöxtur 1945-2001 .....	80
Mynd 31	Viðskiptajöfnuður 1945-2001 .....	80
Mynd 32	Raungengi 1960-2001.....	80
Mynd 33	Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2001 .....	80
Mynd 34	Raunávöxtun og peningamagn 1960-2000.....	80
Mynd 35	Hlutfallsleg atvinnuskipting 1970 og 1997 .....	81
Mynd 36	Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir vöruflokkum 1970-1999.....	81
Mynd 37	Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir svæðum 1970-1999 .....	82
Mynd 38	Hlutfallsleg skipting vöruinnflutnings eftir svæðum 1970-1999 .....	82

**Tafla 1 Helstu mánaðarlegar vísbendingar (frh. á næstu bls.)**

	<i>Verðlag</i>		<i>Gengi</i>		<i>Ávöxtun (í lok tímabils, %)</i>					<i>Peningastærðir (í lok tímabils)<sup>5</sup></i>				
	% -breyting vísitölu neysluverðs <sup>1</sup>		% -breyt. meðalgengis krónu <sup>1,2</sup>		Peningamarkaður			Skuldabréfamarkaður		12 mán. %-breytingar				
	sl.	sl.	sl.	sl.	Endurhv. verðbréfakaup	3 mán. REIBOR <sup>3</sup>	3 mán. ríkisvixlar	5 ára óverðtr. ríkisbréf	10 ára spari-skírteini <sup>4</sup>	25 ára húsbréf <sup>4</sup>	Grunnfé	M3	Útlán innlánsstofnana	Erlent lánsfé <sup>6</sup>
	1 m.	12 m.	1 m.	12 m.										
1995 .....	.	1,7	.	-0,1	6,5	.	7,3	10,6	5,9	5,8	-4,6	2,2	0,0	-18,4
1996 .....	.	2,3	.	-0,1	6,9	.	7,1	9,4	5,8	5,8	23,6	6,8	11,8	82,6
1997 .....	.	1,8	.	1,3	7,2	.	7,2	8,3	5,3	5,3	3,1	8,7	12,7	48,0
1998 .....	.	1,7	.	1,6	7,5	8,2	7,6	7,5	4,3	4,7	4,6	15,2	30,4	56,8
1999 .....	.	3,4	.	0,2	9,0	11,7	9,8	9,6	4,7	4,8	75,8	16,9	23,3	-3,0
2000 .....	.	5,0	.	-0,1	11,4	12,0	11,5	11,7	5,5	6,3	-10,5	11,0	26,4	54,2
1999														
Júlí.....	0,4	3,2	0,1	-1,7	8,4	9,1	8,5	8,3	4,2	4,6	3,2	16,4	34,4	38,5
Ágúst.....	0,4	4,2	0,4	-1,3	8,4	9,3	8,5	8,7	4,3	4,6	1,1	16,2	34,2	36,4
September ..	0,8	4,9	0,4	-0,0	9,0	10,3	9,3	9,2	4,4	4,6	12,1	14,8	31,6	44,6
Október .....	0,8	5,3	1,2	1,6	9,0	10,9	9,5	9,3	4,6	4,9	25,5	16,0	25,0	29,7
Nóvember ..	-	5,0	0,6	3,0	9,0	11,3	9,6	9,0	4,6	4,8	19,4	17,4	27,4	27,6
Desember ...	0,4	5,6	0,2	3,0	9,0	11,7	9,8	9,6	4,7	4,8	75,8	16,9	23,3	-3,0
2000														
Janúar .....	0,8	5,8	-0,0	2,5	9,8	10,4	10,5	10,2	4,8	5,1	0,5	19,0	22,6	-1,4
Febrúar .....	-0,3	5,6	1,1	3,6	10,1	10,8	10,7	10,2	4,6	5,1	32,0	14,7	22,2	-3,8
Mars .....	0,8	5,9	0,4	4,0	10,1	10,8	10,8	10,5	4,9	5,7	-7,0	14,6	24,1	0,5
Apríl .....	0,6	6,0	0,5	5,0	10,1	10,8	10,7	10,7	5,2	5,8	23,6	13,4	22,5	8,5
Máí .....	0,4	5,9	-0,1	5,4	10,1	11,1	10,7	11,1	5,5	6,1	36,1	14,1	23,5	16,6
Júní .....	0,4	5,5	-2,2	2,6	10,6	11,5	11,2	11,2	5,4	5,9	33,6	12,1	26,1	24,3
Júlí .....	0,5	5,6	-1,9	0,5	10,6	11,9	11,4	11,8	5,6	6,2	8,4	12,9	26,5	15,9
Ágúst .....	-0,5	4,7	-0,1	-0,1	10,6	11,8	11,3	11,7	5,6	5,9	9,8	11,5	25,8	19,0
September ..	0,2	4,0	-1,3	-1,8	10,6	11,2	11,3	10,9	5,5	6,0	19,8	11,8	27,2	26,0
Október .....	1,0	4,2	-1,5	-4,4	10,6	11,3	11,3	11,6	6,0	6,1	22,3	10,5	26,6	22,4
Nóvember ..	0,3	4,6	-2,3	-7,2	11,4	11,9	11,8	12,2	5,6	6,2	-8,4	9,7	25,0	25,9
Desember ...	-	4,2	-1,2	-8,5	11,4	12,0	11,5	11,7	5,5	6,3	-10,5	11,0	26,4	54,2
2001														
Janúar .....	0,1	3,5	-0,9	-9,3	11,4	11,6	11,6	11,3	5,6	6,2	...	...	...	...

1. Árstölur eru breytingar milli ársmeðaltala. 2. M.v. opinbera gengisskráningarvísitölu krónunnar og meðalgengi hvers tímabils. Jákvætt formerki táknar styrkingu gengisins. 3. Meðalávöxtun á milli-bankamarkaði lánastofnana með krónur. 4. Ávöxtun umfram verðtryggingu. 5. Árstölur eru breytingar yfir ár. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur. 6. Erlent lánsfé innlánsstofnana.

Tafla 1 (frh.) Helstu mánaðarlegar vísbendingar <sup>5</sup>

	<i>Gjaldeyrismarkaður og gjaldeyrisforði</i>				<i>Útanríkisviðskipti og ytri skilyrði</i>				<i>Vinumarkaður</i>		<i>Ríkisfjármál</i>	<i>Eignaverð</i>		
	Gjaldeyrisforði Seðlabankans:			Hrein kaup SÍ á markaði	Vöru-skipta-jöfn.	Vöru-útflutn.	Vöru-innflutn.	Útfl.verð sj.afurða, 12 mán. %-br. <sup>9</sup>	Raun-gengi ísl. krónu <sup>10</sup>	At-vinnu-leysi	Launa-vísitala, 12 mán. %-br. <sup>11</sup>	Tekjujöfn. ríkis, % af tekjum frá áram. <sup>12</sup>	Úrvalsvísi-tala hluta-bréfa <sup>13</sup>	Verð-íbúðar-húsn. <sup>14</sup>
	Staða (ma.kr.)	vöruinn-flutn. <sup>7</sup>	erl. skt.sk. lánastofn. <sup>8</sup>	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)	(ma.kr.)
1995 .....	20,5	2,4	1,5	-3,6	13,4	116,6	103,3	7,7	89,3	5,0	4,5	-7,8	35,2	-5,1
1996 .....	30,8	3,0	0,8	15,9	1,2	125,7	124,5	1,0	89,5	4,3	6,4	-9,4	59,9	2,2
1997 .....	27,8	2,6	0,6	14,1	0,3	131,2	131,0	2,2	90,3	3,9	5,4	0,9	13,6	2,7
1998 .....	29,6	2,2	0,8	17,0	-25,0	136,6	161,6	11,8	91,7	2,8	9,4	4,6	9,8	7,0
1999 .....	35,8	2,6	0,9	12,0	-22,4	145,0	167,3	-5,0	93,5	1,9	6,8	8,7	47,4	21,8
2000 .....	34,2	2,1	0,6	-13,9	...	...	...	...	96,3	1,3	6,6	5,9	-19,3	12,4
1999														
Júlí.....	33,5	2,4	0,8	-	-2,0	12,3	14,3	-8,2	93,8	1,7	6,8	1,4	10,0	16,4
Ágúst.....	31,6	2,3	0,8	-	-2,2	10,6	12,8	-8,6	94,6	1,7	6,3	6,0	12,2	18,2
September ..	34,8	2,5	0,9	-	-4,6	11,4	16,0	-9,5	95,2	1,4	6,3	6,0	27,0	19,0
Október .....	34,1	2,4	0,8	-	-2,1	11,8	13,8	-8,7	96,7	1,4	6,3	5,4	34,9	19,5
Nóvember ..	31,4	2,2	0,7	-	0,4	14,8	14,4	-6,8	97,0	1,5	6,4	9,4	32,5	20,1
Desember ...	35,8	2,6	0,9	-	-1,5	11,6	13,1	-6,2	97,6	1,7	6,2	8,7	47,4	21,8
2000														
Janúar .....	32,2	2,3	0,6	-	-2,0	9,0	11,0	-4,4	97,4	1,8	3,6	27,3	46,4	22,5
Febrúar .....	32,2	2,3	0,4	-	0,5	13,0	12,5	-3,1	98,3	1,7	4,6	16,3	48,1	22,5
Mars .....	32,4	2,3	0,4	-	-4,4	13,4	17,7	-1,2	99,0	1,9	4,6	7,7	54,3	21,2
Apríl .....	32,3	2,3	0,4	-	-1,8	10,8	12,6	-3,9	99,7	1,5	5,3	10,9	48,3	21,0
Máí .....	32,4	2,2	0,4	-	-8,6	12,1	20,7	-4,4	100,0	1,5	7,1	5,9	32,6	20,4
Júní .....	33,2	2,2	0,4	-3,0	-2,2	12,8	14,9	-3,7	98,1	1,3	7,6	9,5	33,1	18,2
Júlí .....	34,7	2,3	0,4	-7,0	-3,4	12,0	15,3	-3,0	96,2	1,1	7,9	6,5	25,1	16,3
Ágúst .....	35,1	2,3	0,7	1,1	-1,5	14,2	15,7	-4,4	95,7	1,1	7,9	5,3	21,6	15,2
September ..	35,2	2,2	0,6	0,1	-4,7	12,4	17,1	-5,5	94,8	0,9	7,8	3,3	9,3	15,4
Október .....	35,1	2,1	0,5	0,3	-3,1	14,2	17,4	-7,4	94,4	0,9	7,8	6,1	3,2	14,2
Nóvember ..	34,8	2,1	0,6	-4,7	-3,0	13,9	16,9	...	92,8	1,1	7,6	4,9	-10,6	13,5
Desember ...	34,2	2,1	0,6	-0,5	...	...	15,5	...	91,6	1,3	7,6	5,9	-19,3	12,4
2001														
Janúar <sup>†</sup> .....	...	...	...	-4,1	...	...	...	...	...	...	...	...	-28,1	...

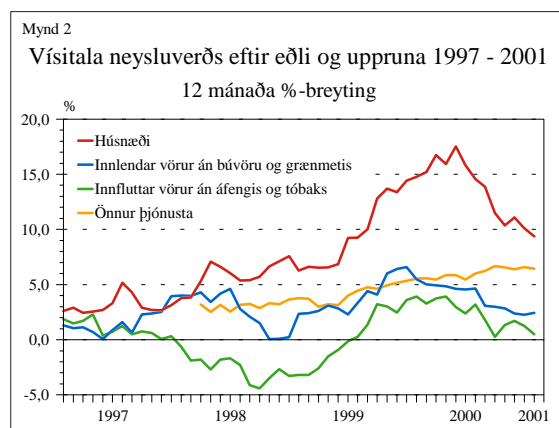
7. Gjaldyrisforði í lok tímabils sem hlutfall af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvöruinnflutnings sl. 12 mánuði. 8. Í nefnara eru erlendar skammtíma-skuldbindingar innlánsstofnana og fjárfestingarbanka. 9. Verð í SDR. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 10. Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag á Íslandi og í 17 helstu viðskiptalöndum. 1980 = 100. Meðaltal tímabils. 11. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 12. Greiðslugrunnur. 13. Úrvalsvisitala frá janúar 1998. Áður þingvisitala VÞÍ. Árstölur eru breyting yfir ár. 14. Íbúðarhúsnæði á höfuðborgarsvæði (sjö sveitarfélög). Þriggja mánaða hlaupandi meðaltal núvirts fermetraverðs. Árstölur eru breyting yfir ár. † Til 31. janúar.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðhagsstofnun, Vinnuálastofnun, Ríkisbókhald, Verðbréfaþing Íslands, Fasteignamat ríkisins, Seðlabanki Íslands.

## Tafla 2 Verðlagsþróun

	2000								2001
	maí	júní	júlí	ág.	sept.	okt.	nóv.	des.	jan.
Vísitala neysluverðs (maí 1988 = 100) .....	198,4	199,1	200,1	199,1	199,5	201,5	202,1	202,1	202,4
<i>1 mánaðar %-breytingar:</i>									
Vísitala neysluverðs .....	0,4	0,4	0,5	-0,5	0,2	1,0	0,3	0,0	0,1
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis .....	-0,1	0,3	-0,1	-0,4	-0,2	0,9	-0,2	0,6	1,1
Búvara og grænmeti .....	1,7	-1,2	0,4	0,3	-0,8	1,3	-0,2	-2,1	2,0
Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks .....	-0,2	0,3	0,8	-2,1	0,3	2,0	0,4	-0,3	-0,9
Bensín .....	-0,6	3,5	4,0	-3,2	-0,3	2,1	1,5	-2,0	-4,4
Húsnæði .....	1,6	1,0	0,0	0,2	0,6	0,5	0,7	0,5	0,0
Opinber þjónusta .....	0,0	0,5	-0,1	0,4	0,5	0,1	0,1	0,1	0,9
Önnur þjónusta .....	0,6	0,8	1,0	0,6	0,3	0,5	0,0	0,5	0,6
Samræmd neysluverðsvísitala ESB <sup>1</sup> .....	0,4	0,4	0,6	-0,6	0,2	1,0	0,2	-0,1	...
<i>12 mánaða %-breytingar:</i>									
Vísitala neysluverðs .....	5,9	5,5	5,6	4,7	4,0	4,2	4,6	4,2	3,5
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis .....	4,6	4,6	4,6	3,1	3,0	2,9	2,4	2,3	2,4
Búvara og grænmeti .....	4,6	4,3	5,2	1,8	1,9	2,2	3,6	1,6	3,0
Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks .....	3,0	2,4	3,2	1,8	0,3	1,3	1,7	1,2	0,5
Bensín .....	24,0	20,4	23,3	15,4	8,2	9,3	15,0	11,5	5,1
Húsnæði .....	17,5	15,8	14,6	13,9	11,5	10,4	11,1	10,1	9,4
Opinber þjónusta .....	5,2	5,7	4,5	4,5	4,6	4,7	4,7	4,9	2,1
Önnur þjónusta .....	5,9	5,5	6,0	6,3	6,7	6,6	6,4	6,6	6,4
Samræmd neysluverðsvísitala ESB <sup>1</sup> .....	5,0	4,8	5,2	4,1	3,6	3,8	4,1	3,7	...
Vísitala byggingarkostnaðar <sup>2</sup> .....	3,6	3,9	3,6	3,5	3,4	3,6	3,9	3,5	4,4
Fasteignaverð <sup>3</sup> .....	20,4	18,2	16,3	15,2	15,4	14,2	13,5	12,4	...
<i>Verðlag erlendis og á heimsmarkaði, 12 mán. %-br.</i>									
Vísitala neysluverðs í Bandaríkjunum .....	3,2	3,7	3,7	3,4	3,5	3,4	3,4	3,4	...
Vísitala neysluverðs á evrusvæði <sup>4</sup> .....	1,9	2,4	2,4	2,3	2,8	2,7	2,9	2,6	...
Hrávöruverð (án olíu) á heimsmarkaði .....	4,4	4,1	3,8	-1,2	-0,6	1,3	0,3	...	...
Olíuverð <sup>5</sup> .....	80,3	86,7	49,3	48,0	45,7	40,6	32,2	-2,0	-1,9

1. Frábrögðin neysluverðsvísitölu Hagstofunnar að því leyti að eigin húsnæði, menntun og heilsugæslu er sleppt. 2. M.v. mælitíma. 3. Núvirt fermetraverð íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu (sjö sveitarfélög). 12 mán. %-breyting hreyfanlegra þriggja mán. meðaltala. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur. 4. Samræmd neysluverðsvísitala (HICP). 5. Brent hráolía. Heimildir: Hagstofa Íslands, Fasteignamat ríkisins, Datastream, Bloomberg.



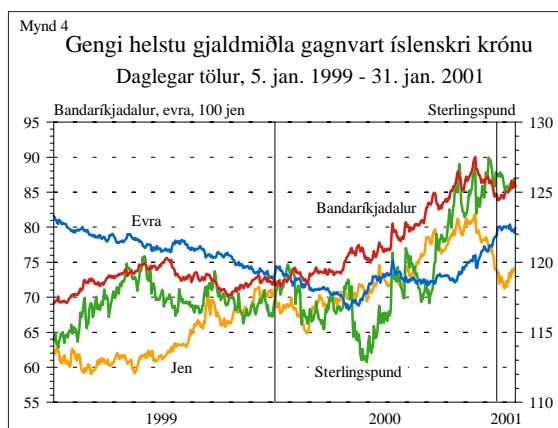
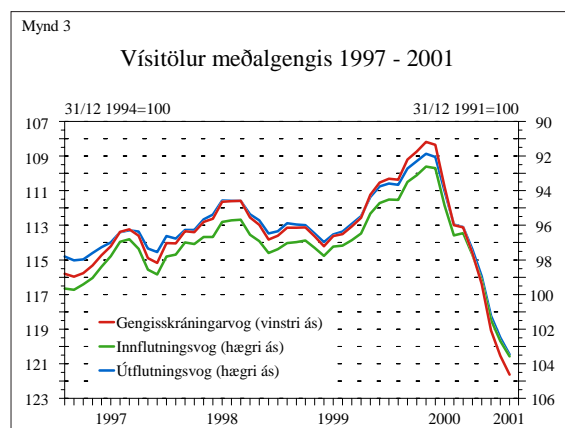


### Tafla 3 Gengispróun

Mánaðarmeðaltöl	2000								3 mán.	
	maí	júní	júlí	ág.	sept.	okt.	nóv.	des.	2001 jan.	%-breyt. til 31. jan. <sup>3</sup>
<i>Vísitölur meðalgengis:</i>										
Gengisskráningargvog (31/12 '91 = 100).....	108,3	110,8	113,0	113,1	114,6	116,4	119,1	120,5	121,6	-3,2
Innflutningsvog (31/12 '94 = 100) <sup>1</sup> .....	92,7	94,9	96,6	96,4	97,7	99,2	101,5	102,7	103,6	-3,2
Útflutningsvog (31/12 '94 = 100) <sup>1</sup> .....	92,0	94,0	96,0	96,1	97,4	98,9	101,2	102,5	103,5	-3,3
<i>Gengisskráning Seðlabanka Íslands:<sup>2</sup></i>										
Bandaríkjadalur .....	76,5	76,2	78,2	80,1	83,1	85,1	87,4	86,2	85,0	1,6
Evra .....	69,4	72,3	73,5	72,4	72,4	72,8	74,8	77,3	79,9	-8,3
Japanskt jen .....	0,707	0,719	0,725	0,741	0,778	0,786	0,802	0,769	0,728	8,3
Sterlingspund.....	115,3	114,9	117,9	119,1	119,1	123,6	124,6	126,0	125,7	0,7
Dönsk króna .....	9,30	9,70	9,85	9,71	9,70	9,78	10,04	10,37	10,70	-8,1
Norsk króna .....	8,46	8,78	8,99	8,94	9,02	9,10	9,36	9,50	9,70	-4,6
Sænsk króna .....	8,41	8,70	8,74	8,62	8,61	8,55	8,67	8,92	8,97	-4,4

%breytingar <sup>3</sup>	Milli ársmeðaltala				Frá ársbyrjun til loka			Sl. 12 mán. til loka		
	1997	1998	1999	2000	jan.'99	jan.'00	jan.'01	jan.'99	jan.'00	jan.'01
<i>Vísitölur meðalgengis:</i>										
Gengisskráningargvog (31/12 '91 = 100).....	1,3	1,6	0,2	-0,1	0,4	0,0	-1,0	1,4	2,5	-9,9
Innflutningsvog (31/12 '94 = 100) .....	1,7	1,7	0,2	0,2	0,3	0,1	-1,0	1,2	2,7	-9,4
Útflutningsvog (31/12 '94 = 100).....	0,9	1,6	0,1	-0,2	0,4	-0,1	-1,0	1,6	2,3	-10,0
<i>Gengisskráning Seðlabanka Íslands:<sup>2</sup></i>										
Bandaríkjadalur .....	-6,1	-0,2	-1,8	-8,2	-0,6	-1,4	-1,2	4,9	-5,0	-14,2
Evra (þýskt mark fyrir 1999) .....	8,3	1,1	-47,5	0,0	-47,9	0,9	-1,3	-49,6	10,5	-9,6
Japanskt jen .....	4,3	7,6	-14,6	-12,6	1,7	3,2	0,0	-4,0	-12,8	-6,6
Sterlingspund.....	-10,4	-1,3	0,6	-1,7	0,0	-2,0	0,7	4,0	-3,7	-4,7
Dönsk króna .....	7,0	1,1	2,5	6,5	1,6	0,9	-1,3	-1,8	10,5	-9,4
Norsk króna .....	2,9	6,6	1,5	3,7	-1,6	1,1	-1,8	3,9	4,3	-8,3
Sænsk króna .....	7,0	4,0	2,1	2,0	-4,9	1,4	-1,2	0,8	7,2	-7,0

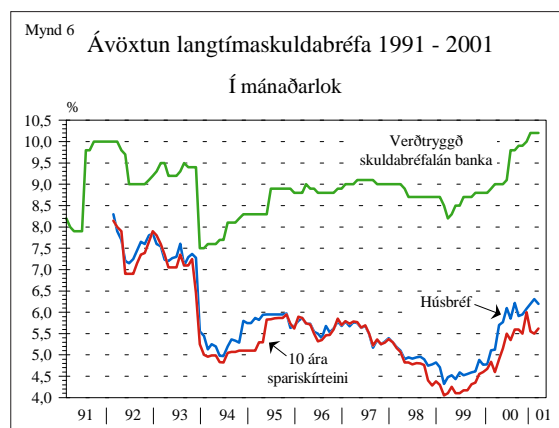
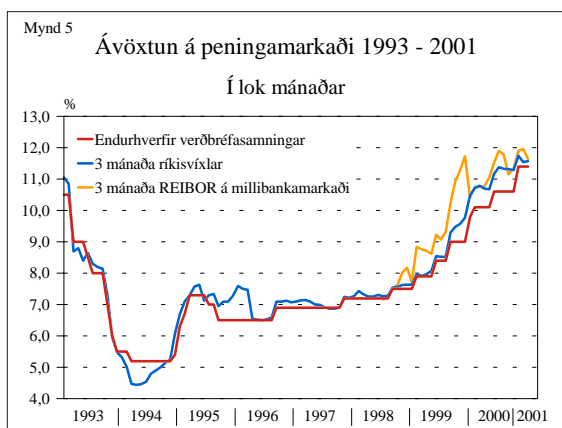
1. Viðskiptavegið gengi gjaldmiðla 17 helstu viðskiptalandanna gagnvart krónunni. 2. Gengi hvers gjaldmiðils gagnvart íslenskrri krónu. Miðað er við miðgengi, þ.e. meðaltal kaup- og sölugengis. 3. Allar breytingar eru reiknaðar á þann hátt að jákvætt formerki táknar styrkingu krónunnar en neikvætt formerki táknar veikingu hennar. Heimild: Seðlabanki Íslands.



## Tafla 4 Vextir

Allar tölur eru í %	Ársmeðaltöl <sup>1</sup>			Í lok mánaðar 2000						31. jan. 2001
	1998	1999	2000	júlí	ág.	sept.	okt	nóv.	des.	
<b>Vextir Seðlabanka Íslands</b>										
Viðskiptareikningar lánastofnana .....	3,0	3,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,9	6,9	6,9
Bindiskyldureikningar <sup>2</sup> .....	5,5	6,6	8,8	8,9	8,9	8,9	8,9	9,7	9,7	9,7
Daglán, forvextir .....	8,5	9,3	11,5	11,6	11,6	11,6	11,6	12,4	12,4	12,4
Endurhverf verðbréfasaup <sup>3</sup> .....	7,3	8,3	10,5	10,6	10,6	10,6	10,6	11,4	11,4	11,4
<b>Ávöxtun á peningamarkaði<sup>4</sup></b>										
REIBOR, 1 mán. ....	7,6	9,4	11,3	11,9	11,3	10,9	11,0	12,3	12,7	11,7
REIBOR, 3 mán. ....	7,6	9,5	11,3	11,9	11,8	11,2	11,3	11,9	12,0	11,6
REIBOR, 6 mán. ....	8,1	10,1	11,3	12,0	11,9	11,5	11,6	11,9	11,9	11,7
Ríkisvixlar, 3 mán. (á VPÍ) .....	7,4	8,6	11,1	11,4	11,3	11,3	11,3	11,8	11,5	11,6
Ríkisvixlar, 12 mán. (á VPÍ) .....	7,5	7,9	11,3	11,2	11,4	11,4	11,4	11,8	11,8	11,6
Bankavixlar, 3 mán. (á VPÍ) <sup>5</sup> .....	7,5	9,0	11,5	12,0	12,1	11,6	11,7	11,8	11,8	11,8
<b>Ávöxtun á skuldabréfamarkaði<sup>6</sup></b>										
Ríkisbréf allt að 5 ára .....	7,7	8,9	11,3	11,8	11,7	10,9	11,6	12,2	11,7	11,3
Spariskírteini 5 ára .....	4,9	4,7	6,0	6,2	6,2	6,2	6,3	6,6	7,1	6,7
Spariskírteini 10 ára .....	4,7	4,3	5,3	5,6	5,6	5,5	6,0	5,6	5,5	5,6
Húsbref 25 ára .....	4,9	4,6	5,9	6,2	5,9	6,0	6,1	6,2	6,3	6,2
Bankabref <sup>7</sup> .....	5,5	5,2	6,6	6,8	6,8	6,9	7,0	7,1	7,1	7,4
<b>Útlánsvextir banka og sparisjóða</b>										
Hlaupareikningslán til fyrirtækja .....	14,5	16,0	19,1	19,2	19,4	19,4	19,4	20,2	20,3	20,3
Almenn víxillán, forvextir .....	12,9	14,1	17,1	17,3	17,4	17,4	17,4	18,2	18,2	18,2
Óverðtryggð lán, meðalvextir .....	12,8	13,6	16,8	17,0	17,1	17,1	17,1	18,0	18,0	18,0
Verðtryggð lán, meðalvextir .....	8,8	8,6	9,6	9,8	9,9	9,9	10,0	10,2	10,2	10,2
<b>Vextir skv. 10. gr. laga nr. 25/1987<sup>8</sup></b>										
Meðalávöxtun nýrra almennra útlána .....	13,5	14,2	17,5	17,8	18,0	18,1	18,1	18,1	19,1	19,1
Dráttarvextir í íslenskum krónum .....	16,5	17,3	22,0	22,5	23,0	23,0	23,0	23,0	24,0	24,0

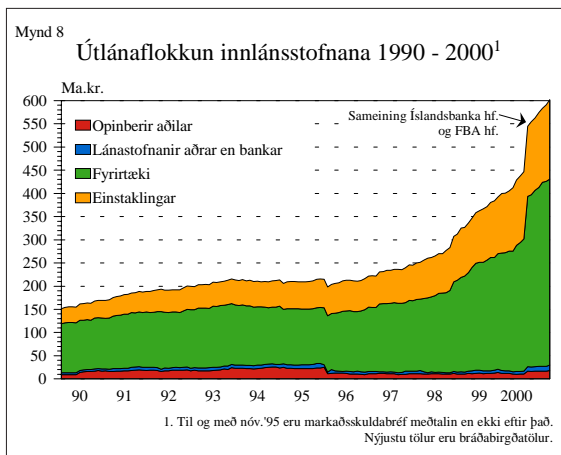
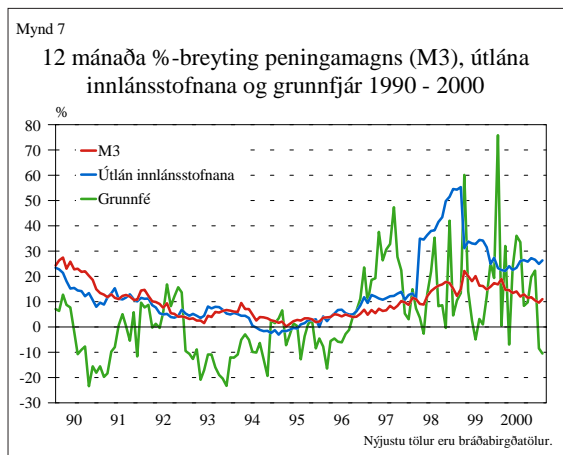
1. Hrein meðaltöl mánaðarlokatalna. Tölur um vexti Seðlabankans eru þó tímavegin meðaltöl. 2. Frá 21. maí 1998 urðu vaxtakjör bindiskyldu óverðtryggð en voru áður verðtryggð. Meðaltal þess árs miðast við nýrri kjörin. 3. Ávöxtun á uppboðum. Fyrir mars 1998 ávöxtun í samningum með ríkisvixla og innstæðubref í beinni sólu. 4. REIBOR eru vextir á millibankamarkaði lánastofnana með krónum sem hófst í júní 1998. 5. Meðalávöxtun 75-105 daga banka-vixla á VPÍ. 6. Ávöxtun í kaupþilboðum á VPÍ. Fyrir verðtryggð skuldabref er sýnd ávöxtun umfram verðtryggingu. 7. Meðalkrafa safns óuppsegjanlegra verðtryggðra kúlubréfa sem er nú með rúmlega 5 ára líftíma. 8. Sýndir eru þeir vextir sem gilda lögformlega í mánuðinum. Heimild: Seðlabanki Íslands.



## Tafla 5 Peningastærðir og útlán

	Staða í ma.kr. Des. 2000	%breyting yfir ár			1 mán. breyt. í ma.kr.			12 mán. %breyting		
		1998	1999	2000	okt. '00	nóv. '00	des. '00	des. '98	des. '99	des. '00
<i>Úr reikningum Seðlabankans</i>										
Erl. eignir til skamms tíma, nettó.....	18,7	.	.	.	3,8	-4,8	-0,9	.	.	.
Kröfur á ríkissjóð og ríkisstofnanir, nettó	-12,1	.	.	.	-6,5	2,8	-3,5	.	.	.
Kröfur á innlánsstofnanir.....	39,0	201,8	50,6	32,1	2,6	-2,6	10,4	201,8	50,6	32,1
Grunnfé.....	32,4	4,6	75,8	-10,5	0,3	-2,7	6,9	4,6	75,8	-10,5
Seðlar og mynt í umferð.....	7,2	9,9	12,9	0,2	-0,4	0,2	0,9	9,9	12,9	0,2
Sjóður og innstæður innlánsstofnana ..	25,2	2,3	103,8	-13,1	0,7	-2,9	6,1	2,3	103,8	-13,1
<i>Úr reikningum innlánsstofnana<sup>1</sup></i>										
Seðlabankaliðir, nettó.....	-13,3	.	.	.	-0,9	-0,4	-3,7	.	.	.
Skammtímaastaða, nettó.....	-34,5	.	.	.	1,2	0,0	-8,7	.	.	.
Útlán og markaðsskuldabréf <sup>2</sup> .....	693,3	34,0	25,1	22,1	13,8	4,1	6,0	34,0	25,1	22,1
Útlán.....	601,5	54,6	23,3	26,4	9,5	7,6	11,0	54,6	23,3	26,4
Opinberir aðilar.....	18,4	-6,9	12,1	11,6	-0,3	0,2	1,3	-6,9	12,1	11,6
Lánastofnanir aðrar en bankar.....	11,4	-12,6	26,1	98,6	0,2	0,0	1,2	-12,6	26,1	98,6
Atvinnuvegir.....	401,0	32,0	25,1	23,8	11,4	1,8	2,0	32,0	25,1	23,8
Einstaklingar.....	171,4	34,6	20,6	32,0	-2,2	6,0	6,4	34,6	20,6	32,0
Markaðsskuldabréf.....	65,0	65,0	35,1	-0,5	1,6	-2,6	-1,2	65,0	35,1	-0,5
Innstæður.....	291,0	15,3	17,1	11,3	4,0	-0,1	0,2	15,3	17,1	11,3
Verðbréfaútgáfa.....	167,7	52,3	65,1	64,4	15,5	4,3	-1,4	52,3	65,1	64,4
Erlent lánsfé.....	224,6	129,0	16,9	27,9	3,1	0,5	-0,4	129,0	16,9	27,9
<i>Úr reikningum bankakerfisins<sup>1</sup></i>										
Erlendar eignir, nettó.....	-185,2	170,9	47,6	91,8	4,7	-6,0	9,6	170,9	47,6	91,8
Útlán og markaðsskuldabréf.....	694,3	28,0	23,9	45,5	7,6	9,7	2,9	28,0	23,9	45,5
Peningamagn, (M1) <sup>3</sup> .....	72,3	20,3	19,4	4,0	-2,2	-3,5	4,3	20,3	19,4	4,0
Peningamagn og alm. sparifé, (M2) <sup>4</sup> ....	131,7	12,7	3,8	-3,4	-2,2	-5,1	1,3	12,7	3,8	-3,4
Peningamagn og sparifé, (M3) <sup>5</sup> .....	298,1	15,2	25,3	-18,1	3,7	0,0	1,0	15,2	16,9	11,0
Peningamagn, sparifé og verðbréf (M4) <sup>6</sup>	465,8	21,4	12,9	41,7	19,2	4,3	-0,4	21,4	12,9	41,7

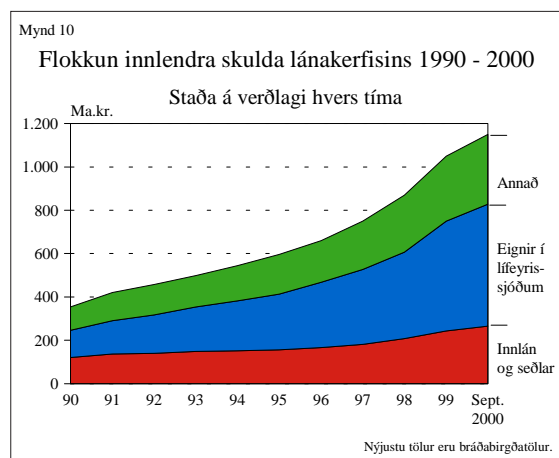
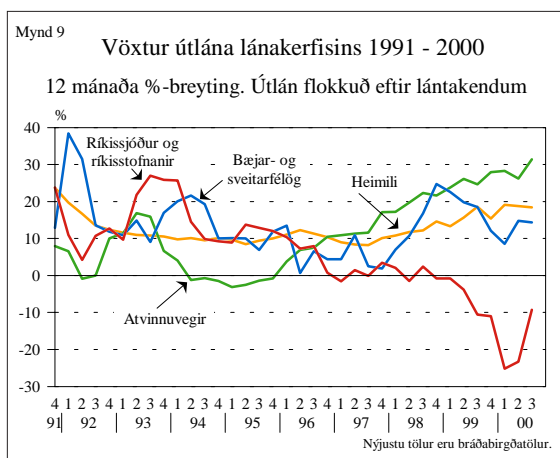
1. Breytingar hafa verið reiknaðar út frá stöðutölum innlánsstofnana og FBA frá mars 1998. Þetta á við um liðina útlán (og undirfloka þeirra), markaðsskuldabréf, verðbréfaútgáfu, erlent lánsfé og M4. 2. Ríkisvixlar, hlutabréf og eignarleigusamningar meðtaldir. 3. Samtala seðla og myntar í umferð og veltiinnlána innlánsstofnana. 4. Seðlar, mynt og óbundnar innstæður innlánsstofnana. 5. M2 auk bundinna innstæðna innlánsstofnana. 6. M3 auk verðbréfaútgáfu innlánsstofnana. Heimild: Seðlabanki Íslands.



## Tafla 6 Reikningar lánakerfisins <sup>1</sup>

Eignir	Staða í ma.kr. Sept. 2000	%breyting yfir ár						3 mán. %-br. til loka		
		1994	1995	1996	1997	1998	1999	mars'00	júní'00	sept.'00
<b>Eignir</b>										
Útlán og innlend verðbréfaeign.....	1.571,3	4,8	6,7	7,6	11,4	15,7	17,4	2,9	4,9	6,7
Bankakerfi .....	670,7	2,8	3,7	6,4	16,5	27,1	23,1	7,9	25,1	5,0
Fjárfestingarlánasjóðir atvinnuvega..	75,5	1,5	3,2	2,9	25,0	21,0	20,1	1,9	-54,9	12,3
Íbúðalánasjóðir .....	292,8	11,8	10,7	9,1	7,5	7,2	13,9	2,9	3,0	4,3
Lífeyrissjóðir .....	424,6	11,5	11,5	17,4	14,5	8,9	17,9	3,8	-0,2	1,0
Tryggingarfélag .....	48,0	19,8	8,6	16,0	4,7	9,6	10,1	1,1	11,5	12,4
Eignarleigur .....	41,7	-3,2	-14,1	32,8	76,4	38,9	23,7	4,1	10,5	7,6
Verðbréfasjóðir .....	78,6	29,2	-13,9	60,0	68,0	123,5	24,1	-0,3	-6,7	-1,5
Útlönd .....	643,5	-5,3	-0,1	9,5	10,6	21,0	26,2	3,3	14,9	7,8
Lánasjóðir ríkisins <sup>2</sup> .....	280,4	11,1	13,4	208,2	1,6	-3,7	2,2	2,5	3,1	0,2
Milli samtala.....	2.555,8	4,4	5,7	25,7	12,2	15,8	18,4	4,0	6,2	4,5
frá dragast innbyrðis viðskipti.....	-984,4	3,4	3,0	74,9	13,6	16,0	20,0	5,7	8,2	1,2
<b>Eignir = skuldir.....</b>	<b>1.571,3</b>	<b>4,8</b>	<b>6,7</b>	<b>7,6</b>	<b>11,4</b>	<b>15,7</b>	<b>17,4</b>	<b>2,9</b>	<b>4,9</b>	<b>6,7</b>
<b>Skuldir</b>										
Innlendar skuldir.....	1.150,9	9,2	9,4	10,5	13,7	16,0	20,7	3,3	0,3	5,8
Innlán og seðlar .....	265,8	2,2	2,2	6,8	9,4	14,4	16,9	4,0	5,1	0,0
Skuldabréf og víxlar .....	165,9	15,2	11,4	0,6	15,6	29,7	22,2	-0,5	16,3	5,2
Tryggingarsjóður .....	40,2	12,4	9,9	11,1	4,8	5,8	9,1	1,8	1,6	10,5
Lífeyrissjóðir .....	561,9	12,3	12,4	17,0	14,4	15,2	27,4	7,1	1,0	2,4
Eigið fé lánastofnana.....	129,0	2,3	3,3	2,6	9,5	5,7	-2,9	10,7	1,5	7,6
Annað, nettó .....	-11,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Erlendar skuldir, nettó .....	420,5	-4,1	0,5	0,5	5,1	14,8	7,6	1,4	20,5	9,3
<b>Flokkun útlána og verðbréfaeignar lánakerfisins:</b>										
Ríkissjóður og stofnanir .....	131,6	9,3	17,0	-3,5	3,5	-0,8	-11,0	-14,9	-2,4	18,5
Bæjar- og sveitarfélög.....	66,9	10,0	11,9	4,4	1,9	24,8	12,1	-0,2	6,4	2,6
Atvinnuvegir.....	786,6	-1,5	-0,8	10,5	17,1	21,6	28,0	5,5	5,8	7,0
Heimili .....	586,2	10,1	10,0	10,4	10,1	14,6	15,4	4,6	5,0	4,6

1. Til lánakerfisins teljast bankakerfið, fjárfestingarlánasjóðir, lífeyrissjóðir, lánasjóðir ríkis, tryggingarfélag, eignarleigur, verðbréfasjóðir og erlendis 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 ári. Heimild: Seðlabanki Íslands.



## Tafla 7 Fjármálamarkaður

Í lok tímabils	Staða í ma.kr.			1 mán. %-breytingar			12 mán. %-breytingar		
	1998	1999	okt.'00	ág.'00	sept.'00	okt.'00	ág.'00	sept.'00	okt.'00
Peningamarkaður <sup>1</sup> .....	25,5	23,8	24,3	0,5	-4,2	12,7	-9,4	-13,5	18,9
Skuldabréfamarkaður <sup>2</sup> .....	352,7	420,2	518,3	0,2	-0,5	3,6	30,5	28,6	31,8
þar af spariskírteini ríkissjóðs.....	85,0	84,3	72,8	-1,3	-2,5	1,5	-12,3	-15,1	-14,9
þar af húsbref.....	127,2	169,7	179,0	0,1	0,6	0,7	26,9	25,9	25,2
Hlutabréfamarkaður.....	233,2	369,8	417,0	0,7	-2,9	-0,3	44,8	32,7	28,2
Hlutdeildarskírteini verðbréfasjóða.....	72,6	89,1	81,7	0,7	-1,8	-1,0	2,8	-3,6	-4,4

1. Markaðsvíxlar ríkissjóðs, banka og sparisjóða og fjárfestingarlánasjóða. 2. Spariskírteini, ríkisbréf, húsbref, húsnæðisbréf, skráð skuldabréf banka, sparisjóða, fjárfestingarlánasjóða, eignarleigna, fyrirtækja og sveitarfélaga og erlendra aðila. Hlutdeildarskírteini 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		
	1999	2000	des.'00	okt.'00	nóv.'00	des.'00	des.'98	des.'99	des.'00
Launavísitala (1990=100).....	156,8	167,2	170,5	0,2	0,1	0,3	7,8	6,2	7,6
Raunlaun (1990 = 100) <sup>1</sup> .....	120,3	122,2	122,4	-0,8	-0,2	0,3	6,5	0,5	3,3
Fjöldi nýrra atvinnuleyfa.....	3.073	4.018	330	-54	-16	-122	165	-61	98
Laus störf hjá vinnumiðlunum um land allt.....	291	521	530	-97	-17	-7	69	216	210
Höfuðborgarsvæðið.....	185	349	405	-38	-16	48	39	195	148

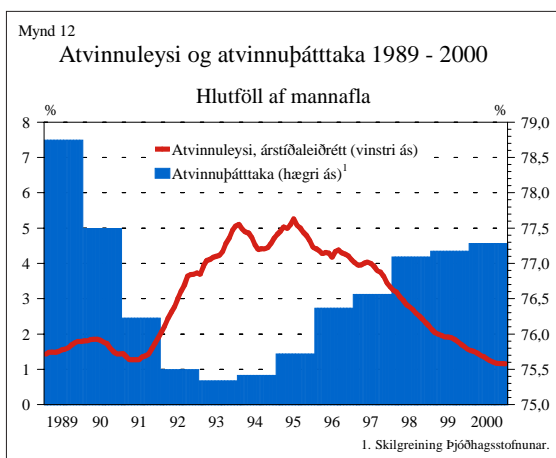
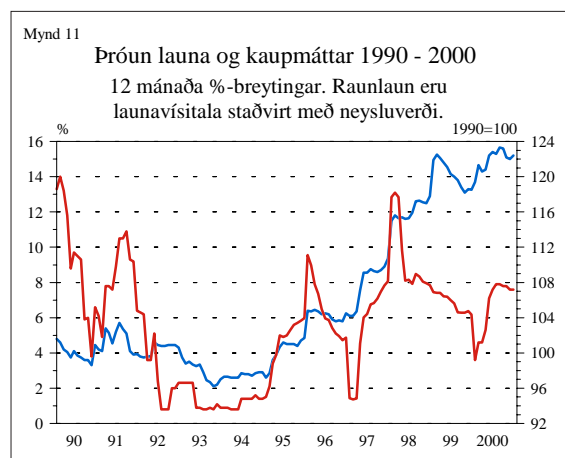
  

Meðaltal tímabils	1998	1999	2000	okt.'00	nóv.'00	des.'00	des.'98	des.'99	des.'00
	Fjöldi atvinnulausra.....	3.789	2.602	1.865	1.302	1.474	1.852	3.316	2.383
Atvinnuleysi (hlutfall af mannafla).....	2,8	1,9	1,3	0,9	1,1	1,3	2,5	1,7	1,3
Árstíðaleiðrétt atvinnuleysi (hlutfall af mannafla)	2,7	1,9	.	1,2	1,2	1,2	2,2	1,6	1,2

Ársfjórðungslegar mælingar	Meðaltöl			3 mán. %-breyting			12 mán. %-breyting		
	1999	2000	IV'00	II'00	III'00	IV'00	IV'98	IV'99	IV'00
Launavísitala (1990 = 100).....	156,7	167,1	170,1	2,8	1,4	0,5	7,9	6,3	7,7
Laun á almennum vinnumarkaði.....	148,0	156,3	159,8	3,7	1,9	0,5	5,5	5,7	7,2
Laun opinb. starfsmanna og bankamanna.....	170,6	184,4	186,7	1,4	0,5	0,8	11,7	7,4	8,3

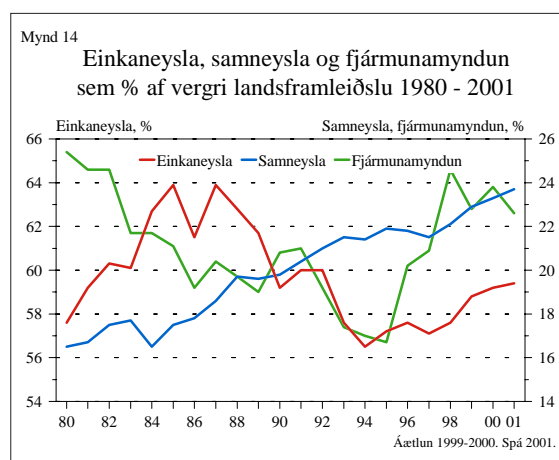
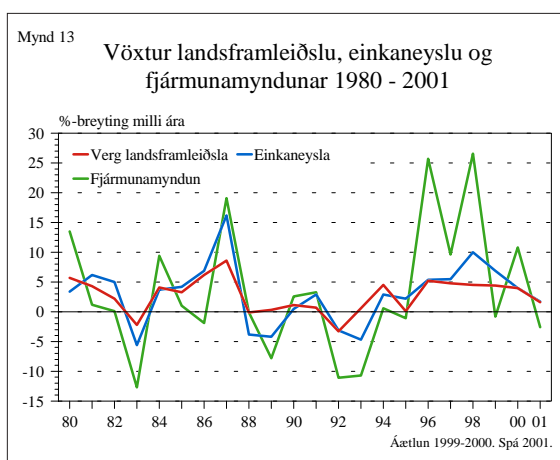
1. Staðvirt með neysluverðvísitölu. Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Kjararannsóknarnefnd, Seðlabanki Íslands.



## Tafla 9 Þjóðhagslegt yfirlit

Milljarðar króna	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Brb. 1999	Spá	
								2000	2001
Verg landsframleiðsla (VLF), verðlag hvers árs	412,0	438,8	451,4	484,0	524,7	577,4	624,6	678,7	727,5
Viðskiptajöfnuður, verðlag hvers árs .....	3,1	8,5	3,7	-8,1	-8,1	-40,1	-43,2	-61,5	-68,0
VLF á föstu verði ársins 1990.....	361,0	377,2	377,7	397,2	416,0	434,9	454,2	472,3	479,6
VÞF á föstu verði ársins 1990.....	352,5	363,3	368,3	390,3	409,4	428,1	446,3	462,0	465,4
<i>Magnbreytingar milli ára í %</i>									
Einkaneysla .....	-4,7	2,9	2,2	5,4	5,5	10,0	6,9	4,0	1,7
Samneysla.....	2,3	4,0	1,8	1,2	2,5	3,4	4,9	3,5	3,0
Fjármunamyndun.....	-10,7	0,6	-1,1	25,7	9,6	26,6	-0,8	10,8	-2,6
Atvinnuvegir.....	-24,7	0,5	7,3	53,0	17,9	38,0	-2,5	13,1	-3,8
Íbúðarhúsnæði .....	-5,8	0,0	-9,9	7,1	-6,1	1,1	0,3	5,0	4,5
Hið opinbera .....	14,4	-4,7	-12,4	-3,7	6,6	8,3	7,2	7,7	4,1
Þjóðarútgjöld .....	-4,2	2,5	2,2	7,2	5,7	12,3	4,7	5,3	0,9
Útflutningur vöru og þjónustu.....	7,0	9,9	-2,1	9,9	5,7	2,2	5,5	2,5	0,0
Vöruútflutningur.....	5,1	12,2	-2,2	9,1	1,9	-2,1	7,4	0,7	-1,9
Þjónustuútflutningur .....	12,0	4,1	-1,7	12,0	16,0	12,1	1,5	6,5	4,0
Innflutningur vöru og þjónustu .....	-7,7	4,2	4,0	16,7	8,5	23,3	6,1	5,9	-1,2
Vöruinnflutningur.....	-12,7	7,5	6,5	16,6	5,8	24,2	5,0	4,3	-3,0
Þjónustuinnflutningur .....	6,2	-3,3	-2,5	16,9	15,8	21,1	8,8	10,0	3,0
Verg landsframleiðsla (VLF).....	0,6	4,5	0,1	5,2	4,8	4,5	4,4	4,0	1,6
Verg þjóðarframleiðsla (VÞF).....	0,9	3,1	1,4	6,0	4,9	4,6	4,3	3,5	0,7
Vergar þjóðartekjur.....	-1,0	3,7	0,8	4,6	5,8	6,5	4,4	3,0	0,7
Viðskiptakjör vöru- og þjónustuviðskipta.....	-4,2	0,1	1,2	-3,0	2,5	5,1	0,4	-1,7	0,0
<i>Hlutföll af VLF (%)</i>									
Einkaneysla .....	57,6	56,5	57,2	57,6	57,1	57,6	58,8	59,2	59,4
Fjármunamyndun.....	17,4	17,0	16,7	20,2	20,9	24,6	22,8	23,8	22,6
Viðskiptajöfnuður.....	0,8	1,9	0,8	-1,7	-1,6	-6,9	-6,9	-9,1	-9,3
Þjóðhagslegur sparnaður .....	18,4	18,9	18,0	18,3	19,3	17,7	15,9	14,7	13,3

Heimild: Þjóðhagsstofnun.

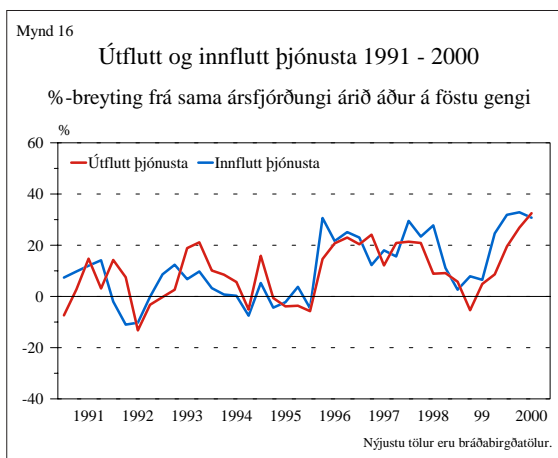
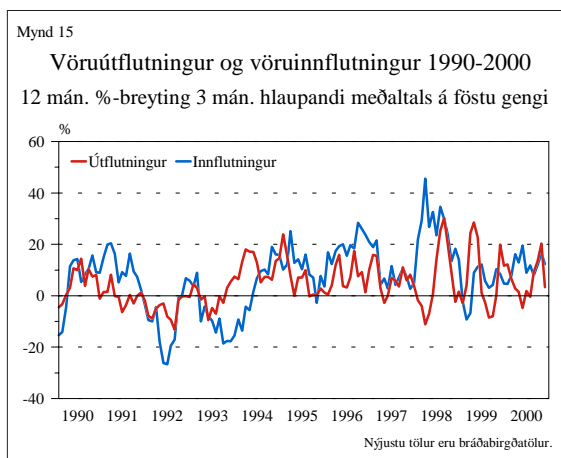


## Tafla 10 Viðskiptajöfnuður

	Milljarðar króna					Jan. - nóv., %-breyting milli ára			
	1996	1997	1998	1999	Jan.-nóv.'00	1997	1998	1999	2000
<b>Vöruviðskipti</b>									
Vöruskiptajöfnuður .....	1,2	0,3	-25,0	-22,4	-34,2	.	.	.	.
Án skipa og flugvéla .....	3,1	-2,2	-19,9	-21,2	-26,9	.	.	.	.
Vöruútflutningur .....	125,7	131,2	136,6	145,0	137,6	4,2	3,3	8,7	3,1
Án skipa og flugvéla .....	121,5	126,0	134,3	138,5	135,6	1,7	6,8	4,1	6,4
Sjávarafurðir .....	92,6	93,6	99,2	97,7	88,5	-1,2	7,0	-1,8	-1,6
Ál og kísiljárn .....	15,9	18,9	21,6	25,7	29,4	17,7	11,9	23,3	24,2
Aðrar iðnaðarvörur .....	9,1	9,9	9,9	11,4	13,3	8,3	-4,6	21,8	27,8
Vöruinnflutningur .....	124,5	131,0	161,6	167,3	171,8	4,2	25,4	3,7	11,1
Án skipa og flugvéla .....	118,5	128,2	154,2	159,8	162,5	7,9	21,3	3,4	10,8
Neysluvörur .....	40,1	43,8	52,0	58,3	54,7	9,2	18,6	12,2	2,1
Fjárfestingarvörur (án flutningatækja)	28,2	32,8	42,3	41,5	52,8	1,7	41,8	2,4	9,9
Viðskiptakjör í vöruviðskipti. (1990=100)	97,1	100,1	107,1	107,3	.	2,7	9,3	-0,6	-3,1

	Milljarðar króna					Jan.-sept., %-breyting milli ára			
	1996	1997	1998	1999	Jan.-sept.'00	1997	1998	1999	2000
<b>Þjónustu- og þáttaviðskipti</b>									
Þjónustujöfnuður .....	1,9	3,0	-1,3	-6,4	-4,7	.	.	.	.
Útflutt þjónusta .....	51,1	59,7	67,1	69,1	66,0	16,0	13,8	2,3	25,1
Samgöngur .....	22,5	25,7	31,1	29,8	30,5	13,7	23,0	-1,0	26,1
Ferðalög .....	11,7	12,3	14,6	16,1	14,3	4,1	16,3	14,6	10,9
Annað .....	17,0	21,7	21,4	23,1	21,3	28,1	0,7	-1,2	35,1
Innflutt þjónusta .....	-49,3	-56,8	-68,4	-75,5	-70,8	15,6	24,5	6,6	29,0
Samgöngur .....	-16,6	-17,9	-22,8	-25,5	-22,9	10,4	32,4	2,4	25,0
Ferðalög .....	-20,5	-22,9	-28,0	-31,5	-27,6	10,9	22,9	15,4	19,8
Annað .....	-12,2	-15,9	-17,6	-18,5	-20,3	30,5	17,6	-0,6	50,2
Jöfnuður þáttatekna .....	-10,5	-11,9	-12,7	-13,9	-13,5	.	.	.	.
Þáttatekjur .....	7,7	7,3	8,5	8,1	8,2	40,8	-28,4	14,0	33,6
Laun .....	4,2	4,1	4,7	4,9	4,1	5,1	16,8	2,3	9,1
Vextir og arður .....	3,5	3,2	3,7	3,2	4,2	84,9	-60,1	37,9	71,0
Þáttgjöld .....	-18,2	-19,2	-21,2	-22,0	-21,7	1,9	8,9	8,3	21,8
Laun .....	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	10,3	-25,8	29,3	28,9
Vextir og arður .....	-17,9	-18,8	-20,9	-21,7	-21,4	1,8	9,6	8,0	21,7
Rekstrarframlög .....	-0,5	-0,2	-1,0	-0,7	-0,4	.	.	.	.
Viðskiptajöfnuður .....	-7,9	-8,9	-40,1	-43,5	-46,2	.	.	.	.

Heimildir: Hagstofan, Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.



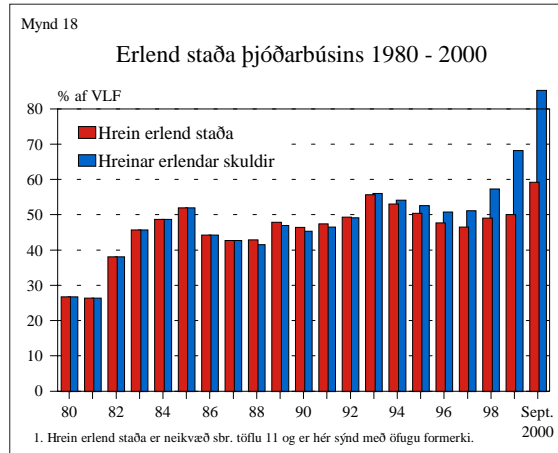
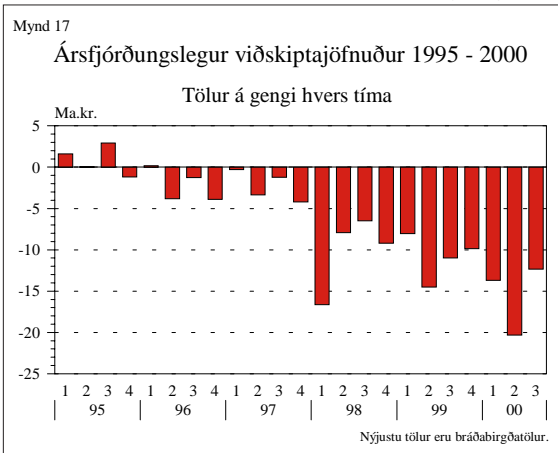
### Tafla 11 Fjármagnsjöfnuður og erlend staða þjóðarbúsins

Flæðistærðir í ma.kr.	1996	1997	1998	1999	1999		2000		
					III	IV	I	II	III
Fjármagnsjöfnuður .....	10,0	16,9	45,5	60,7	28,1	8,8	6,9	34,7	9,5
Fjárframlög.....	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0
Fjármagnshreyfingar án forða.....	20,2	13,7	48,1	66,1	32,3	9,2	3,8	34,7	9,8
Bein fjárfesting erlendis, nettó.....	-4,2	-3,6	-5,0	-7,6	-0,5	-6,2	-1,7	-4,8	-3,6
Bein fjárfesting á Íslandi, nettó .....	5,5	10,3	10,4	4,8	2,2	-4,0	1,1	-1,7	1,1
Erlend verðbréf, nettó .....	-4,3	-14,4	-21,5	-26,5	-0,7	-8,7	-19,7	-18,8	-10,3
Innlend verðbréf, nettó.....	11,6	-2,8	4,7	70,8	32,0	5,4	2,8	44,8	21,9
Annað fjármagn, nettó .....	11,7	24,3	59,5	24,7	-0,7	22,7	21,3	15,2	0,7
Löng lán, nettó.....	1,9	20,5	62,8	37,2	12,8	10,8	-2,8	12,2	-0,5
Stutt lán, innst. og viðsk.reikn., nettó	9,8	3,8	-3,2	-12,4	-13,5	11,9	24,1	2,9	1,1
Gjaldeyrisforði (- merkir aukningu).....	-10,2	3,2	-2,3	-5,3	-4,3	-0,3	3,2	0,3	-0,3

Staða í lok tímabils í ma.kr.

Erlend staða þjóðarbúsins	1994	1995	1996	1997	1998	1999	mars'00	júní'00	sept.'00
Erlendar eignir, alls .....	59,5	65,7	87,1	115,2	152,2	242,5	274,0	275,8	297,3
Bein fjárfesting.....	10,2	11,7	16,1	19,8	23,5	31,4	32,5	35,1	39,9
Erlend hlutabréf.....	3,2	6,7	12,2	28,7	57,5	124,3	162,9	159,8	177,4
Erlend skuldaskjöl.....	8,9	11,5	10,8	11,9	14,9	14,5	0,0	12,6	11,3
Annað .....	37,2	35,8	48,1	54,8	56,2	72,4	78,6	68,3	68,6
Erlendar skuldir alls .....	289,5	291,3	313,1	358,0	439,2	550,4	581,8	649,1	699,2
Bein fjárfesting á Íslandi.....	8,7	8,4	13,2	23,9	31,7	38,4	39,1	36,5	38,9
Innlent hlutfé.....	0,0	0,0	0,1	0,0	1,0	4,8	4,7	2,3	2,1
Innlend skuldaskjöl.....	132,2	143,4	152,5	152,1	156,7	222,6	228,0	280,0	315,4
Löng lán .....	126,4	111,5	111,1	131,9	197,4	229,6	225,8	245,4	256,5
Skammtímaskuldir .....	22,3	28,0	36,2	50,1	52,4	55,0	84,1	84,9	86,3
Hrein staða við útlönd.....	-230,0	-225,6	-226,0	-242,8	-287,0	-307,9	-307,8	-373,3	-401,9
<b>Hlutföll af VLF<sup>1</sup></b>									
Hrein erlend staða .....	-53,0	-50,4	-47,7	-46,5	-49,0	-50,0	-44,2	-55,0	-59,2
Hreinar erlendar skuldir <sup>2</sup> .....	54,1	52,6	50,8	51,1	57,3	68,2	63,2	78,0	85,2
Vergar erlendar skuldir <sup>2</sup> .....	64,7	63,1	63,2	63,8	69,4	82,2	77,2	89,9	96,9
þ.a. langtímaskuldir.....	55,0	51,9	50,7	50,1	57,2	65,5	61,5	70,5	78,0

1. Skuldastaða er reiknuð á meðalgengi árs til samræmis við verga landsframleiðslu og útflutningstekjur. Skuldastaða í lok ársfjórðungs er reiknuð beint í hlutfalli við áætlaða landsframleiðslu ársins. 2. Án áhættufjármagns. Heimild: Seðlabanki Íslands.

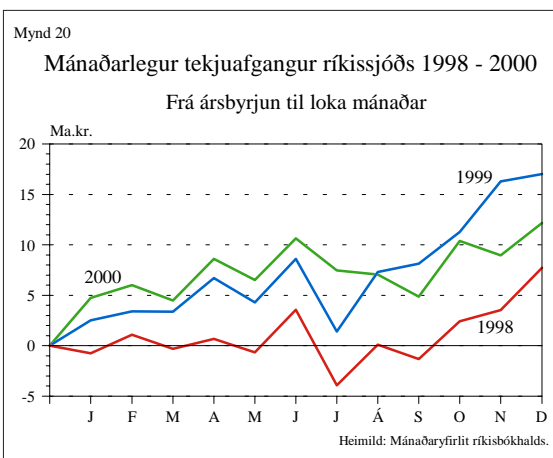
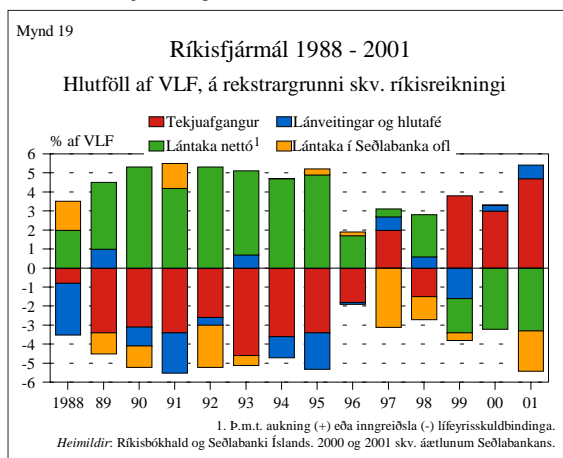




**Tafla 12 Yfirlit um fjármál ríkissjóðs <sup>1</sup>**

Fjárhæðir eru í ma.kr.	1997	1998 <sup>2</sup>	1999	Jan. - des. <sup>3</sup>		%breyt. milli ára	Sl. 4 mán. til		%breyt. milli ára	
				1999	2000		des.'99	des.'00		
Tekjur.....	135,3	180,8	222,6	195,0	207,6	6,4	73,2	73,3	0,1	
Gjöld.....	134,6	189,6	199,0	178,0	195,4	9,8	63,5	68,2	7,4	
Afgangur.....	0,7	-8,8	23,6	17,0	12,2	.	9,7	5,1	.	
Viðskiptareikningar nettó.....	-3,0	-1,5	-13,8	1,5	2,6	.	4,1	1,7	.	
Lánveitingar, nettó (innstreymi).....	-0,3	2,9	-2,5	3,3	2,0	.	0,9	0,9	.	
Hlutfjárviðskipti og stofnfé.....	0,4	2,0	6,3	4,6	-0,3	.	3,6	-0,1	.	
Afgangur fyrir lántökur.....	-2,1	-5,4	13,6	26,4	16,5	.	18,4	7,5	.	
Hreinar lántökur.....	2,3	12,6	-11,1	-26,7	-16,2	.	-17,2	-8,8	.	
Stuttar innlendar.....	-3,9	2,9	-5,4	-5,3	-3,9	.	-3,3	-3,4	.	
Langar innlendar.....	7,8	-2,0	-13,9	-14,3	-13,5	.	-8,5	-2,1	.	
Erlendar.....	-6,5	-10,4	2,7	-1,1	8,2	.	-0,5	-0,3	.	
Lífeyrissjóðir og ógreiddir vextir <sup>4</sup>	5,0	22,2	5,5	-6,0	-7,0	.	-4,9	-3,0	.	
Greiðsluöfnuður.....	0,2	7,3	2,5	-0,3	0,3	.	1,2	-1,2	.	
<i>Helstu tekna- og útgjaldaliðir</i>										
Tekjur alls.....	135,3	180,8	222,6	195,0	207,6	6,4	73,2	73,3	0,1	
Skattar alls.....	125,5	161,2	187,8	174,6	193,1	10,6	61,8	67,8	9,8	
Tekjuskattur einstaklinga, alls.....	27,6	32,3	38,0	36,5	42,4	16,2	14,1	16,7	18,8	
frá dr. bætur og kirkjuútgjöld.....	-9,9									
Virðisaukaskattur.....	50,0	59,3	70,0	63,3	69,1	9,0	22,1	23,5	6,3	
Skattar á áfengi, bensín og bíla.....	27,0	30,7	33,4	37,5	38,1	1,5	12,9	12,8	-0,8	
Tryggingagjöld.....	14,3	16,1	17,8	16,9	18,9	11,7	5,3	6,6	23,4	
Aðrir skattar.....	16,6	22,9	28,6	20,4	24,7	21,2	7,4	8,2	12,1	
Vextir, arður og leiga.....	8,3	10,8	12,0	8,1	8,8	9,3	2,9	3,3	13,7	
Eignasala, tekjuhluti.....	0,6	2,5	11,1	7,0	0,6	-91,6	6,4	0,1	-98,6	
Aðrar tekjur.....	0,9	6,4	11,7	5,3	5,1	-5,1	2,2	2,1	-6,9	
Gjöld alls.....	134,6	189,6	199,0	178,0	195,4	9,8	63,5	68,2	7,4	
Rekstrargjöld.....	54,3	84,3	84,1	75,2	83,8	11,5	29,6	30,4	2,9	
Rekstrar- og neyslutilfærslur.....	50,9	71,7	77,9	73,9	78,9	6,7	24,6	27,8	13,1	
Fjármagnskostnaður.....	15,1	16,0	15,3	11,2	16,1	44,5	2,5	3,2	24,9	
Viðhald.....	3,9	4,1	5,0	4,2	4,5	8,0	1,4	1,4	0,3	
Fjárfesting.....	10,5	13,6	16,7	13,5	12,1	-10,6	5,4	5,4	-0,7	

1. 1997-1999 á rekstrargrunni skv. ríkisreikningi, nýjustu tölur skv. greiðslubókhaldi. 2. Mikil hækkun tekna og gjalda milli 1997 og 1998 stafar að hluta af breyttum skilgreiningum. 3. Greiðslugrunnur. 4. Vaxandi lífeyrisskuldbinding og uppsöfnun spariskírteinvaxta fela í sér óþeina lántöku og eru meðhöndluð sem slíkar, frekar en taldar með viðskiptareikningum. Heimild: Ríkisbókhald.

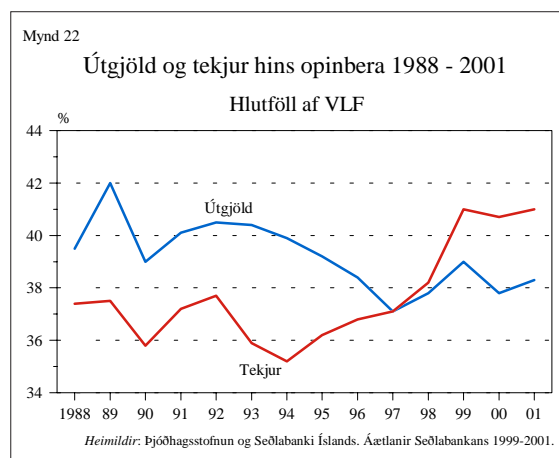
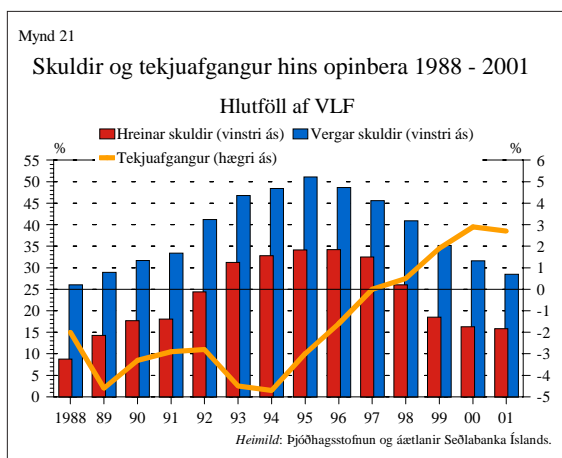


### Tafla 13 Fjármál hins opinbera <sup>1</sup>

Í milljörðum króna	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Áætlanir		
								1999	2000	2001
<b>Híð opinbera</b>										
Tekjur.....	150,9	148,1	154,5	163,6	179,1	194,8	220,8	255,9	276,3	298,3
Útgjöld.....	162,1	166,5	175,1	177,0	186,8	194,9	218,0	243,8	256,4	278,6
Tekjuafgangur/halli.....	-11,2	-18,4	-20,6	-13,4	-7,7	-0,1	2,8	12,2	19,9	19,7
Hreinar skuldir.....	106,5	143,2	165,5	179,3	191,5	196,5	180,7	150,1	147,9	156,4
Vergar skuldir.....	185,6	220,1	245,1	267,6	274,4	279,4	280,5	272,1	269,4	268,4
<b>Ríkissjóður</b>										
Tekjur.....	121,6	119,0	125,1	131,3	144,6	151,3	170,5	197,9	213,2	229,2
Útgjöld.....	131,2	132,8	138,5	142,8	151,9	148,5	164,3	183,4	191,1	208,9
Tekjuafgangur/halli.....	-9,6	-13,8	-13,4	-11,6	-7,3	2,7	6,2	14,5	22,1	20,3
Hreinar skuldir.....	98,4	130,6	144,9	155,4	168,2	172,3	151,3	118,8	112,5	118,0
Vergar skuldir.....	166,1	195,6	213,9	232,6	239,2	241,6	237,8	226,0	219,0	213,0
<b>Sveitarfélög</b>										
Tekjur.....	31,5	31,0	31,9	34,9	40,0	48,2	54,4	62,1	67,1	73,1
Útgjöld.....	33,2	35,7	38,8	36,4	40,5	51,2	58,6	65,4	70,3	74,7
Tekjuafgangur/halli.....	-1,7	-4,7	-6,8	-1,4	-0,4	-3,0	-4,3	-3,3	-3,1	-1,6
Hreinar skuldir.....	10,2	14,6	22,2	25,1	24,2	25,0	30,1	31,9	36,0	39,0
Vergar skuldir.....	20,4	25,2	31,8	35,6	35,7	38,4	43,3	46,8	51,0	56,0
<b>Híð opinbera, % af VLF</b>										
Tekjur.....	37,7	35,9	35,2	36,2	36,8	37,1	38,2	41,0	40,7	41,0
Útgjöld.....	40,5	40,4	39,9	39,2	38,4	37,1	37,8	39,0	37,8	38,3
Tekjuafgangur/halli.....	-2,8	-4,5	-4,7	-3,0	-1,6	0,0	0,5	1,9	2,9	2,7
Hreinar skuldir.....	26,4	34,2	37,4	39,4	38,9	37,1	31,1	23,4	21,4	21,0
Vergar skuldir.....	46,1	52,6	55,4	58,8	55,8	52,7	48,3	42,4	38,9	36,0

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 ríkisstafsmanna sem nemur hækkun lífeyris skuldbindinga 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: Þjóðhagsstofnun og Seðlabanki Íslands. Áætlanir Seðlabanka Íslands 1999-2001.



**Tafla 14 Velta <sup>1</sup>**

Ma.kr.	Janúar-október			% -br. frá fyrra ári, jan.-okt. <sup>2</sup>	
	1998	1999	2000	1999	2000
Samtals iðnaður .....	197.033	201.633	213.651	-0,5	0,6
Iðnaður án fiskiðnaðar .....	119.216	128.283	140.911	4,7	4,3
Iðnaður án fiskiðnaðar og stóriðju .....	100.244	107.203	115.468	4,0	2,3
Smásöluverslun <sup>3</sup> .....	116.760	125.495	130.726	4,5	-1,1
Heildsala .....	174.876	198.720	218.625	10,5	4,5
Heildsala án eldsneytis .....	152.776	174.693	185.890	11,2	1,0
Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð .....	51.306	54.427	61.136	3,2	6,7
Samtals .....	772.114	834.770	904.044	5,2	2,8
Samtals án eldsneytis .....	750.014	810.743	871.309	5,1	2,0

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 neysluverðsvísitölu. 3. Án eldsneytis. Heimild: Þjóðhagsstofnun.

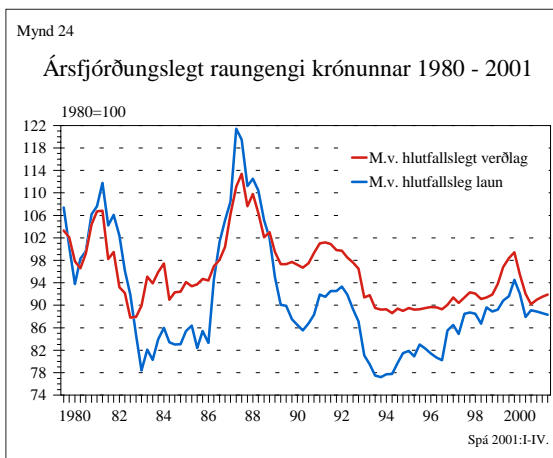
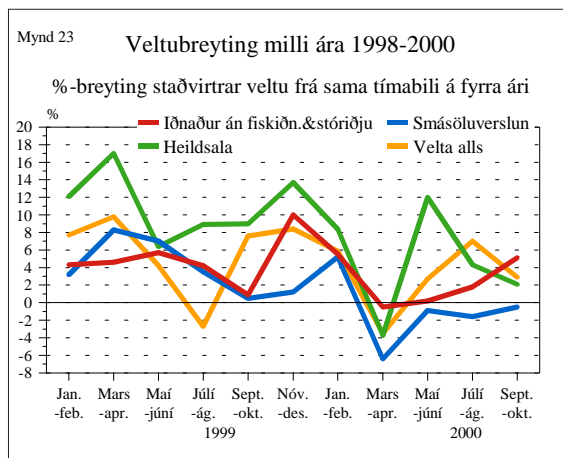
**Tafla 15 Raungengi íslensku krónunnar**

Raungengi (1980=100)	Meðalstaða árs					IV ársfj.	% -breyt. frá fyrra ári		
	1996	1997	1998	1999	2000	2000	II '00	III '00	IV '00
m.v. hlutfallslegt neysluverðlag .....	89,5	90,3	91,7	93,5	96,3	92,0	8,2	1,8	-4,9
m.v. hlutfallslegan launakostnað á einingu .....	81,9	84,3	88,1	89,5	91,5	87,9	6,2	3,3	-3,2

%-breyting frá fyrra ári	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Brb. 1999	Áætlun 2000
Nafngengi .....	-1,4	-6,2	-4,7	0,8	0,0	1,2	1,5	0,0	0,4
Erlent verðlag .....	2,3	3,2	2,4	2,4	2,0	2,1	1,7	1,5	2,3
Innlent verðlag .....	3,8	4,1	1,5	1,7	2,3	1,8	1,7	3,4	5,1
Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag .....	0,0	-5,4	-5,5	0,1	0,3	0,9	1,6	1,9	3,1
Erlend framleiðni .....	1,8	1,7	2,5	1,4	1,5	1,5	1,2	1,2	1,8
Innlend framleiðni .....	-1,9	1,5	4,0	-1,0	2,1	2,3	1,8	1,5	1,8
Erlend laun .....	3,5	4,3	2,8	3,1	3,5	3,3	3,4	3,3	3,2
Innlend laun .....	4,5	0,9	0,8	4,3	5,2	5,8	7,1	5,5	5,7
Raungengi miðað við hlutfallsleg laun .....	3,2	-9,0	-7,9	4,4	1,1	3,0	4,6	1,7	2,1

Heimild: Seðlabanki Íslands.



## Tafla 16 Fasteignamarkaður og eignaverð

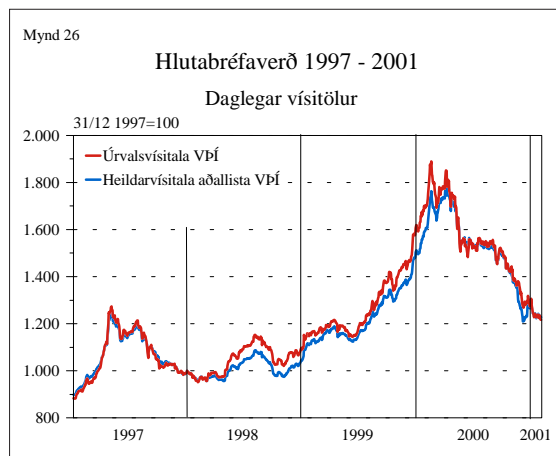
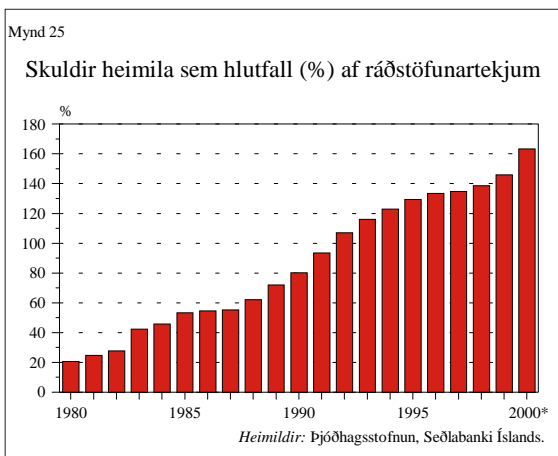
Fasteignamarkaður <sup>1</sup>	1997	1998	1999	Des. 2000	1 mán. %-br.		12 mán. %-breytingar			
					nóv.'00	des.'00	des.'98	des.'99	des.'00	
Verðvísitala íbúðarhúsnæðis á höfuðb.svæði <sup>2</sup> .....	103,0	109,1	125,1	153,0	0,3	0,5	7,0	21,8	12,4	
Verð í fjölbýli á höfuðborgarsvæði <sup>2</sup> .....	103,1	108,8	124,3	148,5	0,9	0,3	6,8	21,7	12,4	
Afgreidd húsbref, raunmarkaðsvirði (ma.kr.) <sup>3</sup> ..	15,3	20,3	30,6	186	2,2	-1,0	29,7	9,2	-35,5	
Fjöldi afgreiddra umsókna íbúðalánasjóðs <sup>4</sup> .....	1.970	2.214	2.406	212	0,5	9,3	21,3	-12,0	-1,9	
Verð veiðiheimilda (meðalverð tímabils, kr./kg.)										
Verð varanlegra þorskheimilda (kr./kg.).....	653	758	771	750	-5,9	-6,3	0,0	19,4	-12,8	
Verð skammtfima þorskheimilda (kr./kg.).....	81,7	86,5	104,5	100	-1,9	-2,0	16,7	25,3	-14,5	
Hlutfjármarkaður										
	Í árslok				31/1	%breyting til 31. janúar 2001				
Vísitölur, 31. des. 1997 = 1.000	1997	1998	1999	2000	2001	1 m.	3 m.	6 m.	12 m.	
Úrvalsvísitala VPÍ.....	1.000	1.098	1.618	1.306	1.217	-6,8	-15,0	-21,5	-28,1	
Heildarvísitala aðallista VPÍ.....	1.000	1.047	1.512	1.303	1.227	-5,9	-13,3	-20,0	-23,3	
Atvinnugreinavísitölur VPÍ, 31/12 1997 = 100										
Sjávarútvegur.....	100,0	96,0	107,7	74,5	71,7	-3,8	-10,8	-23,3	-35,4	
Fjármál og tryggingar.....	100,0	111,3	189,8	163,4	153,6	-6,0	-16,1	-21,9	-24,5	
Samgöngur.....	100,0	131,5	210,6	117,6	114,8	-2,4	-11,5	-24,6	-45,7	
Iðnaður og framleiðsla.....	100,0	95,8	149,8	156,3	140,0	-10,5	-12,2	-21,2	-10,0	

1. Tölur innan ársins eru 3 mán. hreyfanleg meðaltöl. 2. Janúar 1997=100. 3. Staðvirk með vísitölu fasteignaverðs á höfuðborgarsvæði. 4. Til nýbygginga og endurbóta. Heimildir: Fasteignamat ríkisins, LÍU, Kvótáþing, Verðbréfaþing Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Tafla 17 Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja

Í ma.kr. nema annað sé tekið fram	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Áætlun %br. milli ára '99-'00
Íbúða- og bifreiðaeign heimila <sup>1</sup> .....	552,4	569,2	585,0	623,7	659,6	699,2	728,9	751,7	3,1
Eignir í lífeyrissjóðum.....	204,5	229,7	258,1	302,0	345,6	398,2	507,3	580,1	14,4
Skuldir heimila við lánakerfið.....	262,5	289,1	317,9	350,7	386,2	442,6	510,6	611,4	19,7
Skuldir heimila sem % af ráðstöfunartekjum.....	116,0	122,9	129,4	133,4	134,7	138,7	145,8	163,4	.
Skuldir fyrirtækja við lánakerfið.....	335,1	332,1	327,3	359,2	420,7	509,4	658,6	829,2	25,9
Skuldir sjávarútvegsfyrirtækja.....	101,8	95,6	93,6	116,1	123,1	139,7	148,3	171,4	15,6

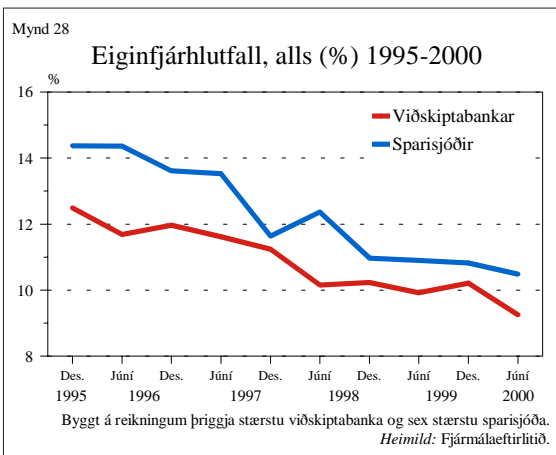
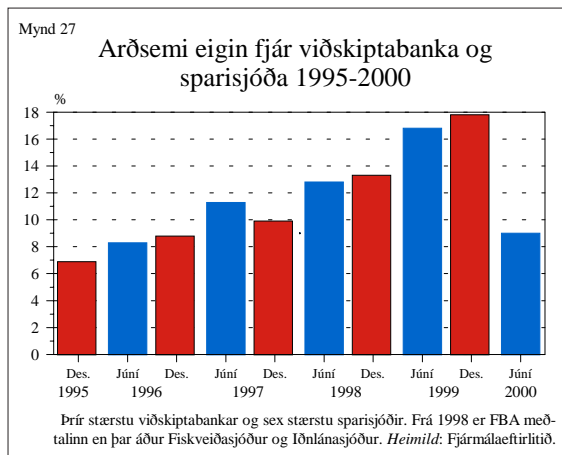
1. Skv. þjóðarauðsmati Þjóðhagsstofnunar. Heimildir: Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.



### Tafla 18 Afkoma fyrirtækja

Úr reikningum hlutafélaga á VPÍ <sup>1</sup>	Ársuppgjör, parað úrtak				Hálfsársuppgjör, parað úrtak					
			Breyting % af veltu		Jan.-júní		Breyting % af veltu			
	1998	1999	'98-'99	1999	1999	2000	'99-'00	2000		
<i>Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna</i>										
Heildarhagnaður eftir skatta.....	11,6	14,4	2,8	.	7,5	4,6	-2,9	.		
Sjávarútvegur.....	2,7	0,0	-2,7	-0,6	1,2	0,2	-1,0	0,8		
Fjármál og tryggingar.....	4,8	7,7	2,9	.	3,6	2,9	-0,7	.		
Samgöngur.....	1,5	3,0	1,5	6,4	1,2	-0,7	-1,9	-2,9		
Iðnaður og framleiðsla.....	0,9	0,5	-0,4	1,4	0,3	0,5	0,2	3,2		
Hagnaður af reglulegri starfsemi fyrir skatta.....	10,3	14,7	4,4	.	8,3	6,2	-2,1	.		
Sjávarútvegur.....	1,7	-0,3	-2,0	-0,5	1,3	0,5	-0,8	1,7		
Fjármál og tryggingar.....	5,3	9,4	4,1	.	4,6	3,9	-0,7	.		
Samgöngur.....	0,5	1,6	1,1	3,5	0,0	-1,2	-1,2	-5,3		
Iðnaður og framleiðsla.....	0,9	0,9	0,0	3,3	0,6	0,4	-0,2	2,6		
Eiginfjárlutfall félaga á VPÍ.....	18,0	17,1	.	.	20,6	15,7	.	.		
Arðsemi eigin fjár félaga á VPÍ.....	9,2	9,7	.	.	12,0	5,8	.	.		
Fjöldi hlutafélaga á VPÍ í lok tímabils.....	67	75	8	.	73	76	3	.		
<b>Úr reikningum viðskiptabanka og sparisjóða<sup>2</sup></b>										
<i>Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna</i>										
	1995	1996	1997	1998	1999	%-breyt. '98-'99	Jan.-júní 1999	2000	%-breyt. '99-'00	
Hreinar vaxtatekjur.....	12,3	12,4	13,3	14,4	18,0	25,2	8,4	10,0	18,9	
Aðrar rekstrartekjur.....	6,1	7,0	8,6	9,9	13,4	35,6	6,1	6,1	0,3	
Hreinar rekstrartekjur.....	18,4	19,4	21,9	24,3	31,4	29,4	14,5	16,1	11,1	
Rekstrargjöld.....	12,5	13,2	14,5	16,5	19,6	18,4	9,3	10,8	16,8	
Framlag í afskriftareikning.....	3,1	2,9	2,0	3,1	3,6	15,0	1,6	1,6	0,8	
Matsverðsbreytingar.....	-	-	-	-	-	.	-	1,2	.	
Tekju- og eignarskattar.....	0,9	0,9	1,2	0,5	1,5	204,6	0,7	0,7	1,8	
Hagnaður.....	1,7	2,4	3,0	4,1	6,7	62,6	3,0	1,9	-37,6	
Heildareignir í lok tímabils.....	295,8	330,2	385,5	496,9	627,0	26,2	563,6	710,7	26,1	
Eigið fé í lok tímabils.....	27,1	29,8	33,0	37,6	44,2	17,7	40,0	43,7	9,4	
<b>% í lok tímabils</b>										
Arðsemi eigin fjár.....	6,9	8,8	9,9	13,3	17,8	.	16,2	8,8	.	
Kostnaðarlutfall <sup>3</sup> .....	68,1	67,8	66,2	68,1	62,3	.	63,8	67,1	.	
Eiginfjárlutfall alls.....	12,7	12,2	11,3	10,3	10,3	.	10,0	9,4	.	
Eiginfjárlutfall án víkjandi lána.....	11,7	10,8	9,9	8,6	7,9	.	8,0	6,6	.	

1. Byggt á reikningum allra félaga á Verðbréfabingi Íslands. Hagnaður sem hlutfall af veltu er hvorki sýndur fyrir fjármálfyrirtæki né hlutfélög í heild. 2. Þrjár stærstu viðskiptabankarnir og sex stærstu sparisjóðirnir. FBA er talinn með Íslandsbanka frá og með árinu 1998 en fyrir þann tíma eru Fiskveiðisjóður og Iðnlánasjóður 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	Finl.	Danm.	Ísland	
Verðbólga sl. 12 mán. ....	2,3	2,6	3,4	1,0	-0,9	1,1	3,0	3,4	2,4	3,5
Atvinnuleysi <sup>1</sup> .....	8,1	8,7	4,0	3,6	4,8	4,3	3,4	9,6	5,4	1,2
Hagvöxtur <sup>2</sup> .....	3,4	3,4	3,5	2,4	1,4	3,7	1,0	5,7	2,7	4,0
Óverðtryggðir langtímavextir (nafnávöxtun) <sup>3</sup>	.	4,8	4,8	5,1	0,8	4,8	6,1	5,0	5,1	11,3
Verðtryggðir langtímavextir (raunávöxtun) <sup>3</sup>	.	.	3,3	2,6	.	3,1	.	.	.	6,7
Skammtímavextir <sup>4</sup> .....	5,3	4,9	5,4	5,7	0,5	4,1	7,4	4,7	5,4	11,6
<i>Tölur fyrir árið 2000 (nema annað sé tilgr.):</i>										
VLF/mann m.v. kaupm.jafnvægi US\$ (ppp) <sup>5</sup>	...	...	31,5	22,1	24,0	22,0	27,8	21,7	26,3	27,0
Vergur sparnaður, % af VLF (1999).....	21,0	...	18,1	16,3	...	19,3	28,3	25,2	20,6	15,9
Jöfnuður hins opinbera, % af VLF.....	0,7	0,3	2,3	2,7	-6,0	3,4	14,0	4,0	2,7	2,9
Vergar skuldir hins opinbera, % af VLF .....	70,3	72,7	59,5	53,5	112,3	56,2	26,1	43,5	50,4	38,9
Útgjöld hins opinbera, % af VLF.....	44,3	45,0	29,3	38,4	38,2	53,9	40,6	44,8	51,3	37,8
Viðskiptajöfnuður, % af VLF.....	-0,2	0,0	-4,3	-1,5	2,8	2,4	15,4	5,5	1,4	-9,1

1. Árstúðarleidd. 2. Árlegur hagvöxtur m.v. nýjustu ársfjórðungstölur fyrir öll lönd nema Ísland. Árstúðarleidd nema fyrir Danmörku og Svíþjóð. 3. Fimm ára ríkisskuldabréf. 4. Þriggja mánaða skuldbindingar á peningamarkaði. 5. Árið 1998. Í þús. Bandaríkjadala. Umreiknað á gengi sem leiðréttir fyrir verðlagsmuni milli ríkjanna. Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Eurostat, OECD.

**Tafla 20 Alþjóðleg hagþróun**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	<i>Spár</i>		
								2000	2001	
<i>Hagvöxtur, % á ári<sup>1</sup></i>										
Heimsframleiðsla .....	2,3	3,7	3,6	4,1	4,1	2,6	3,4	4,7	4,2	
Evrusvæði .....	-0,8	2,4	2,3	1,5	2,3	2,7	2,4	3,5	3,4	
Bretland .....	2,3	4,4	2,8	2,6	3,5	2,6	2,1	3,0	2,6	
Bandaríkin .....	2,7	4,0	2,7	3,6	4,4	4,4	4,2	5,1	2,6	
Japan.....	0,3	0,6	1,5	5,0	1,6	-2,5	0,2	1,9	1,8	
Þróunarlönd.....	6,4	6,7	6,1	6,5	5,7	3,5	3,8	5,6	5,7	
Umskiptaríki.....	-7,6	-7,6	-1,5	-0,5	1,6	-0,8	2,4	4,9	4,1	
Vöxtur heimsverslunar, % á ári.....	3,8	9,0	8,9	6,7	9,8	4,3	5,1	10,0	7,8	
<i>Verðbólga:<sup>2</sup></i>										
Evrusvæði .....	3,8	3,0	2,8	2,3	1,6	1,1	1,2	2,1	1,7	
Bretland .....	3,0	2,4	2,8	3,0	2,8	2,7	2,3	2,1	2,2	
Bandaríkin .....	3,0	2,6	2,8	2,9	2,3	1,6	2,2	3,4	2,7	
Japan.....	1,2	0,7	-0,1	0,1	1,7	0,6	-0,3	-0,7	-0,3	
<i>Atvinnuleysi:</i>										
Evrusvæðið .....	10,8	11,6	11,2	11,5	11,5	10,8	9,9	9,0	8,3	
Bretland .....	10,3	9,4	8,1	7,4	5,7	4,7	4,3	3,9	3,6	
Bandaríkin .....	6,9	6,1	5,6	5,4	4,9	4,5	4,2	4,1	4,4	
Japan.....	2,5	2,9	3,1	3,3	3,4	4,1	4,7	5,0	4,7	
<i>Jöfnuður hins opinbera, % af VLF<sup>3</sup></i>										
Evrusvæðið .....	-5,7	-5,2	-5,1	-4,4	-2,6	-2,2	-1,3	0,3	-0,5	
Bretland .....	-8,0	-6,8	-5,8	-4,4	-2,0	0,4	1,3	2,7	2,2	
Bandaríkin .....	-5,1	-3,6	-3,1	-2,2	-0,9	0,3	1,0	2,3	2,6	
Japan.....	-1,6	-2,3	-3,6	-4,2	-3,3	-5,0	-7,0	-6,0	-6,0	
<i>Langtímavextir<sup>4</sup></i>										
Evrusvæðið .....	8,3	8,2	8,6	7,1	6,0	4,8	4,7	5,5	5,8	
Bretland .....	7,5	8,2	8,2	7,8	7,0	5,5	5,1	5,5	5,7	
Bandaríkin .....	5,9	7,1	6,6	6,4	6,4	5,3	5,6	6,1	6,4	
Japan.....	4,3	4,4	3,4	3,1	2,4	1,5	1,8	1,9	2,2	

1. Raunbreyting landsframleiðslu á milli ára. 2. Breyting neysluverðs. 3. Hlutfall af vergri landsframleiðslu. Tekjujöfnuður hins opinbera; ríkis, sveitarfélaga og almennatrygginga. 4. Ávöxtun 10 ára ríkistryggðra skuldabréfa. Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, OECD og Consensus Forecasts.

Tafla 21 Sögulegar hagtölur (frh. á næstu bls.)

	Verðlag <sup>1</sup>		Gengi			Vextir			Peningastærðir			Hlutfall gjaldeyris- forða og vöruinnfl. <sup>5</sup>	Erlendar skuldir % af VLF <sup>6</sup>	Hag- vöxtur
	Vísitala neyslu- verðs <sup>1</sup>	Verð- bólga	Meðal gengi krónu <sup>2</sup>	Raungengi krónu <sup>3</sup>		Meðaláv. spari- skírteina <sup>4</sup>	Alm. skuldabréfa- lán banka (raunáv.) óverðtr.	verðtr.	% - breyting yfir ár		Útlán innlánsst.			
1972	0,5	9,9	3,9	91,8	111,4	5,1	-5,3	.	18,3	21,3	23,0	4,7	30,8	6,2
1973	0,7	21,4	4,3	102,4	116,6	5,1	-14,4	.	33,0	35,2	34,6	3,7	29,6	6,8
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	0,6
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	2,3	65,4	66,4	71,1	2,4	35,9	5,7
1981	12,2	50,8	34,7	104,3	106,3	3,2	-1,7	2,5	70,5	72,2	54,1	3,0	36,5	4,3
1982	18,4	51,0	54,5	95,7	102,2	3,5	-9,4	2,9	58,0	92,0	100,2	2,1	46,4	2,2
1983	33,9	84,2	100,0	90,2	84,3	3,8	-14,2	3,0	78,7	85,6	82,9	2,5	57,2	-2,2
1984	43,7	29,2	116,3	94,6	83,4	7,0	3,4	5,5	33,4	43,0	40,2	2,1	60,2	4,1
1985	57,9	32,4	148,7	93,1	84,5	6,9	-2,3	5,0	47,6	29,7	35,2	2,8	63,6	3,3
1986	70,2	21,3	171,0	94,9	86,4	8,5	4,3	5,2	35,0	19,1	20,1	3,6	56,5	6,2
1987	83,4	18,8	177,3	104,0	109,0	8,7	4,7	7,7	35,2	42,1	31,4	2,4	49,4	8,6
1988	104,6	25,4	202,6	109,3	113,4	8,7	11,8	9,2	24,0	37,2	34,0	2,4	51,3	-0,1
1989	126,7	21,1	254,7	100,5	98,1	7,4	6,5	7,8	27,2	25,2	33,8	3,0	56,8	0,3
1990	145,5	14,8	283,7	97,2	87,4	7,0	9,3	8,0	14,9	11,0	12,5	3,3	55,8	1,1
1991	155,4	6,8	283,6	99,8	89,6	8,1	10,0	9,2	14,4	11,6	15,4	3,2	56,2	0,7
1992	161,2	3,7	285,0	99,7	92,5	7,4	11,8	9,3	3,8	5,3	11,3	4,0	59,1	-3,3
1993	167,8	4,1	308,8	94,3	84,3	6,7	11,5	9,1	6,5	5,0	11,2	4,3	66,9	0,6
1994	170,3	1,5	324,8	89,2	77,6	5,0	9,5	7,9	2,3	-1,3	4,8	2,6	64,7	4,5
1995	173,2	1,7	322,3	89,3	81,0	5,6	10,1	8,7	2,2	0,0	6,7	2,4	63,1	0,1
1996	177,1	2,3	322,9	89,5	81,9	5,5	10,5	8,9	6,8	11,8	7,6	3,0	63,2	5,2
1997	180,3	1,8	318,7	90,3	84,3	5,3	11,1	9,0	8,7	12,7	11,4	2,6	63,8	4,8
1998	183,3	1,7	313,6	91,7	88,1	4,7	11,8	8,8	15,2	30,4	15,7	2,2	69,4	4,5
1999	189,6	3,4	313,1	93,5	89,6	4,4	8,0	8,6	16,9	23,3	17,4	2,6	82,2	4,4
2000	199,1	5,0	313,3	96,3	91,5	...	12,7	9,5	11,0	26,4	...	2,1	...	4,0

1. Sínd eru ársmeðaltöl (maí 1988=100) og breyting milli ársmeðaltala. 2. Meðalgengi árs miðað við viðskiptavegið gengi helstu viðskiptalanda. 3. 1980=100. 4. Árleg meðaltöl ávöxtunar verðtryggðra spariskírteina ríkissjóðs. Ávöxtun á VÞÍ frá 1987. Áður vextir í frumsölu. 5. Gjaldeyrisforði í lok tímabils sem hlutfall af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvöruinnflutnings sl. 12 mánuði. 6. Vergar skuldir án áhættufjármagns.

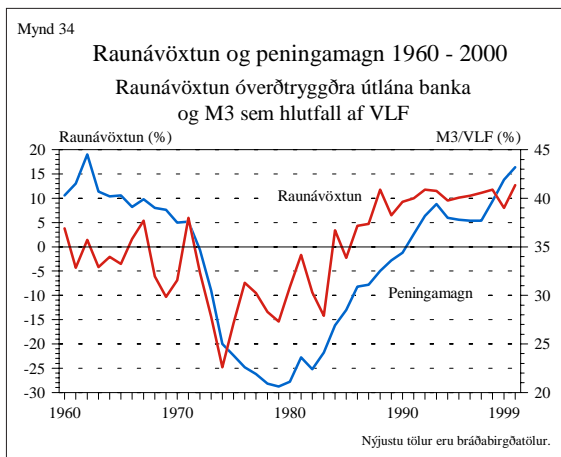
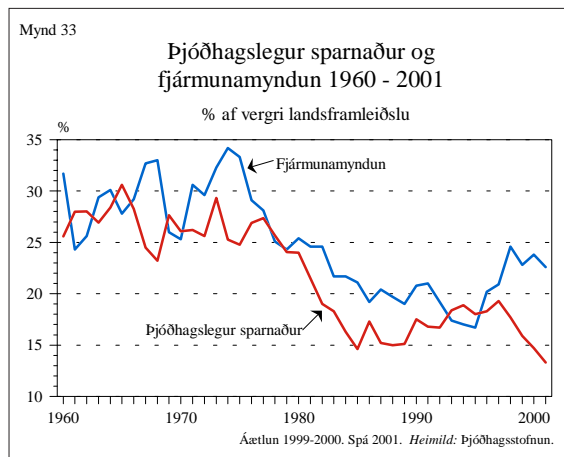
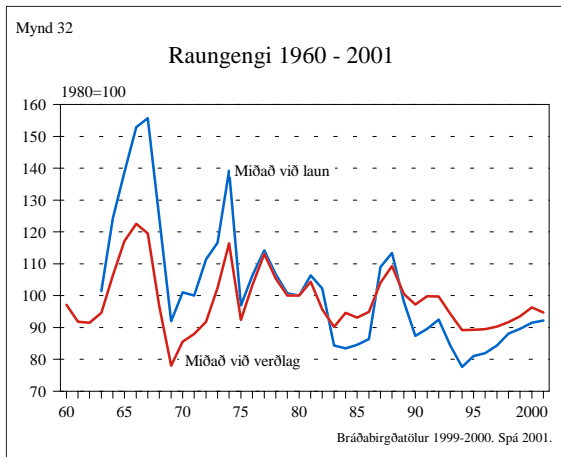
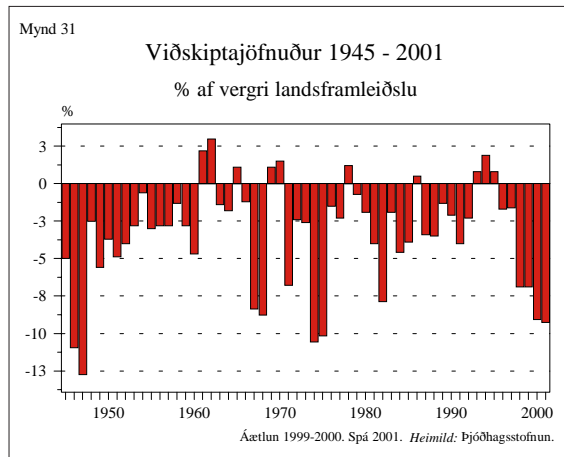
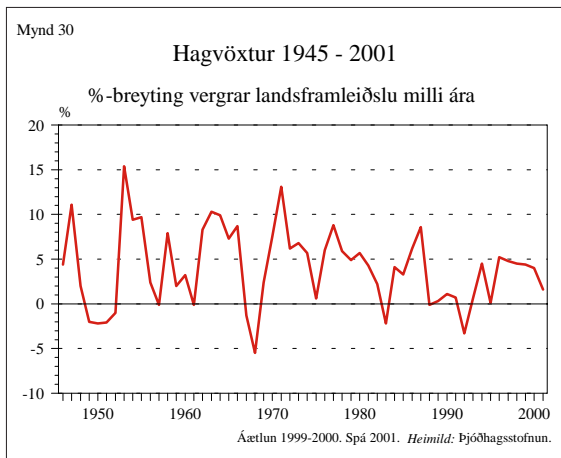
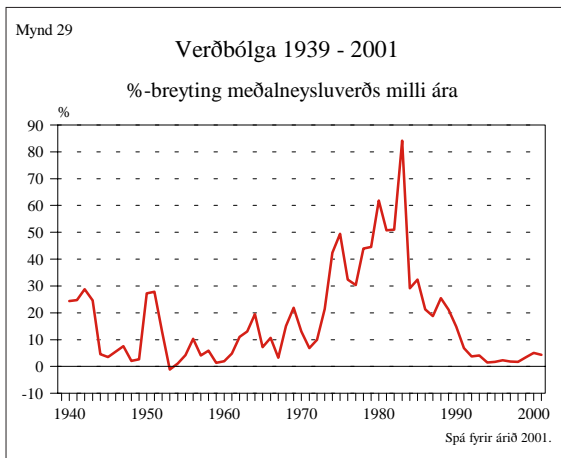
## Tafla 21 (frh.) Sögulegar hagtölur

	Þjóðh.stærðir (%-breyt. milli ára)			Útanríkisviðskipti (%-breyt. milli ára) <sup>7</sup>				Hið opinbera (% af VLF) <sup>8</sup>			Vinnurmarkaður (% af mannafla)		Laun (%-breyt. milli ára)	
	Einka-neysla	Fjár-muna-myndun	Þjóðar-útgjöld	Út-flutn.	Inn-flutn.	Viðskipta-kjör	Viðsk.-jöfn., % af VLF	Jöfn-uður	Tekjur	Útgjöld	Atv.-leysi	Atv.-þátttaka	Raun-laun <sup>9</sup>	Kaupm. ráðstöf.-tekna
1972.....	7,3	0,9	-1,8	14,5	0,5	-2,1	-2,4	1,0	33,3	32,4	0,5	71,1	.	8,4
1973.....	5,3	22,4	12,8	8,7	20,3	10,1	-2,6	0,2	32,9	32,7	0,4	71,5	.	7,3
1974.....	10,3	7,9	13,9	-2,7	12,5	-6,6	-10,6	-2,6	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	-2,7	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	1,1	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	-0,2	30,5	30,7	0,3	72,5	.	15,5
1978.....	9,0	-5,8	2,1	15,2	3,6	0,3	1,2	0,1	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	0,9	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	1,3	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	1,3	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	1,7	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	-2,0	34,0	36,1	1,0	77,4	-16,7	-12,5
1984.....	3,7	9,4	6,4	2,4	9,1	0,6	-4,6	2,2	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	-1,7	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	-4,0	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	-0,9	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	-2,0	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	-4,6	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	-3,3	35,8	39,0	1,8	77,5	-4,9	-4,6
1991.....	2,9	3,3	4,5	-5,9	5,3	3,5	-4,0	-2,9	37,2	40,1	1,5	76,2	1,4	2,1
1992.....	-3,1	-11,1	-4,6	-1,9	-5,9	-0,5	-2,3	-2,8	37,7	40,5	3,0	75,5	-0,8	-1,9
1993.....	-4,7	-10,7	-4,2	7,0	-7,7	-4,2	0,8	-4,5	35,9	40,4	4,4	75,3	-2,6	-6,0
1994.....	2,9	0,6	2,5	9,9	4,2	0,1	1,9	-4,7	35,2	39,9	4,8	75,4	-0,3	0,0
1995.....	2,2	-1,1	2,2	-2,1	4,0	1,2	0,8	-3,0	36,2	39,2	5,0	75,7	2,8	3,0
1996.....	5,4	25,7	7,2	9,9	16,7	-3,0	-1,7	-1,6	36,8	38,4	4,3	76,4	4,0	3,0
1997.....	5,5	9,6	5,7	5,7	8,5	2,5	-1,6	0,0	37,1	37,1	3,9	76,6	3,6	5,0
1998.....	10,0	26,6	12,3	2,2	23,3	5,1	-6,9	0,5	38,2	37,8	2,8	77,1	7,6	7,2
1999.....	6,9	-0,8	4,7	5,5	6,1	0,4	-6,9	1,9	41,0	39,0	1,9	77,2	3,3	4,5
2000.....	4,0	10,8	5,3	2,5	5,9	-1,7	-9,1	2,9	40,7	37,8	1,3	77,3	6,6	1,5

7. Viðskipti 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 neysluverðvísitölu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Verðbréfaþing Íslands, Þjóðhagsstofnun, Vinnuálastofnun.

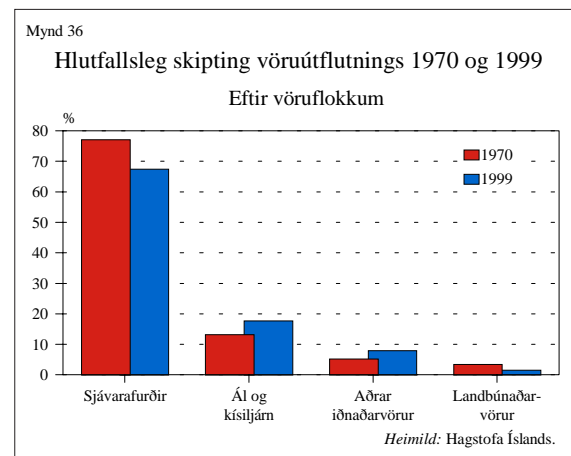
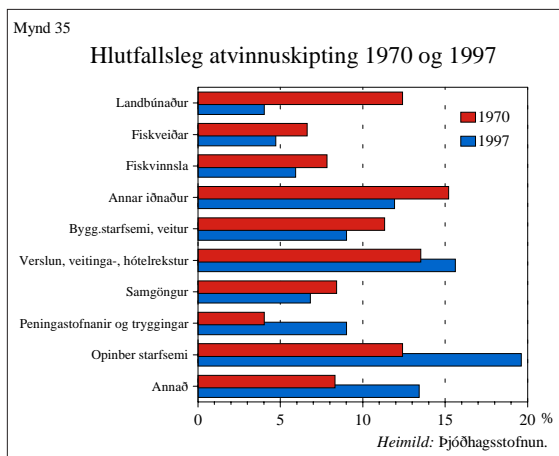




## Tafla 22 Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins

	1970	1999 <sup>1</sup>		1970	1999 <sup>1</sup>
<b>I. Mannfjöldi og vinnuafli (þús. manna)</b>			<b>IV. Þjóðartekjur og -útgjöld</b>		
Mannfjöldi í árslok .....	204,8	278,7	Verg landsframleiðsla (VLF), ma.kr. ....	0,4	624,6
yngri en-16 ára.....	70,6	68,8	Verg landsframleiðsla, ma. US\$.....	0,5	8,6
16-74 ára .....	127,3	195,7	Þjóðartekjur á íbúa í þús. US\$ .....	2,0	30,4
eldri en 74 ára .....	7,0	14,2	VLF á íbúa í þús. US\$ m.v. kaupmáttarjafnvægi (ppp) (1999) <sup>2</sup> .....	2,7	26,8
Árleg fjölgun síðustu 5 ára (%) .....	1,1	0,9	Verg fjármunamyndun, % af VLF .....	25,3	22,8
Vinnuafli (þús. manns).....	82,7	136,6	Vergur þjóðhagslegur sparnaður, % af VLF ...	26,1	15,9
þ.a. karlar .....	54,7	78,3	Hreinn þjóðhagslegur sparnaður, % af HÞF <sup>3</sup> ..	11,6	3,2
þ.a. konur.....	28,0	58,3	Útflutningur vöru og þjónustu, % af VLF .....	46,4	34,3
<b>II. Hlutfallsleg atvinnuskipting (%) (1997)</b>			Samneysla, % af VLF .....	12,7	22,9
Landbúnaður .....	12,4	4,0	Heildarútgjöld hins opinbera, % af VLF <sup>4</sup> .....	28,9	38,8
Fiskveiðar .....	6,6	4,7	Heildarskattar, % af VLF <sup>3</sup> .....	28,9	38,4
Fiskvinnsla.....	7,8	5,9	<b>V. Fjármagn og skuldir</b>		
Iðnaður, annar en fiskiðnaður .....	15,2	11,9	<i>% af VLF nema annað sé tekið fram</i>		
Byggingarstarfsemi og rekstur veitna.....	11,3	9,0	Fjármunaeign, hlutfall af VLF .....	3,4	2,9
Verslun, veitinga- og hótélrekstur.....	13,5	15,6	Fjármunaeign í mrð. US\$.....	1,8	25,8
Samgöngur .....	8,4	6,8	Hreinar erlendar skuldir .....	20,1	68,2
Peningastofnanir og tryggingar.....	4,0	9,0	Greiðslubyrði erl. skulda, % af útfl.tekjum.....	11,3	25,4
Opinber starfsemi.....	12,4	19,6	Heildarskuldir hins opinbera.....	13,0	42,4
Ýmis þjónusta og önnur starfsemi .....	8,3	13,4	Hreinar skuldir hins opinbera.....	-2,3	23,4
<b>III. Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings</b>			Peningamagn (M3).....	37,5	41,9
<i>Skipting eftir vöruflokkum (%) (1999):</i>			Útlán og markaðsskuldabréf lánakerfis.....	84,6	212,9
Sjávarafurðir .....	77,1	67,4	Skuldir atvinnuvega .....	53,6	74,3
Iðnaðarvörur.....	18,4	25,6	Skuldir heimila.....	21,2	72,2
þar af ál og kísiljárn.....	13,2	17,7	Markaðsverðmæti hlutabréfa .....	.	57,7
Landbúnaðarvörur.....	3,4	1,5			
<i>Skipting eftir ríkjum (%) (1999):</i>					
Bandaríkin.....	30,0	14,7			
Evrópusambandið .....	52,8	64,1			
Annað.....	17,2	21,2			

1. Bráðabirgðatölur. Séu þær ekki til fyrir árið 1999 er tilgreint það ár sem við á. 2. Umreiknað í Bandaríkjadali á gengi sem leiðréttir fyrir verðlagsmuni milli ríkja. 3. HÞF er hrein þjóðframleiðsla, þ.e. verg þjóðframleiðsla að frádrögnum afskriftum. 4. Á þjóðhagsreikningagrunni. Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðhagsstofnun, Verðbréfaþing Íslands, Seðlabanki Íslands.



**Tafla 23 Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum<sup>1</sup>**

	% af heild						Ma.kr.	
	1970	1980	1990	1998	1999	Jan.-nóv. 2000	1999	Jan.-nóv. 2000
<i>Vöruútflutningur, fob</i>								
Evrópusambandið.....	52,8	52,3	70,7	65,0	64,1	68,6	92,9	94,4
Evrusvæði.....	25,4	30,2	37,6	39,2	38,3	43,4	55,5	59,8
Önnur Evrópusambandslönd.....	27,4	22,0	33,1	25,8	25,8	25,2	37,4	34,7
þar af Bretland .....	13,2	16,5	25,3	19,0	19,7	19,5	28,5	26,8
Önnur Vestur-Evrópulönd .....	2,8	2,3	3,4	10,1	10,1	7,6	14,7	10,5
Austur-Evrópa og fyrrum Sovétríki .....	9,6	8,8	2,9	2,2	1,0	1,0	1,4	1,4
þar af Rússland.....	6,8	5,4	2,5	1,1	0,3	0,3	0,4	0,4
Bandaríkin .....	30,0	21,6	9,9	12,9	14,7	11,9	21,4	16,4
Japan.....	0,1	1,5	6,0	4,8	5,0	5,5	7,3	7,5
Önnur OECD-lönd .....	0,5	0,6	0,5	1,8	1,9	2,1	2,8	2,9
Þróunarlönd <sup>2</sup> .....	4,2	12,9	5,5	2,4	2,4	2,2	3,4	3,1
Önnur lönd .....	0,0	0,0	1,1	0,8	0,8	1,1	1,2	1,5
Alls .....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	145,0	137,6
<i>Vöruinnflutningur, cif</i>								
Evrópusambandið.....	64,9	58,0	59,9	56,3	55,9	56,7	101,9	105,7
Evrusvæði.....	32,0	33,2	35,5	32,5	32,4	33,3	59,0	62,0
Önnur Evrópusambandslönd.....	33,0	24,8	24,4	23,7	23,5	23,4	42,9	43,7
þar af Bretland .....	14,3	9,5	8,1	9,7	9,2	9,0	16,7	16,8
Önnur Vestur-Evrópulönd .....	5,4	8,1	5,2	11,5	11,8	10,2	21,5	19,1
Austur-Evrópa og fyrrum Sovétríki .....	10,4	10,9	6,5	5,4	5,2	5,6	9,4	10,5
þar af Rússland.....	7,2	9,7	5,0	2,2	1,9	1,8	3,5	3,4
Bandaríkin .....	8,2	9,4	14,4	11,1	10,9	11,2	19,9	20,8
Japan.....	2,9	4,0	5,6	5,1	5,5	4,9	10,1	9,2
Önnur OECD-lönd .....	0,4	5,8	3,7	5,3	4,7	4,3	8,5	8,0
Þróunarlönd <sup>2</sup> .....	7,2	2,7	3,1	3,8	4,5	5,6	8,2	10,4
Önnur lönd .....	0,6	1,1	1,4	1,5	1,6	1,5	2,9	2,8
Alls .....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	182,3	186,5

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.

