

P E N I N G A M Á L

Ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands 2001/2

Efnisyfirlit

<i>Inngangur</i>	
Verri verðbólguhorfur og lækkun gengis hamla frekari slökun í peningamálum í bráð.....	1
<i>Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum</i>	
Verðbólguhorfur verri á næstunni vegna gengissigs	3
<i>Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans</i>	
Gengissig, vaxtalækkun og lausafjárþrengingar	15
Stöðugleiki fjármálakerfisins.....	20
Nýr rammi peningastefnunnar.....	39
Yfirlýsing um verðbólguþrögn og breytta gengisstefnu	45
<i>Birgir Ísl. Gunnarsson</i>	
Ræða flutt á ársfundi Seðlabanka Íslands 27. mars 2001	47
<i>Jón Steinsson</i>	
Skipan peningamála í Ástralíu og á Nýja-Sjálandi	54
Peningastefnan og stjórnþingi hennar.....	63
Annáll fjármálamarkaða	64
Tölur og myndir	69

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
Tryggvi Pálsson

Aðrir: Arnór Sighvatsson, ritari
Elín Guðjónsdóttir

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

7. rit. Maí 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 Minna en helmingur einingar.
- Núll, þ.e. ekkert.
... Upplýsingar vantar eða tala ekki til.
. Tala á ekki við.

Inngangur

Verri verðbólguhorfur og lækkun gengis hamla frekari slökun í peningamálum í bráð

Þann 27. mars sl. var með sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands tilkynnt um umfangsmiklar breytingar á umgjörð peningastefnunnar. Vikmörk gengisins voru afnumin. Þess í stað mun Seðlabankinn miða peningastefnuna við að verðbólga verði til frambúðar sem næst 2½%, en í aðlögunarferli frá núverandi verðbólguþingi er gert ráð fyrir að verðbólga geti orðið meiri. Samhliða þessu lýsti ríkisstjórnin yfir að Seðlabankinn fengi fullt svigrúm til að beita tækjum sínum til að ná þessu markmiði og að hún hygðist leggja fram lagafrumvarp sem miðaði að því að festa þessar breytingar í lög.

Yfirlýsing ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans er birt í heild í þessu hefti *Peningamála* ásamt sérstakri grein þar sem breytingarnar eru nánar útskýrðar. Seðlabankinn lýsti því yfir í síðasta hefti *Peningamála* að hann teldi margt mæla með þessari breytingu. Hann hafði reyndar undirbúið hana í nokkurn tíma og með vaxandi þunga eftir að vikmörk gengisstefnunnar voru víkkuð í ±9% í febrúar á síðasta ári. Bankinn hafði sannfærst um að mjög erfitt væri að halda gengi krónunnar innan vissra marka við skilyrði óheftra fjármagnshreyfinga auk þess sem uppbyggingu hagkerfisins hæfir betur sveigjanlegt gengi en fast. Tímasetning breytingarinnar réðst hins vegar af því að á ársfundi bankans var fyrirhugað að kynna frumvarp til laga um bankann sem hefði magnað væntingar um að kerfisbreyting væri framundan og hugsanlega valdið þrýstingi á gengið umfram tilefni, enda fól það í sér skýra heimild til að taka upp verðbólguþingmiðið.

Seðlabankinn tilkynnti um lækkun ávöxtunar í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir þann

27. mars sl. um ½ prósentustig. Vextir voru lækkaðir í ljósi þess að verðbólguþingmiðið bankans frá því í febrúar samrýmdist nýsettu verðbólguþingmiði. Gengi krónunnar hafði að vísu veikst nokkuð síðan sú spá var gerð, en bankinn taldi að ekki væru traustar efnahagslegar forsendur fyrir þeirri veikingu enda virtist hún fyrst og fremst tengjast óvissu vegna yfirvofandi kerfisbreytingar. Hægt var því að binda vonir við að hún gengi að einhverju leyti til baka þegar liði á árið. Á móti kom að verðbólga hafði verið minni í febrúar og mars en gert var ráð fyrir í spá bankans og verðbólguvæntingar höfðu minnkað. Þessu til viðbótar voru komin fram fyrstu merki þess að ofþenslan væri byrjuð að hjaðna, einkum í veltutölum og innflutningi, og Þjóðhagsstofnun hafði skömmu áður spáð að verulega myndi draga úr vexti innlendrar eftirspurnar og úr hagvexti. Að lokum var það mat bankans að aðhaldsstig vaxta væri mjög mikið. Hafði bankinn áhyggjur af því að svo mikið peningalegt aðhald myndi leiða til meiri samdráttar en verðbólguþingmiðið krefst. Þrátt fyrir vaxtalækkunina er aðhald peningastefnunnar enn mikið.

Seðlabankinn hélt daglánavöxtum óbreyttum þegar ávöxtun í endurhverfum viðskiptum var lækkuð í því skyni að draga úr daglánafyrirgreiðslu og örva millibankamarkað. Á undanförunum vikum hafa hins vegar verið lausafjárþrengingar á innlendum peningamarkaði sem birtast m.a. í því að REIBOR vextir til 14 daga eru töluvert fyrir ofan vexti í endurhverfum viðskiptum Seðlabankans og daglánavextir á millibankamarkaði fyrir krónur hafa verið fyrir ofan daglánavexti Seðlabankans. Mikil aukning úti-standandi samninga í endurhverfum viðskiptum Seðlabankans eykur að öðru jöfnu framboð lausafjár.

Á móti hefur komið að inngríp Seðlabankans á milli-bankamarkaði með gjaldeyri til loka mars drógu úr framboði á krónum og lausafjárstaða ríkissjóðs hefur verið góð. Grunnfé hefur því ekki aukist. Seðlabankinn telur ekki tilefni til neinna sérstakra ráðstafana af sinni hálfu til að eyða þessum lausafjárskorti og telur að lánastofnanir eigi að geta ráðið við hann sjálfar með því að draga úr útlánum sínum og nýta sér þá möguleika sem þær hafa til skammtímalántöku.

Próun gengis og verðlags hefur verið óhagstæð síðan breytingar voru gerðar á ramma peningastefnunnar og vextir lækkaðir undir lok mars. Verðbólgu-spá Seðlabankans fyrir fyrsta ársfjórðung gekk að vísu nákvæmlega eftir. Hins vegar lækkaði gengi krónunnar rúm 5% frá 27. mars til 26. apríl. Jafnframt varð hækkun vísitölu neysluverðs í apríl umtalsverð og mun meiri en markaðsaðilar höfðu reiknað með. Samfara þessu hafa verðbólguvæntingar aukist á ný. Verðbólguhorfur á næstunni hafa því versnað. Seðlabankinn spáir því að verðbólga á seinni hluta þessa árs geti orðið allt að 6% og verði 5,7% yfir árið. Úr því gæti verðbólga farið lakkandi samfara því að spennan í hagkerfinu hjaðnar. Það hvílir á þeim forsendum að gengislækkun síðustu daga verði tímabundin og að fyrirliggjandi kjarasamningar raskist ekki. Gangi það eftir mun nýsett verðbólguarkmið Seðlabankans nást um mitt ár 2003 en hugsanlegt er að verðbólgan fari tímabundið út fyrir þölmörkinu snemma á næsta ári.

Í þessu hefti *Peningamála* birtist greinargerð um fjármálalegan stöðugleika. Þar kemur fram að útlánaaukning á undanförunum misserum og óhóflegur viðskiptahalli sem hefur stuðlað að umtalsverðri gengislækkun á síðustu mánuðum fela í sér áhættu fyrir stöðugleika fjármálakerfisins, eins og Seðlabankinn hefur varað við áður. Á sama tíma hefur geta fjár-

málakerfisins til að standa af sér erfiðari aðstæður að ýmsu leyti minnkað. Kemur það fram í verri afkomu og lakkandi eiginfjárlutfalli. Það er eðli fjármálakreppna að þær geta dunið yfir án þess að gera afdráttarlaus boð á undan sér, eins og gerst hefur í nágrannalöndum Íslands og um heim allan. Fjölmargar alþjóðlegar rannsóknir hafa leitt í ljós ýmsar líklegar en ekki öruggar leiðandi vísbendingar um fjármálakreppur. Nokkrar þeirra, t.d. viðskiptahalli, útlánaþensla og hækkun eignaverða, sem tengst hafa fjármálakreppum í öðrum löndum, hafa gefið ákveðnari viðvörunarmerki en áður. Án frekari ytri áfalla er þó vart líklegt að stöðu fjármálastofnana sé hætt.

Seðlabankinn telur ekki efnahagslegar langtímaforsendur fyrir þeirri gengislækkun sem nú hefur orðið, auk þess sem hún er óæskileg frá sjónarhóli verðbólguarkmiðs bankans. Hin mikla lækkun gengis krónunnar undanfarna daga er að mati bankans tímabundin og skýrist meðal annars af tregari fjármögnun viðskiptahalla, sjómannaverkfalli og tilhneigingu gjaldeyrismarkaða til yfirskota. Ljóst má vera að óhóflegur viðskiptahalli grefur til lengdar undan genginu, jafnvel þótt hátt gengi sé ekki meginorsök hans, og getur þar með sett verðstöðugleika í hættu.

Eins og fram hefur komið er aðhald í peningamálum áfram mikið. Jafnframt eru að koma fram skýrari merki um að hagkerfið sé að kólna. Verri verðbólguhorfur og þrýstingur á gengi krónunnar munu hins vegar hamla frekari vaxtalækkun í bráð, jafnvel þótt minni umsvif í hagkerfinu gætu gefið tilfni til þess. Því eru auknar líkur á að peningastefna, sem miðar að því að draga úr verðbólgu á ný, hafi tímabundinn samdrátt í för með sér. Nýsett verðbólguarkmið bankans mun þó nást að lokum þrátt fyrir tímabundinn verðbólguarkmið og harkalegri aðlögun en áður var vonast til.

Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum¹

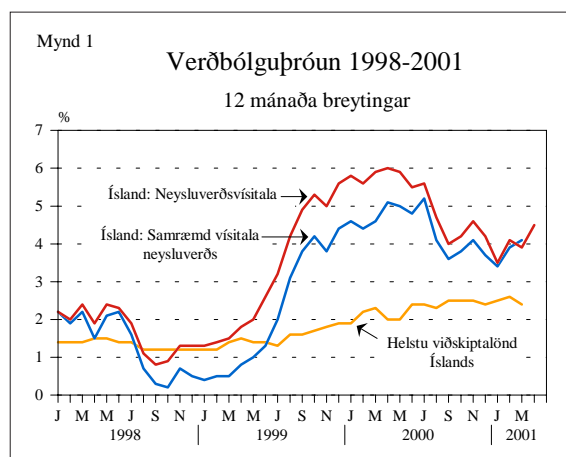
Verðbólguhorfur verri á næstunni vegna gengissigs

Verðbólga og verðbólguvæntingar hafa aukist á síðustu vikum, m.a. vegna umtalsverðrar lækkunar á gengi krónunnar. Verðbólguhorfur á næstunni hafa því versnað. Seðlabankinn spáir því að verðbólga á seinni hluta þessa árs geti orðið allt að 6% og verði 5,7% yfir árið. Úr því er líklegt að verðbólga minnki samfara því að spennan í hagkerfinu hjaðnar. Það byggist á þeim forsendum að hugsanleg frekari gengislækkun verði tímabundin og að fyrirliggjandi kjarasamningar raskist ekki. Gangi það eftir mun nýsett verðbólguþakmið Seðlabankans nást um mitt ár 2003 en líklegt er að verðbólgan fari út fyrir þolmörkin snemma á næsta ári.² Aðhald peningastefnunnar er áfram mikið þrátt fyrir nýlega ½ prósentustigs vaxtalækkun bankans. Viðskiptahallinn hefur grafið undan gengi krónunnar. Seðlabankinn telur þó ekki efnahagslegar langtímaforsendur fyrir frekari gengislækkun. Gengi krónunnar gæti eigi að síður lækkað tímabundið enn frekar vegna viðskiptahalla, sjómannaferkfalls og innbyggðrar tilhneigingar gjaldeyrismarkaða til yfirskota. Verri verðbólguhorfur og þrýstingur á gengi krónunnar munu hamla frekari vaxtalækkun í bráð, jafnvel þótt minni umsvif í hagkerfinu getu gefið til efni til þess. Líkur hafa því aukist á að tímabundinn samdráttur verði fylgifiskur þess að kæfa þá verðbólgu sem nú er í gangi.

Verðbólga hefur aukist á ný að hluta vegna lægra gengis

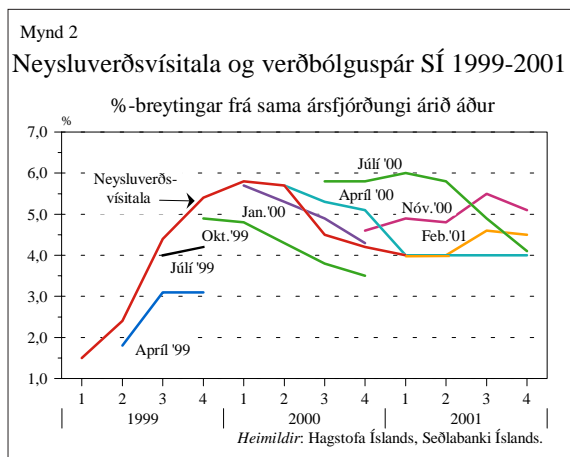
Verðbólgan hefur aukist eftir því sem liðið hefur á árið. Eftir mikla hækkun vísitölu neysluverðs í apríl fór tólf mánaða hækkun hennar í 4½%, en var í byrjun janúar 3½%. Lítil verðbólga í janúar stafaði að hluta af sérstökum breytingum á mælingu fasteignagjalda í vísitölunni.³ Verðbólga hefur einnig aukist á mælikvarða samræmdrar vísitölu sem notuð er á EES svæðinu. Í mars hafði samræmda vísitalan hækkað um 4,1% á tólf mánuðum, samanborið við 3,4% í janúar. Á sama tíma stóð verðbólga í helstu viðskiptalöndum í stað og var 2,4%. Með aukinni

verðbólgu og lækkun gengis íslensku krónunnar hafa verðbólguvæntingar aukist. Verðbólguálag ríkisskuldabréfa með 2-3 ára líftíma jókst úr rúmum 4% um áramót í 5% 26. apríl sl.



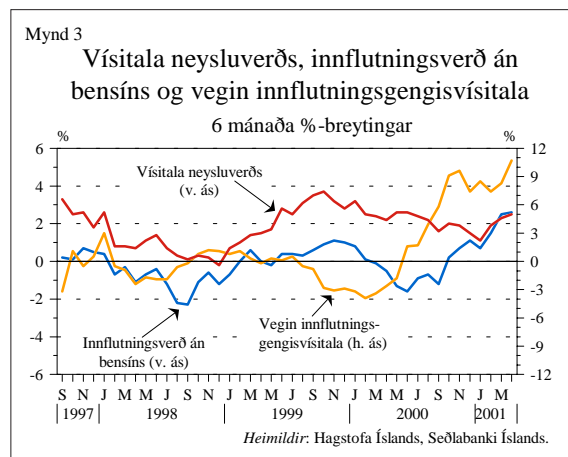
1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru hinn 26. apríl 2001.
2. Þolmörk verðbólgunnar segja til um hvenær Seðlabankanum ber að greina ríkisstjórninni frá ástæðum þess að verðbólga víki svo mikið frá verðbólguþakmiðinu.
3. Sjá umfjöllun í *Peningamálum* 2001/1.

Seðlabankinn spáði í febrúar að vísitala neysluverðs á fyrsta ársfjórðungi yrði 4% hærrí en fyrir ári og gekk sú spá nákvæmlega eftir. Í spá sinni gerði Seðlabankinn þó ráð fyrir meiri hækkun vísitölnnar á fyrri hluta ársfjórðungsins og minni á seinni hluta hans, en raun varð á. Þetta leiddi til þess að tólf mánaða hækkun vísitölnnar var í apríl því meiri en áður var gert ráð fyrir, eða 4,5%. Í apríl ár hvert endurskoðar Hagstofan útgjaldagrunn vísitölu neysluverðs og tekur þá tillit til breytinga sem verða á vægi einstakra liða vísitölnnar vegna hlutfallslegra verðbreytinga eða af sérstöku tilefni. Í ár voru fasteigna- og bifreiðagjöld tekin út úr grunni vísitölu neysluverðs. Er það í samræmi við alþjóðastaðla um að beinir skattar tilheyri ekki neysluútgjöldum.



Síðustu mælingar vísitölu neysluverðs benda til þess að áhrifa gengislækkunar krónunnar á undanförunum misserum sé farið að gæta í verðlagi og fréttir um verðhækkanir á innfluttum vörum hafa verið tíðar í apríl. Í apríl hækkaði vísitala neysluverðs um 1,2% milli mánaða. Þetta var óvenjumikil hækkun í einum mánuði. Þótt greina megi áhrif gengisbreytinga í þessari hækkun áttu ýmis tímabundin áhrif verulegan hlut að máli. Árstíðarbundin hækkun á verndartollum átti þátt í því að verð á innfluttum matvörum hækkaði um 6,1%, sem leiddi til 0,19% hækkunar vísitölnnar. Hækkun á verði ávaxta um 10,6%, sem leiddi til 0,11% hækkunar, má sennilega skýra með gengislækkun krónunnar. Grænmeti o.fl. hækkaði í verði um 14,6% og olli 0,17% hækkun vísitölnnar. Verðhækkun fatnaðar um 4,7% (0,25% áhrif á vísitölnuna) má að mestu leyti skýra með því að

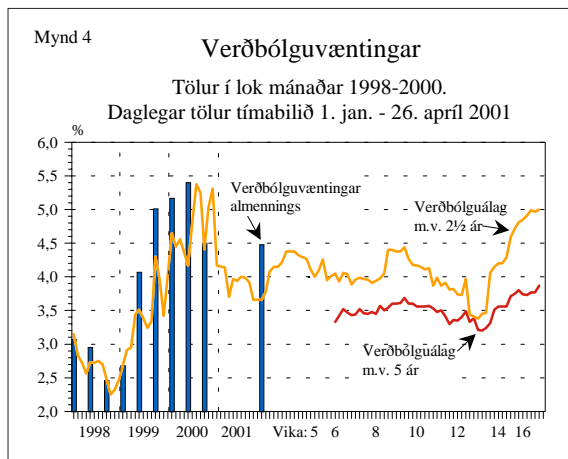
vetrarútsöllum lauk í mars. Verð á fötum og skóm var í apríl hið sama og fyrir ári og tæpu 1% lægra en það var í desember.



Húsnæðisverð hækkar áfram andstætt spám en þjónusta á almennum markaði vegur nú þyngra í hækkun neysluverðs en húsnæði

Vísbendingar af fasteignamarkaði hafa bent til þess að heldur væri farið að draga úr spennu þar. Hækkun á markaðsverði húsnæðis um 1,4%, sem leiddi til 0,14% hækkunar vísitölu neysluverðs í apríl, kom því nokkuð á óvart. Þrátt fyrir þessa hækkun dró áfram úr tólf mánaða hækkun húsnæðisliðar vísitölnnar, þótt hún væri töluvert umfram hækkun vísitölnnar í heild. Í apríl hafði húsnæðisliðurinn hækkað um 7,4% frá sama mánuði í fyrra og reiknuð húsaleiga af eigin húsnæði hækkaði um 8,2% yfir sama tímabil. Í apríl mátti rekja liðlega fimmtung af 4,5% hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum til verðhækkunar á húsnæði. Vísitala sem sýnir þriggja mánaða meðaltal fermetraverðs íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu hafði í mars hækkað um 10% yfir tólf mánuði. Í febrúar á síðasta ári hafði hún hækkað um rúmlega 22½% á einu ári, en síðan dró jafnt og þétt úr hækkun hennar. Á milli fjórða ársfjórðungs á síðasta ári og fyrsta ársfjórðungs á þessu hækkaði vísitalan um 2%, sem er u.þ.b. 1,2% umfram hækkun almenns verðlags. Húsnæðisverð utan höfuðborgarsvæðisins hefur ekki hækkað eins mikið og á verð á höfuðborgarsvæðinu, sem skýrir minni hækkun húsnæðisliðar neysluverðsvísitölnnar sem tekur mið af því einnig. Haldi áfram að draga úr húsnæðisverðhækkunum með sama hraða og undan-

4½%. Verðbólguálag ríkisskuldabréfa til 2-3 ára sveiflaðist lengst af á þessu ári í kringum 4%, sbr. meðfylgjandi mynd. Það tók síðan tímabundna dýfu í framhaldi af tiltölulega hagstæðum verðlagsmælingum í febrúar og mars. Síðustu vikur hefur þetta verðbólguálag hins vegar hækkað verulega vegna lækkunar gengis krónunnar og mikillar hækkunar vísitölu neysluverðs í apríl. Er það nú um 5%. Verðbólguálag bréfa með lengri líftíma hefur hins vegar ekki hækkað jafnmikið og er nú um 3,9%. Það er vísbending um að markaðsaðilar hafi trú á því að verðbólga muni lækka á ný þegar áhrif síðustu lækkunar gengis eru gengin yfir.



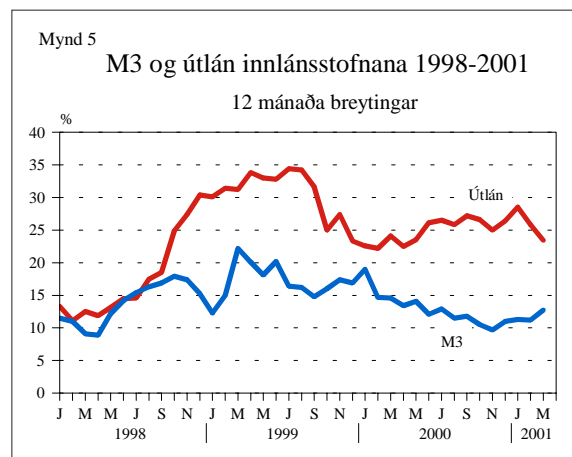
Hversu hratt er hagkerfið að kólna?

Skýrustu merkin um að ofpenslan sé byrjuð að hjaðna eru vísbendingar um veltu sem skattinnheimta veitir. Á síðasta ári varð samdráttur í smásöluverslun að raungildi og á seinustu tveim mánuðum ársins var stöðnun í iðnaði án stóriðju og fiskiðnaðar og það sama á við um heildverslun. Helsta undantekningin var byggingariðnaður og þjónusta. Í byggingariðnaði jókst velta í fyrra meira en árið áður og velta í þjónustustarfsemi var áfram umtalsverð. Á fyrsta ársfjórðungi þessa árs var innheimta virðisaukaskatts um 1½% lægri að raungildi en árið áður og innheimta óbeinna skatta um 2% lægri. Þar vegur þyngst gjald-dagi virðisaukaskatts í febrúar vegna veltu á síðustu tveim mánuðum ársins en einnig innheimta virðisaukaskatts af innflutningi í ársfjórðungnum og ýmsir aðrir óbeinir skattar. Almennur innflutningur á fyrsta ársfjórðungi virðist reyndar hafa verið nánast óbreyttur frá sama tíma í fyrra, sbr. töflu 1 á bls 7.

Athyglisvert er að þótt samdráttur hafi orðið í innheimtu óbeinna skatta á fyrsta ársfjórðungi var innheimta skatta í heild næstum 5% meiri að raungildi en á sama tíma í fyrra. Það stafar af því að innheimta tekjuskatta jókst verulega. Þannig var tekjuskattur einstaklinga rúmlega 9% meiri að raungildi og staðgreiðslan jókst um svipað. Því er vöxtur tekna áfram verulegur. Að tekjur haldi áfram að aukast á sama tíma og dregur úr veltu gæti bent til þess að sparnaðarhlutfall heimilanna sé loksins farið að hækka, sem gæti leitt til þess að fari að draga úr viðskiptahallanum þegar útflutningstekjur ná sér aftur á strik eftir að sjómannaverkfalli lýkur. Þótt það sé æskileg og nauðsynleg þróun getur snörp hækkun sparnaðarhlutfallsins magnað samdrátt í hagkerfinu og valdið fyrirtækjum á heimamarkaði og í innflutningi erfiðleikum.

Önnur ummerki um kólnun hagkerfisins eru ekki ýkja sterk. Það bendir til þess að ekki hafi dregið verulega úr ofpenslunni enn sem komið er. Vöxtur útlána innlánsstofnana á tólf mánuðum til loka mars var t.d. rúmlega 23% og hefur lítið hjaðnað frá sama tíma í fyrra. Að vísu stafar hluti hennar síðustu mánuði af hækkun gengisbundinna lána vegna lækkunar gengis krónunnar, en jafnvel þótt tekið sé tillit til þess mælist vöxtur útlána enn í tveggja stafa tölu sem er meira en samrýmist lágru verðbólgu til lengdar. Vöxtur peningamagns (M3) mælist einnig í tveggja stafa tölu, en hefur hjaðnað nokkuð samfellt frá vормánuðum 1999, þegar hann mældist í kringum 20%.

Þvert á væntingar hélt íbúðaverð áfram að hækka fyrstu þrjú mánuði ársins. Raunverð íbúðarhúsnæðis



hefur því ekki enn lækkað en fasteignaverðbólga er ekki eins mikil og fyrir ári. Samdráttur í markaðs- virði afgreiddra húsbreifa bendir hins vegar til þess að fasteignamarkaður sé byrjaður að slakna og það sama má segja um ýmsar óbeinar vísbendingar. Hugsan- legt er að þrýstingur til verðlækkunar birtist fyrst í því að eignir seljist ekki þar sem seljendur sætti sig ekki við lægra verð, en vísitölur Fasteignamats ríkis- ins um fasteignaverð byggjast á gerðum kaupsam- ningum. Lækkun á fasteignaverði gæti því verið fram- undan.

Ástand á vinnumarkaði er mikilvæg vísbending um efnahagsástandið og segir til um hættu á verð- bólguþrýstingi. Vinnumarkaður gefur hins vegar ekki eins tímanlega vísbendingu og ýmsar aðrar stærðir, þar sem samdráttur kemur yfirleitt fram á vöru- og þjónustumörkuðum á undan vinnumarkaði. Vinnu- markaður er áfram mjög spenntur. Mælt atvinnuleysi í marsmánuði var lægra en á sama tíma í fyrra og lítilsháttar tilhneiging til aukningar á árstíðarleiddréttu atvinnuleysi sem virtist gæta í kringum áramótin hef- ur stöðvast í bili. Þá voru veitt atvinnuleyfi til útlend- inga utan EES-svæðis mun fleiri á fyrsta ársfjórðungi en á sama tíma í fyrra og sama má segja um skráð laus störf á vinnumarkaðslunum. Í vinnumarkaðskönnun Þjóðhagsstofnunar í janúar vildu atvinnurekendur enn fjölga starfsfólki, en ekki eins mikið og í janúar í fyrra. Á landinu öllu töldu atvinnurekendur æski- legt að fjölga starfsfólki um 0,1%, samanborið við 0,3% í fyrra. Mest umskipti urðu á höfuðborgar- svæðinu, þar sem atvinnurekendur vildu fjölga starfsfólki um 0,2%, samanborið við 0,8% á sama tíma í fyrra. Mikil eftirspurn var þó enn í byggingar- iðnaði, samgöngum og þjónustu við atvinnurekstur.

Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar um mánaða- mótin mars og apríl virðist við fyrstu sýn benda til einhverrar slökunar á vinnumarkaði frá sama tíma í fyrra þar sem atvinnuleysi mældist örlitlu meira, eða 2,1% í samanburði við 1,9%, og vikulegum vinnu- stundum fækkar úr 44,3 stundum í 43,5 stundir. Við nánari skoðun kemur í ljós að of snemmt er að draga ályktanir um marktæka slökun á vinnumarkaði af þessum tölum. Munurinn á atvinnuleysi er það lítil að hann er vart tölfræðilega marktækur, auk þess sem sjómannaverkfall kann að hafa skekkt niðurstöð- urnar. Vinnutíminn mældist óvenju langur í fyrra en er nú svipaður og í nóvember sl. og nálægt meðal- vinnutíma á tímabilinu 1995-1999. Sundurgreining á

Tafla 1 Þróun nokkurra vísbendinga

(Miðað við nýjustu gögn um hverja hagstærð)

<i>I Velta og eftirspurn</i> – %-breyting frá fyrra ári	Nýjasta tímabil	1999	2000
Almennur innflutningur ¹	Jan. - des.	4,6	3,6
Almennur innflutningur án eldsneytis og stóriðju ¹	Jan. - des.	3,4	5,2
Innflutningur neysluvara ¹	Jan. - des.	10,4	0,3
Innflutningur annarra neysluvara en bifreiða ¹	Jan. - des.	9,0	4,5
Almennur innflutningur, árstíðaleiðréttur ²	Jan. - mars	12,1	0,1
Vöruútflutningur ¹	Jan. - des.	7,4	-0,7
Virðisaukaskattsvelta ³	Jan. - des.	6,9	3,4
þ.a. iðnaður án fiskvinnslu og stóriðju ³	Jan. - des.	6,3	3,4
þ.a. smásöluverslun ⁴	Jan. - des.	5,1	-0,9
Greiðslukortavelta (raunvirði)	Janúar	17,5	8,7
<i>II Innheimtir skattar</i> – raunbreyting milli ára (%) ⁵			
Skattar alls	Jan. - mars	7,2	4,8
þ.a. virðisaukaskattur	Jan. - mars	7,7	-1,4
<i>III Vinnumarkaður</i>			
Atvinnuleysi – % af mannafla	Mars	1,9	1,5
Veitt atvinnuleyfi	Jan. - mars	205	323
Laus störf – meðaltal í mánuði	Jan. - mars	385	506
<i>IV Peninga- og lánastærðir</i> – %-breyting frá fyrra ári			
Peningamagn og sparifé (M3)	Mars	14,6	12,7
Útlán innlánsstofnana	Mars	24,0	23,4
Útlán lánakerfisins	Desember	17,7	18,4
<i>V Eignaverð</i> – % breyting frá fyrra ári			
Hlutabréfaverð – þingvísitala aðallista	26. apríl	45,3	-34,8
Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu ⁶	Mars	21,2	10,0
Raunverð fasteigna á höfuðborgarsvæðinu ⁶	Mars	14,6	6,0

1. Á föstu verðlagi í íslenskum krónum (Fisher-verðvísitölur notaðar).
2. Á föstu verðlagi og gengi.
3. Raunbreyting miðað við neysluverð án húsnæðis.
4. Raunbreyting miðað við neysluverð án húsnæðis og bensíns.
5. Raunbreyting miðað við neysluverð.
6. Miðað við 3 mánaða meðaltal verðs. Raunbreyting reiknuð m.v. neyslu- verðvísitölu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðhagsstofnun, Vinnuálastofnun, Verðbréfa- þing Íslands, Fasteignamat ríkisins, Seðlabanki Íslands.

milli höfuðborgarsvæðis og landsbyggðar leiðir einnig í ljós að spenna á vinnumarkaði á höfuðborgarsvæðinu virðist lítið hafa slaknað. Þannig var vinnumagn, þ.e. margfeldi vinnutíma og fjölda í störfum, meira á höfuðborgarsvæðinu en á sama tíma í fyrri en minna á landsbyggðinni.

Rúmlega 4½% aukning kaupmáttar launa á einu ári
Launavísitala fyrir alla launþegahópa hækkaði um 3,9% frá fjórða ársfjórðungi 2000 til fyrsta ársfjórðungs 2001. Á sama tíma hækkaði launavísitala á almennum vinnumarkaði um 4,6% og launavísitala opinberra starfsmanna og bankamanna um 2,9%. Mánaðarleg launavísitala fyrir vinnumarkaðinn allan hækkaði um 1,1% milli febrúar og mars og er sú hækking aðallega tilkomin vegna kjarasamninga sem sveitarfélögin hafa gert við t.d. BSRB og leikskólakennara. Einnig gætir í þessum tölum samninga sem ríkið hefur gert við nokkra smærri launþegahópa, t.d. háskólamenntaða starfsmenn í stjórnarráði og flugumferðarstjóra.

Vísitala launa á almennum vinnumarkaði hækkaði um 11,1% frá fyrsta ársfjórðungi sl. árs til fyrsta ársfjórðungs þessa árs. Lauslega áætlað stafa að minnsta kosti 8,8% þeirrar hækkingar af kjarasamningum, sem felur í sér að launahækkanir umfram kjarasamninga hafi verið allt að 2,1%. Kaupmáttur launa jókst töluvert yfir þetta tímabil. Vísitala neysliverðs hækkaði um 4,0% og því er kaupmáttaraukning á almennum markaði 6,8% yfir tímabilið. Kaupmáttur launa opinberra starfsmanna og bankamanna jókst töluvert minna, eða 1,7%. Var það í fyrsta sinn frá því á þriðja ársfjórðungi 1997 sem kaupmáttur launa opinberra starfsmanna jókst minna á einu ári en kaupmáttur launa á almennum vinnumarkaði. Að meðaltali var kaupmáttur launa um 4,7% hærrí á fyrsta ársfjórðungi 2001 en á sama tíma árið áður.

Fyrsta verðbólguþá Seðlabankans eftir breytingar á ramma peningastefnunnar

Verðbólguþá Seðlabankans er nú gerð í fyrsta skipti í hinu nýja umhverfi peningastefnunnar sem kynnt er nánar í sérkafla. Í grundvallaratriðum breytist spágerð bankans lítið þar sem áfram eru það sömu lykilstærðir sem hafa áhrif á innlent verðlag, þ.e. innlendir launakostnaður, gengi krónunnar og innflutt verðbólga. Á bak við þessar stærðir eru einnig aðrar

stærðir sem hafa áhrif á þróun verðbólgu, eins og eftirspurnarspenna á vinnu- og vörumarkaði og verðbólguvæntingar almennings.

Í fyrsta sinn er spáin gerð við aðstæður fljótandi gengis. Þrátt fyrir að vikmörk gengisstefnunnar hafi verið orðin það víð að þau buðu upp á töluverðan gengissveigjanleika gat Seðlabankinn tæplega gefið sér aðra forsendu um þróun gengis krónunnar en að það héldist óbreytt frá spádegi. Nú er engin slík kvöð á bankanum. Rannsóknir og reynsla gefa hins vegar til kynna að gengi gjaldmiðla sé sú hagstærð sem einna erfiðast sé að spá, a.m.k. til skamms tíma.⁴ Því virðist yfirleitt reynast best að gefa sér óbreytt gengi, a.m.k. á meðan engar afgerandi vísibendingar um styrkingu eða frekari veikingu krónunnar liggja fyrir. Ný spá bankans byggist því áfram á forsendunni um óbreytt gengi frá spádegi sem var 26. apríl.

Samkvæmt hinum nýja ramma ber Seðlabankanum að spá verðbólgu næstu tveggja ára, en það er sá tími sem almennt er talinn líða þar til áhrif peningastefnuáðgerða eru að fullu komin fram í verðlagi. Seðlabankinn hefur hins vegar ákveðið að birta nú verðbólguþá út árið 2003, sem er þremur ársfjórðungum lengra en ofangreindur rammur kveður á um. Er þetta gert til að betur komi fram hvernig verðbólguþáin samræmist langtíamarkmiði peningastefnunnar.

Ný verðbólguþá: Tímabundin aukning verðbólgu í kjölfar veikingar krónunnar

Spáin sem hér er kynnt endurspeglar áhrif lækkunar krónunnar síðan síðasta spá var gefin út. Þessi lækkun er talin valda tímabundinni aukningu í verðbólgu á þessu ári og á fyrri hluta næsta árs. Spáin gerir hins vegar ráð fyrir að smám saman dragi úr verðbólgu á ný, eftir því sem dregur úr vexti innlendir eftirspurnar.

Í spá bankans í febrúar var gert ráð fyrir að verðbólga milli fyrstu ársfjórðunga árána 2000 og 2001 yrði 4% og gekk sú spá eftir. Þrátt fyrir þetta gerir spáin nú ráð fyrir nokkru meiri verðbólgu á þessu og næsta ári en þá var spáð. Í meginatriðum skýrist þessi munur af töluverðri lækkun krónunnar frá því að síðasta spá var gerð. Í febrúar gerði bankinn ráð fyrir því

4. Sjá t.d. R. Meese og K. Rogoff (1983), „Empirical exchange rate models of the seventies: Do they fit out of sample?“, *Journal of International Economics*, 14, 3-24.

Tafla 2 Verðbólguþá Seðlabanka Íslands

Ársfjórðungsbreytingar			
	Breyting frá fyrri ársfjórðungi (%)	Ársfjórðungs­breyting á ársgrun­d­velli (%)	Breyting frá sama árs­fjórðungi árið áður (%)
2000:1	1,1	4,3	5,8
2000:2	1,4	5,9	5,7
2000:3	0,5	2,1	4,5
2000:4	1,1	4,6	4,2
2001:1	0,9	3,4	4,0
2001:2	2,5	10,4	5,1
2001:3	1,4	5,6	6,0
2001:4	0,8	3,4	5,7
2002:1	0,5	2,0	5,3
2002:2	1,1	4,5	3,9
2002:3	0,9	3,8	3,4
2002:4	0,8	3,3	3,4
2003:1	0,1	0,5	3,0
2003:2	0,6	2,3	2,5
2003:3	0,7	2,7	2,2
2003:4	0,7	2,8	2,1

Ár	Ársbreytingar (%)	
	Milli ára	Yfir árið
1998	1,7	1,3
1999	3,4	5,8
2000	5,0	3,5
2001	5,2	5,7
2002	4,0	3,4
2003	2,4	2,1

Skyggt svæði sýnir spá.

að verðbólga yrði 4,6% yfir árið 2001 og 2,7% á næsta ári.⁵ Nú er spáð 5,7% verðbólgu í ár og 3,4% verðbólgu yfir árið 2002. Eins og áður hefur komið fram birtir bankinn nú í fyrsta skipti spá fyrir árið 2003. Samkvæmt þeirri spá er gert ráð 2,1% verðbólgu yfir árið 2003. Nánari skýringar á spánni má finna í töflu 2.

Spáð er að verðbólga aukist nokkuð fram á síðasta ársfjórðung þessa árs en fari síðan smám saman

5. Í febrúarspánni var gert ráð fyrir að verðbólga milli meðaltala árunna 2000 og 2001 yrði 4,3% og 3,2% milli árunna 2001 og 2002. Sambærileg spá nú er 5,2% og 4%. Spáð er 2,4% meðalhækkun verðlags milli árunna 2002 og 2003.

Tafla 3 Verðbólguþá annarra aðila og verðbólguvæntingar

	2000		2001	
	Milli ára	Yfir árið	Milli ára	Yfir árið
Meðalspá.....	4,4	4,3	3,8	3,0
Verðbólguvæntingar almennings.....	.	4,5	.	.
Verðbólguálag ríkisskuldabréfa.....	.	5,0	.	.

Þeir sem gefa út verðbólguþá eru Íslandsbanki-FBA, Landsbankinn, Gjaldeyrismál, Kaupþing og Þjóðhagsstofnun. Verðbólguvæntingar almennings eru mældar þrisvar á ári með úrtakskönnun. Verðbólguálag ríkisskuldabréfa er vaxtamunur rúmlega tveggja ára verðtryggðra og óverðtryggðra ríkisskuldabréfa. Álagið mælir því væntingar markaðsaðila um meðalverðbólgu næstu tveggja ára.

minnkandi þegar áhrif lækkunar krónunnar verða að mestu gengin yfir. Samkvæmt spánni mun draga nokkuð hratt úr verðbólgu þegar líða tekur á næsta ár þegar hægir á vexti innlendrar eftirspurnar, að því gefnu að gengi verði stöðugt. Eins og sjá má í töflu 3 virðist spá Seðlabankans nokkuð há í samanburði við spár annarra stofnana og markaðsaðila. Þó ber að hafa í huga að spár þessara aðila eru nokkuð eldri og margar þeirra voru gerðar þegar gengi krónunnar var töluvert hærra en 26. apríl. Því má búast við því að þessar spár verði endurskoðaðar upp á við á sama hátt og spá Seðlabankans.

Taflan sýnir einnig verðbólguvæntingar almennings og markaðsaðila. Verðbólguvæntingar almennings voru síðast mældar um miðjan janúar en verðbólguálagið er frá 26. apríl. Verðbólguálagið hefur hækkað hratt undanfarnar vikur vegna gengis­lækkunar krónunnar en álagið lækkaði um 0,6 prósentustig daginn eftir yfirlýsinguna um breyttan ramma peningastefnunnar. Líklegt er að næst þegar verðbólguvæntingar almennings verða mældar muni samsvarandi hækkun væntinga koma fram.

Forsendur verðbólguþá

Breytingar á forsendum verðbólguþáinnar frá því í febrúar taka meðal annars mið af nýrri spá Þjóðhags­stofnunar um hagvöxt og vinnuafslotkun og spám alþjóðastofnana um verðlagsþróun í utanríkisvið­skiptum. Er yfirlit yfir meginforsendur spárinnar að finna í töflu 4. Mat á samningsbundinni hækkun launa er byggt á fyrirliggjandi samningum. Um hana er því nokkuð góð víska. Við áætlun launaskriðs á

Tafla 4 Helstu forsendur verðbólguþáttar

Prósentubreytingar milli ársmeðaltala	2000	2001	2002	2003
Samningsbundin laun.....	3,7	5,4	3,7	2,9
Launaskrið.....	2,0	1,7	1,2	1,0
Innlend framleiðni.....	2,2	1,7	1,5	1,5
Innflutningsgengisvísitala krónunnar	-1,0	13,6	2,1	0,0
Innflutningsverð í erlendri mynt.....	3,3	2,4	1,0	1,3

innlendum markaði hefur verið tekið mið af aðstæðum á vinnumarkaði. Gert er ráð fyrir að spennan á vinnumarkaði minnki á næstu árum, sem er í samræmi við spá Þjóðhagsstofnunar. Forsendan um innlenda framleiðniþróun er byggð á grunni spár Þjóðhagsstofnunar. Gert er ráð fyrir því að heldur dragi úr vexti á framleiðni vinnuafis á næstu árum með minnkandi hagvexti. Eins og áður hefur komið fram er í spánni gert ráð fyrir óbreyttu gengi krónunnar frá spádegi, þ.e. 26. apríl, en það er rúmlega 6½% lægra gengi en miðað var við í spá bankans sem birt var í febrúar sl. Forsendan um breytingar á innflutningsverðlagi í erlendri mynt tekur mið af spám alþjóðastofnana, en þróun bensínverðs á alþjóðamörkuðum er spáð út frá þróun framvirkra samninga, sbr. umfjöllun í ramma á bls. 5.

Reynsla undanfarinna mánaða virðist gefa til kynna að áhrif gengisbreytinga á innlent verðlag gætu verið með lengri töf en áður, hvort sem sú breyting er tímabundin eða varanleg. Er það í samræmi við reynslu annarra ríkja sem tekið hafa upp sveigjanlega gengisstefnu. Hins vegar eru engin rök, hvorki fræðileg né byggð á reynslu, fyrir því að áhrif varanlegra gengisbreytinga muni ekki koma fram í verðlagi að lokum, í samræmi við söguleg langtímasambönd. Af þessum sökum er gert ráð fyrir að nýleg gengislökkun komi heldur hægar fram en fyrirbyggjandi líkön gera ráð fyrir en að langtímasambandið sé óbreytt.

Gert er ráð fyrir að hækkun húsnæðisverðs stöðvist á næstunni og það verði óbreytt að nafnvirði frá júní til jafnlengdar á næsta ári. Þetta þýðir að gert er ráð fyrir að húsnæðisverð lækki um u.þ.b. 5% að raunvirði á þessum tíma. Þetta er gert í ljósi vísbendinga um að farið sé að draga úr spennu á húsnæðismarkaði, en reikna má með að áhrif þess muni koma

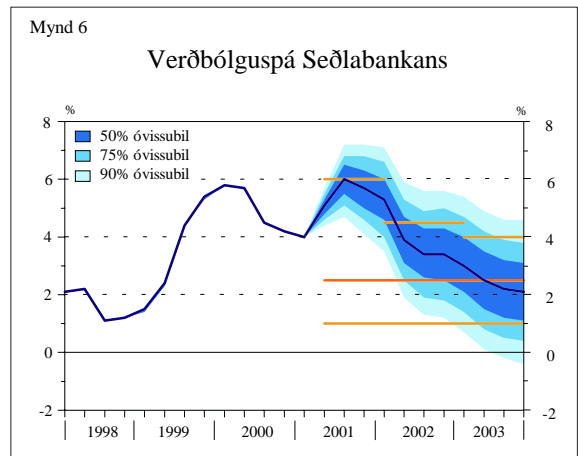
fram í húsnæðisverði þegar viðskipti aukast með þær tegundir húseigna sem mest hafa lækkað.

Óvissa og áhættuþættir

Mynd 6 sýnir ársfjórðungslega spá bankans og mat á óvissu sem óhjákvæmilega fylgir spágerð. Myndin sýnir mismunandi líkur á að spáin lendi innan ákveðins bils. Þannig sýnir dekksta bilið það verðbólguþátt sem 50% líkur eru á að verðbólga verði innan. Tvö dekkstu bilin sýna samsvarandi 75% óvissubíl og allt litada svæðið 90% óvissubíl. Samkvæmt spánni og óvissubílinu eru t.d. 90% líkur til þess að verðbólga á fjórða ársfjórðungi ársins 2002 verði á bilinu 1-5½%, 75% líkur á að hún verði á bilinu 2-5% og 50% líkur á að hún verði á bilinu 2½-4½%. Óvissan verður því meiri því lengra sem spáð er fram í tímann og endurspeglast það í víkkun óvissubilsins.

Með því að sýna spána ásamt mati á óvissubíli hennar leggur Seðlabankinn áherslu á að allar spár eru háðar óvissu og því sé varhugavert að leggja of mikið upp úr túlkun á einstökum gildum. Því mun bankinn framvegis birta verðbólguþáttar sínar á því formi sem fram kemur á mynd 6.⁶

Eins og endranær er veruleg óvissa um forsendur spárinnar. Mest óvissa er um gengi krónunnar. Hér á



6. Matið á óvissu í verðbólguþáttarinn byggist á sögulegum spáskekkjum bankans þar sem það á við og á einföldum framreikningi á spáóvissu fyrir þær tímabil sem bankinn hefur ekki áður spáð. Á sama hátt og spár um einstök gildi eru háðar óvissu er matið á spáóvissu það einnig. Því þarf að fara varlega í túlkun á matinu á spáóvissunni. Þessu mati er fremur ætlað að draga fram innbyggða óvissu spágerðarinnar en að vera nákvæmt mat á líkindadreifingu verðbólguþáttarinnar.

eftir eru færð rök fyrir því að raungengi krónunnar sé ekki of hátt og að gengislækkun síðustu vikna sé a.m.k. að hluta yfirskot. Eigi að síður getur gengið haldið áfram að lækka eitthvað áfram vegna viðskiptahalla og aukinnar svartsýni, ef ekki koma til jákvæðar fréttir af þeim efnahagsþáttum sem hafa áhrif á það, svo sem útflutningstekjum, viðskiptahalla, fjármagnsstreymi og verðbólgu. Mikill vaxtamunur til 1-2 ára gæti bent til væntinga um meiri gengislækkun, en áhættuálag kynni einnig að hafa aukist. Áhættuálagið er hins vegar líklega mjög hátt um þessar mundir, auk þess sem nýjar fréttir um undirstöður þjóðarþúskaþarinn munu breyta vaxtamuninum jafnt sem genginu. Óvissa vegna gengisins getur því verið til beggja átta, sérstaklega þegar lítið er lengra fram í tímann. Við þetta bætist óvissa um það hversu hratt áhrifin af lægra gengi koma fram.

Nokkur óvissa er um þróun á íbúðamarkaði á næstu mánuðum. Haldi fasteignaverð áfram að hækka, þvert á væntingar, verður verðbólga á næstunni hærri en hér er spáð. Einnig gæti orðið snörp lækkun á íbúðaverði sem leiddi til minni verðbólgu.

Sé lítið lengra fram á veginn er mikil óvissa um verðbólguvæntingar og launamyndun. Ef núverandi verðbólguþing festist í sessi mun það gera verðbólguhjöðnun tregari, m.a. vegna áhrifa á launamyndun. Þá er auðvitað veruleg óvissa tengd hugsanlegri endurskoðun kjarasamninga á næsta ári.

Verðbólga gæti tímabundið farið út fyrir þölmörkin

Mynd 6 sýnir áætlaða verðbólguþróun miðað við verðbólguþing bankans. Í spá bankans er gert ráð fyrir að verðbólga verði mjög nálægt efri þölmörkum stefnunnar á seinni hluta þessa árs og fari út fyrir þau á fyrsta ársfjórðungi næsta árs þegar þau lækka í 4½%. Verði það raunin þarf Seðlabankinn að senda greinargerð til stjórnvalda sem skýrir ástæður þess að verðbólga fór út fyrir þölmörkin og lýsir hvernig bankinn hyggst bregðast við. Samkvæmt spánni varir frávikíð einungis í stuttan tíma, á meðan áhrif gengislækkunarinnar eru að koma fram, og verðbólga verður komin inn fyrir þölmörkin þegar á fyrri hluta næsta árs og verður vel innan þeirra eftir það.

Meiri viðskiptahalla spáð skv. nýrri þjóðhagsspá

Í mars sl. gaf Þjóðhagsstofnun út nýja þjóðhagsspá. Helstu breytingar frá áætlun fyrir árið 2000, sem gefin var út í desember sl., eru að vöxtur fjármunamyndunar er nú talinn hafa verið heldur minni (9% í stað 10,8%), en viðskiptahallinn meiri (10,3% af landsframleiðslu í stað 9,1%). Þetta leiðir til þess að vöxtur landsframleiðslu er nú talinn hafa verið 3,6% í fyrra í stað 4%.

Ef lítið er til þeirrar spár sem fylgdi þjóðhagsáætlun 1. október 2000 eru breytingar mun meiri. Þá var spáð 2,5% vexti einka- og samneyslu, samborið við 4% og 3,7% áætlaða útkomu. Einungis var spáð 2,1% vexti fjármunamyndunar og að viðskiptahallinn yrði 4,2% af landsframleiðslu.

Tafla 5 Þjóðhagsyfirlit 1998-2001

Magnbreytingar frá fyrra ári %	Þjóðhagsyfirlit Þjóðhagsstofnunar mars 2001					Spá IMF		Spá OECD	
	1998	1999 ¹	2000 ²	2001 ³	Frávik frá des. 2000 ⁴	2001	2002	2001	2002
Einkaneysla.....	10,0	6,9	4,0	2,5	0,8	2,2	2,3	1,8	2,4
Samneysla.....	3,4	5,1	3,7	3,1	-0,1	3,0	2,5	2,5	2,0
Fjármunamyndun.....	26,6	-0,8	9,0	-2,5	0,1	-2,4	-0,9	-1,4	1,0
Þjóðarútgjöld, alls.....	12,3	4,6	5,4	1,1	0,2	-	-	1,0	1,9
Útflutningur vöru og þjónustu.....	2,2	4,4	5,1	3,4	3,4	0,3	2,6	0,0	4,0
Innflutningur vöru og þjónustu.....	23,3	5,7	9,3	0,9	2,1	-0,9	1,3	-1,0	2,5
Verg landsframleiðsla.....	4,5	4,1	3,6	2,0	0,4	1,9	2,1	1,5	2,4
Verg þjóðarframleiðsla.....	4,6	4,1	2,9	1,6	0,9	-	-	-	-
Viðskiptajöfnuður sem % af VLF.....	-6,9	-7,0	-10,3	-10,1	-0,8	-10,6	-8,2	-10,6	-9,7

1. Bráðabirgðatölur. 2. Áætlun. 3. Spá. 4. Mismunur á spá Þjóðhagsstofnunar um árið 2001 í desember 2000 og mars 2001.

Spáð er 2% hagvexti á yfirstandandi ári, sem er heldur meira en spáð var í desember og október sl. (1,6%). Gert er ráð fyrir 2,5% vexti einkaneyslu nú, sem er svipað og í októberspánni, en spáð var 1,7% vexti í desember. Einnig er nú spáð 3½% vexti útflutnings, en í desember var gert ráð fyrir stöðnun. Á móti vex innflutningur um tæplega 1%, í stað þess að dragast saman um rúmlega 1%. Afleiðingin er aukinn viðskiptahalli, þ.e.a.s. 10,1% af landsframleiðslu í stað 9,3%.

Þjóðhagsstofnun áætlar að fjárfesting hafi numið 23,8% af landsframleiðslu árið 2000. Það er hærra hlutfall en árið 1999, en aðeins lægra en árið 1998, þegar það varð hæst. Þjóðhagslegur sparnaður náði sögulegu lágmarki á sl. ári, rúm 13% af landsframleiðslu, og stefnir enn lægra á árinu 2001, eða í 12½%. Á síðasta ári jókst viðskiptahallinn um sem nam 3,3% af landsframleiðslu. U.þ.b. 1% þeirrar aukningar má rekja til meiri fjárfestingar en 2,3% til minni þjóðhagslegs sparnaðar.

Þjóðhagsspánni fylgir áætlun um hugsanlega þróun helstu þjóðhagsstærða til ársins 2005. Þar er gert ráð fyrir að landsframleiðslan aukist svipað og þjóðarútgjöldin næstu árin eða u.þ.b. 3% að meðaltali. Reiknað er með að einkaneysla vaxi að meðaltali um 4% á ári, meira síðustu árin, og samneysla um 2½% á ári. Gert er ráð fyrir samdrætti fjárfestingar í byrjun tímabilsins, en að vöxtur hennar á tímabilinu verði 2% að meðaltali. Þá er gert ráð fyrir að út- og innflutningur vaxi um 3½% á ári, viðskiptahallinn haldist á bilinu 8-8½% af landsframleiðslu og skuldir þjóðarinnar nemi tæplega 130% af landsframleiðslu árið 2005. Gert er ráð fyrir atvinnuleysi á bilinu 2-2½% og verðbólgu á bilinu 3-3½%.

Reiknað er fráviksdæmi þar sem reiknað er með að heimilin auki sparnað sinn eftir skuldasoðfnun síðustu ára. Samkvæmt því eykst einkaneysla um 2½% á ári, en fjárfesting stendur í stað. Viðskiptahallinn fer niður í 5½% af landsframleiðslu í lok tímabilsins.

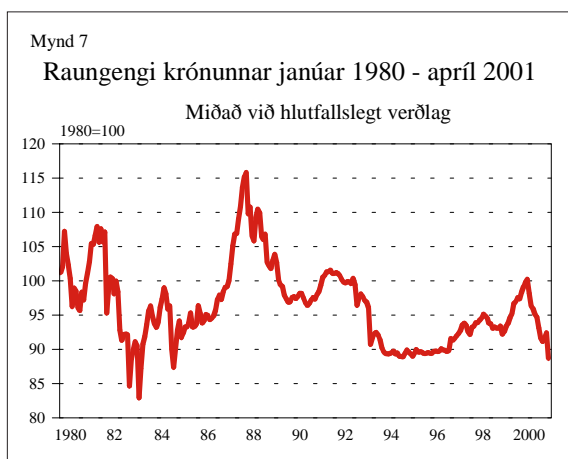
Gildi framreikninga af þessu tagi felst í því að undirstrika þann vanda sem við er að etja í hagstjórn, fremur en segja fyrir um raunverulega hagþróun. Telja verður hæpið að eins mikill hagvöxtur og gert er ráð fyrir í grunddæminu geti haldið áfram án þess að verðbólga fari úr böndum. Eins og fram kemur í grein um fjármálastöðugleika hér á eftir eru íslensk heimili og fyrirtæki nú þegar skuldugri en þau hafa

nokkru sinni verið áður og skuldsetning þeirra orðin afar mikil. Í grunddæminu er gert ráð fyrir að skuldir þjóðarinnar aukist um sem nemur 40% af landsframleiðslu til ársins 2005. Þar sem gera verður ráð fyrir því að ríkissjóður haldi áfram að greiða niður skuldir við svo mikinn hagvöxt, myndi skuldaaukningin öll og gott betur verða hjá heimilum og fyrirtækjum. Vandséð er að þau geti staðið undir þeirri skuldaaukningu. Fráviksdæmið er því að ýmsu leyti líklegra. Jafnvel má gera ráð fyrir að umskiptin geti orðið mun sneggrí, líkt og dæmi eru um hjá öðrum löndum sem farið hafa í gegnum tímabil álfka mikillar ofpenslu.

Frekari gengislækkun er óheppileg og umfram efnahagslegar forsendur

Gengi krónunnar var þann 26. apríl rúmlega 7½% lægra en um áramót og hafði þá lækkað um rúm 5% frá því að vikmörk á gengisþróun voru afnumin. Seðlabankinn hefur að undanförmu lagt áherslu á að ekki séu traustar efnahagslegar langtímaforsendur fyrir frekari gengislækkun, auk þess sem hún sé óæskileg út frá sjónarhóli verðbólguþröngvæðis bankans og jafnvel fjármálastöðugleika. Bent hefur verið á að raungengi krónunnar sé nú töluvert undir meðaltali sl. tuttugu ára. Vísitala raungengis krónunnar var í apríl reyndar hin lægsta frá árinu 1984. Ennfremur hefur verið bent á að ágætur vöxtur sé í þeim útflutningsgreinum sem ekki búa við framboðstakmarkanir. Því er ekki að sjá að hlutfallslegur kostnaður íslenskra fyrirtækja miðað við erlend hafi staðið þeim fyrir þrífum. Þvert á móti er það einmitt gengislækkun krónunnar og aukinn fjármagnskostnaður, sem hafði hvað mest áhrif til hins verra á hagnað fyrirtækja á sl. ári. Vegna þess að íslenskur sjávarútvegur getur, vegna kvótakerfisins, ekki hagnýtt sér sem skyldi lægra gengi krónunnar með því að auka útflutning er ávinningur lægra gengis einnig minni en ella, auk þess sem gengistap skuldsettra fyrirtækja vegur á móti. Einkenni of hás gengis birtist þegar til lengdar lætur í langvarandi dræmum hagvexti og vannýtingu innlendra framleiðsluþátta. Því fer fjarri að um slíkt sé að ræða um þessar mundir. Þvert á móti hafa innlendir framleiðsluþættir verið ofnýttir, skortur verið á vinnuafli og laun hækkað óhóflega hratt. Við slíkar aðstæður væri afar óráðlegt að stuðla að frekari lækkun gengisins. Full ástæða er því til að áréttu að lækkun gengisins er nú þegar óæskilega

mikil. Á hinn bóginn gefur viðskiptahallinn til kynna að umtalsverðrar aðlögunar sé þörf. Vandinn liggur fyrst og fremst í of mikilli innlendri eftirspurn og lágum þjóðhagslegum sparnaði, sem er rót viðskiptahallans.



Úr innlendri eftirspurn þarf að draga svo stöðugleiki komist á gengi krónunnar. Í aðlögunarferlinu er þó fólgin ákveðin hættu á að þrýstingur myndist á gengi krónunnar. Í því sambandi er rétt að minna á að Seðlabankinn hefur ítrekað bent á að hinn óhóflegi viðskiptahalli gæti til lengdar grafið undan genginu og þar með sett verðstöðugleika í hættu. Þetta virðist því miður vera að koma fram. Síðustu vikur hefur sjómannaverkfall einnig veikt krónuna.

Gengi gjaldmiðla til skamms tíma ræðst hins vegar aðeins að takmörkuðu leyti af undirliggjandi efnahagsþróun. Gengi gjaldmiðla er eignaverð sem ræðst einnig af væntingum um framtíðarefnahagsþróun. Um hana eru ófullkomnar upplýsingar og væntingar því breytilegar. Eins og á öðrum eignamörkuðum er viss tilhneiging til yfirskota og öfga-fulltra viðbragða. Viðbrögðin geta jafnvel verið sjálfmagnandi ef lækkun á gengi veldur vantrú á gengi gjaldmiðils og verður til þess að markaðsaðilar ákveða þess vegna að selja gjaldmiðilinn og stuðla þar með að enn frekari lækkun hans. Sveiflurnar geta verið þeim mun öfgakenndari sem markaðir eru grynri og þ.a.l. meiri líkur á að upp komi sú staða að mótaðili, sem er reiðubúinn að kaupa krónur þegar annar vill selja, sé ekki fyrir hendi.

Þrátt fyrir þetta ræðst gengi gjaldmiðla að endingu af undirliggjandi efnahagsþróun. Aðlögun sem

þörf er á í þjóðarbúskapnum skyldi hins vegar ekki vanmetin. Peningastefnan þarf að miðast við framgang verðbólguþröngunar og Seðlabankinn getur því ekki látið sér gengisþróunina í léttu rúmi liggja, þótt formleg vikmörk sem skuldbinda hann til inn-gripa hafi verið afnumin.

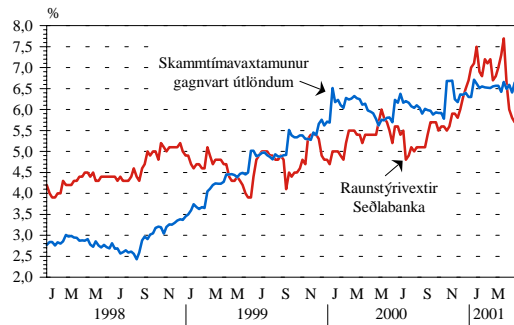
Aðhald peningastefnunnar er áfram mikið

Seðlabankinn kynnti þann 27. mars lækkun stýri-vaxta sinna um ½ prósentustig, eða úr 11,4% í 10,9% á endurhverfum viðskiptum bankans við lánastofn-anir. Við að horfið var frá gengismarkmiði og pen-ingastefnunni sett beint verðbólguþröngunar mið varð óhjákvæmileg breyting á forsendum vaxtaákvæðana bankans. Vaxtastefnan er ekki lengur bundin af því að halda gengi krónunnar innan vikmarka og getur þess í stað tekið tillit til verðbólguhorfna. Það voru því einkum fjórir þættir sem lágu að baki þessari ákvörðun bankans. Í fyrsta lagi samrýmdist verð-bólguþröngunar frá því febrúar því að nýsett verð-bólguþröngunar myndi nást, enda var þá spáð tæplega 3% verðbólgu yfir árið 2002. Gengi krónunnar hafði að vísu veikt nokkuð síðan sú spá var gerð, en bank-inn taldi að ekki væru traustar efnahagslegar for-sendur fyrir þeirri veikingu enda virtist hún fyrst og fremst tengjast óvissu vegna yfirvofandi kfnisbreyt-ingar. Hægt var því að binda vonir við að hún gengi að einhverju leyti til baka þegar liði á árið. Á móti kom svo að verðbólga hafði verið minni í febrúar og mars en gert var ráð fyrir í spá bankans og verð-bólguvæntingar höfðu lækkað. Í öðru lagi voru komin fram fyrstu merki þess að ofþenslan væri byrjuð að hjaðna, einkum í veltutölum og innflutn-ingi. Í þriðja lagi hafði Þjóðhagsstofnun skömmu áður spáð að verulega myndi draga úr vexti inn-lendrar eftirspurnar og hagvexti. Að mati bankans benti spáin til þess að framleiðsluspenna yrði horfin á árinu 2003. Í fjórða lagi var aðhaldsstig í gegnum vextina mjög mikið þar sem vaxtamunur gagnvart útlöndum var rúmlega 6½% og raunstýrivextir höfðu hækkað upp í 7½%. Hafði bankinn áhyggjur af því að svo mikið peningalegt aðhald myndi leiða til meiri samdráttar en verðbólguþröngunar krefst.

Vaxtalækkunin fól í sér nokkru minna aðhaldsstig en ella. Því til viðbótar hafa verðbólguvæntingar aukist að undanförunni vegna lækkunar gengisins og mikillar hækkingar vísitölu neysluverðs í byrjun apríl. Raunstýrivextir bankans eru því nú undir 6%. Vaxta-

Mynd 8

Raunstyrivextir og skammtímavaxtamunur gagnvart útlöndum janúar 1998 - apríl 2001



munur hefur hins vegar lítið lækkað og er nú um 6½% þegar miðað er við ríkisvixlavexti en um 7½% ef miðað er við vexti á millibankamarkaði. Á þann mælikvarða hefur vaxtamunurinn aldrei verið meiri, en það á sér skýringu í þeim lausafjárskorti sem ein-

kennir peningamarkaðinn um þessar mundir. Um hann er nánar fjallað í grein hér á eftir um þróun á mörkuðum og aðgerðir Seðlabankans. Það er því ljóst að aðhaldsstig peningastefnunnar er áfram mikið.

Áframhaldandi slökun í peningamálum háð verðbólguhorfum og gengisþróun

Verði gengislækkun undanfarinna vikna viðvarandi mun verðbólga á næstu misserum aukast. Þetta endurspeglast í verðbólguþróun sem birt er í þessari grein. Áframhaldandi þrýstingur á gengi krónunnar mun því hamla því að Seðlabankinn geti lækkað vexti frekar í bráð, jafnvel þótt minnkandi umsvif í efnahagslífinu gætu gefið tilefni til þess. Lækkun á gengi krónunnar er því líkleg til að leiða til harkalegri aðlögunar en ella. Auknar líkur eru því á að tímabundinn samdráttur verði fylgifiskur þess að kæfa þá verðbólgu sem nú er í gangi.

Gengissig, vaxtalækkun og lausafjárþrengingar

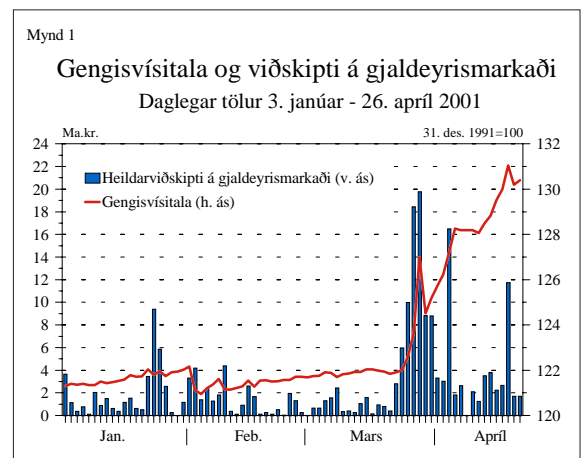
Hinn 27. mars var tilkynnt um afnám vikmarka á gengisþróun og tók sú breyting gildi daginn eftir. Dagana áður varð veruleg áraun á gengi krónunnar. Gengið lækkaði síðan frekar eftir breytinguna og hefur nú lækkað um 7,3% frá áramótum. Þar af nemur gengislækkunin 5,2% frá því að gengisstefnunni var breytt í mars sl. Samtímis breytingum á gengisstefnu voru vextir í endurhverfum viðskiptum Seðlabankans lækkaðir um ½ prósentustig. Vaxtalækkunin byggðist á því mati að verðbólga myndi hjaðna á næsta ári og draga myndi úr þeirri openslu á næstu mánuðum sem bankinn hefur verið að sporna við með aðgerðum sínum síðastliðin ár. Vaxtamunur við útlönd breyttist þó lítið og hefur verið tiltölulega stöðugur frá miðjum janúar. Ávöxtun skuldabréfa hefur lækkað nokkuð og hlutabréfaverð hefur lækkað um rúmlega 14% frá áramótum.

Eftir tiltölulega hægfara veikingu gengis krónunnar ...

Eftir skammvinn áhrif af umfangsmiklum inngrípum Seðlabankans í janúarlok hélt krónan áfram að veikjast þótt ekki kæmu til miklar sveiflur. Vísitala gengisskráningar stóð í 121,74 þann 26. janúar en var komin í 122,02 þann 31. sama mánaðar. Skammvinn styrking hófst 2. febrúar en 9. febrúar taldi bankinn ástæðu til frekari inngrípa þegar merkja mátti að skortur á gjaldeyri væri í uppsiglingu. Frá 10. febrúar og allt til 23. mars hækkaði vísitalan tiltölulega stöðugt en hélst þó neðan við 122 utan tveggja daga. Viðskipti á gjaldeyrismarkaði voru tiltölulega lítil allt þetta tímabil.

... tók vísitala gengisskráningar kipp upp á við þegar markaðurinn taldi að til stæði að breyta gengisstefnunni

Þegar líða tók að ársfundi Seðlabankans fór á kreik orðrómur um að til stæði að breyta gengisstefnunni við þau tímamót. Mikil umfjöllun um verðbólgu-markmið í fjölmiðlum, útgáfa nýrrar þjóðhagsspár og



endurskoðun laga um Seðlabanka Íslands voru talin helstu merki um að breyting kynni að vera yfirvofandi. Svo fór að mikil spenna myndaðist og gengi krónunnar lækkaði hratt. Umfangsmikil inngríp þann 23. mars höfðu skammvinn áhrif. Sveiflurnar innan dags voru miklar og hljóp vísitalan upp um 0,25% á nokkrum mínútum þegar verst lét. Þessi spenna hélst fram að ársfundinum og greip Seðlabankinn inn í viðskipti á gjaldeyrismarkaði. Alls voru seldir Bandaríkjadalar fyrir andvirði 3,6 ma.kr. þessa daga en viðskipti voru mjög mikil og námu alls 34,4

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

ma.kr. síðustu þrjá dagana fyrir breytinguna. Bankinn hélt þó genginu innan vikmarkanna. Ljóst virðist að þegar orðrómurinn fór á kreik tóku fjárfestar að gera fyrirfram upp samninga sem byggðust á því að vikmörkin héldu.

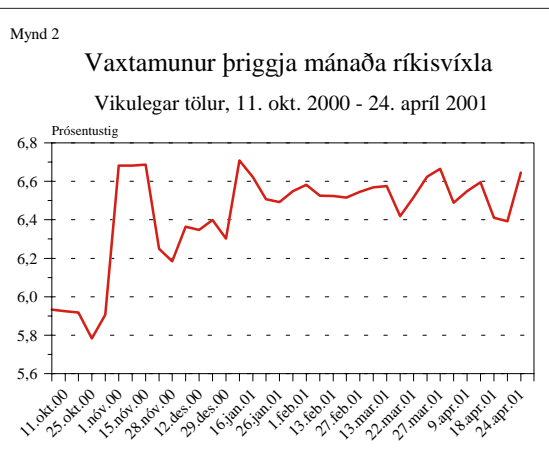
Breytt peningastefna var boðuð á ársfundi bankans 27. mars og tók hún gildi þegar næsta dag. Vikmörkin, sem miðuðu við +/- 9% frávik vísitölu gengisskráningar frá miðgildi (115,01), voru afnumin og krónan sett á flot. Nánar er fjallað um breytinguna í sérstökum kafla um nýjan ramma peningastefnunnar hér í ritinu.

Gengi krónunnar veiktist eftir að hún fór á flot

Við opnun gjaldeyrismarkaðar 28. mars lækkaði gengi krónunnar hratt á nokkrum mínútum en síðar þann sama dag hækkaði það hratt á ný. Vísitalan var skráð 126,22 þann 28. mars en gengi krónunnar styrktist töluvert næsta dag og var vísitalan þá skráð 124,51. Síðan hefur gengi krónunnar veikt. Um tíma stóð vísitalan nokkurn veginn í stað við gildið 128,2 en hækkaði síðan þann 17. apríl. Hinn 24. apríl var vísitalan skráð 131,04 og er það hæsta skráningargildi vísitölunnar til þess tíma. Frá áramótum til 26. apríl hækkaði vísitalan um 7,9%. Ætla má að óvissa sem tengist verkfalli sjómanna hafi neikvæð áhrif á gengi krónunnar en einnig er sennilegt að mikil hækkun neysliverðsvísitölu í apríl hafi átt nokkurn hlut að máli.

Vaxtalækkun og breytt vaxtaróf

Á ársfundi Seðlabankans var skýrt frá ákvörðun bankastjórnar um að lækka stýrivexti bankans um 0,5 prósentustig. Þessi breyting náði þó ekki yfir allt vaxtarófið því að daglánavöxtum bankans var ekki breytt og innlánsvextir voru einungis lækkaðir um 0,2 prósentustig. Forsendur þessarar lækkunar stýrivaxta voru að verðbólguhorfur á komandi misserum samræmdust nýsettu verðbólguþegarbankmiði bankans þar sem marktæk teikn voru á lofti um að tekið væri að draga úr ofpenslu og búast mátti við að hagkerfið héldi áfram að kólna á komandi mánuðum. Daglánavextir og vextir innlána voru ekki lækkaðir samsvaramandi stýrivöxtum til að hvetja lánastofnanir til virkari lausafjárstyringar, auk þess sem vonir standa til að millibankamarkaður með krónur lifni heldur við eftir þessa aðgerð.

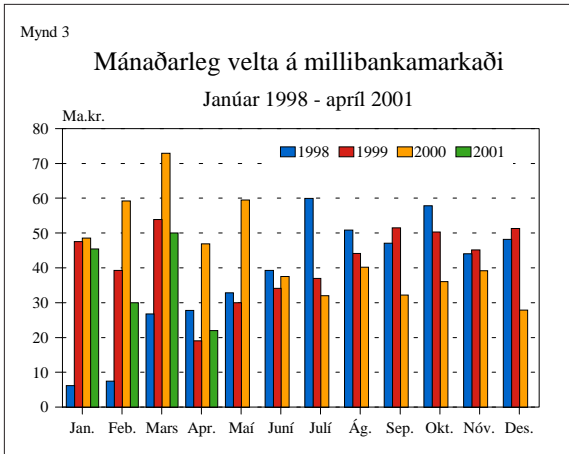


Vaxtamunur hefur lítið breyst, þrátt fyrir vaxtalækkun hérlendis

Ekki hafa orðið miklar breytingar á vaxtamun við útlönd. Frá miðjum janúar 2001 hefur vaxtamunur þriggja mánaða ríkisvixla sveiflast á tiltölulega þröngu bili milli 6,4 og 6,7 prósentustiga. Vaxtalækkun Seðlabankans í lok mars hafði skammvinn áhrif enda lækkaði bandaríski seðlabankinn enn stýrivexti sína um miðjan apríl. Frá áramótum hefur hann lækkað stýrivexti sína fjórum sinnum, um 2 prósentustig alls. Japanski seðlabankinn lækkaði stýrivexti sína í 0,15 prósentustig. Evrópski seðlabankinn hefur ekki breytt vöxtum síðan í október í fyrra. Breski seðlabankinn lækkaði stýrivexti sína um 0,25 prósentustig í aprílbyrjun og seðlabanki Kanada sömuleiðis um miðjan apríl.

Háir vextir á millibankamarkaði með krónur

Síðustu fimm mánuði hafa vextir á skemmri lána-samningum á millibankamarkaði haldist mjög háir. Eftirtektarvert er að millibankamarkaðsvextir hafa margsinnis á þessu tímabili verið hærri en stýrivextir Seðlabanka Íslands sem er á skjön við þróun virks og vel upplýsts markaðar þar sem aðilum markaðarins er í lófa lagið að taka lán í Seðlabankanum til þess að nýta sér vaxtamuninn. Ástæða fyrir þessu háa vaxtastigi á millibankamarkaði er eflaust margþætt, en uppsprettan er krónuskortur. Á vissan hátt má telja það þversagnarkennt að jafnframt því að gengi íslensku krónunnar er að lækka sé krónuskortur á íslenskum fjármagnsmarkaði. Því er ljóst að markaðsaðilar eru ekki tilbúnir til að selja gjaldeyri til að létta á

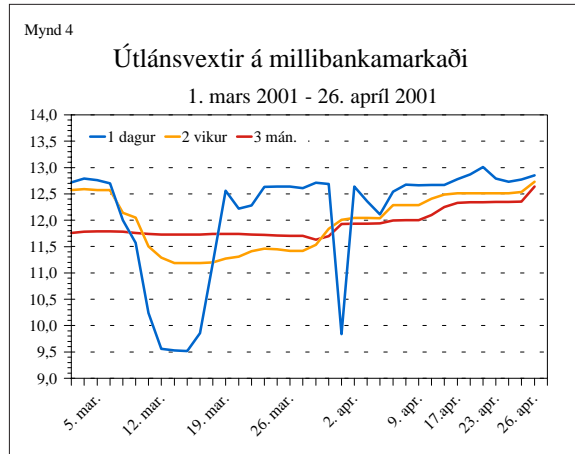


krónuskortinum sem um leið myndi stuðla að styrkingu krónunnar.

Það sem helst hefur leitt til skorts á krónum á íslenskum fjármagnsmarkaði eru inngríp Seðlabanka Íslands á gjaldeyrismarkaði sem nema 11,9 ma.kr. frá síðustu áramótum, góð staða á viðskiptareikningi ríkissjóðs við Seðlabanka Íslands og einnig má gera ráð fyrir að hækkandi bindiskylda bindiskyldra innlánsstofnana hafi einhver áhrif þar á. Á móti kemur að aðilar markaðarins hafa aukið endurhverf viðskipti við Seðlabankann og nemur aukning útistandandi endurhverfra viðskipta frá áramótum rúnum 15 ma.kr. sem er liðlega 29% aukning. Á sama tíma og endurhverf viðskipti við Seðlabanka Íslands hafa aukist hefur álögð bindiskylda bindiskyldra innlánsstofnana vaxið og hefur t.a.m. álögð bindiskylda vaxið um 23% frá desember 2000. Aukning endurhverfra viðskipta frá áramótum skýrist að mestu af aukinni bindiskyldu og inngrípum á gjaldeyrismarkaði. Breytingar á grunnfé Seðlabankans eru í raun mun betri mælikvarði á framlag bankans til peningasköpunar en endurhverf viðskipti, þar sem það tekur til allra þeirra þátta sem máli skipta í því sambandi. Grunnfé hefur sveiflast nokkuð á árinu eins og jafnan, en á heildina litið hefur það ekki aukist, sbr. mynd 5.

Þann 27. mars tilkynnti Seðlabankinn sem fyrr segir lækkan á ávöxtunarkröfu bankans í endurhverfum viðskiptum. Að öllu jöfnu hefði mátt búast við að viðbrögð á millibankamarkaði yrðu í þá veru að vextir lækkuðu á skemmri samningum.

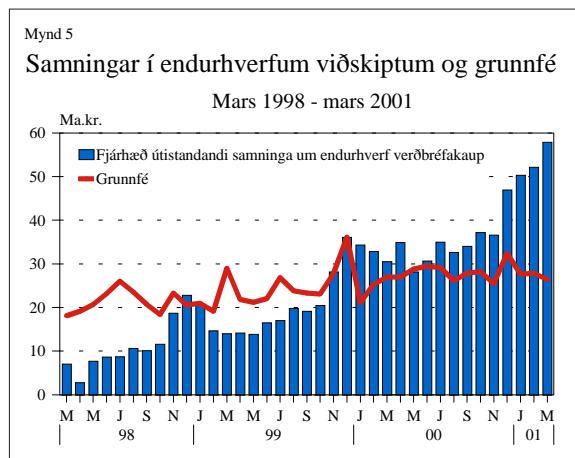
Líkt og sjá má á mynd 4 voru áhrif vaxtalækkunar lítil sem engin á millibankamarkaði. Vextir á



lánunum til eins dags lækkuðu um 2,2 prósentustig daginn eftir tilkynninguna en hækkðu strax aftur og voru þegar þetta er ritað heldur hærri en fyrir vaxtalækkunina. Vaxtabreytingin virtist ekki hafa nokkur áhrif á lán til lengri tíma en eins dags á millibankamarkaði. Bankar lækkuðu hins vegar vexti sína þegar í kjölfar vaxtalækkunarinnar til jafns við lækkan Seðlabankans.

Lausafjárerfiðleikar auka endurhverf viðskipti Seðlabankans

Um áramót hefur staða endurhverfra viðskipta jafnan verið hæst. Ástæður þess má rekja til árstíðasveiflu í lausafjárstöðu innlánsstofnana sem stafar af árstíðabundnum breytingum á stöðu ríkissjóðs gagnvart Seðlabankanum. Heildarfjárhæð útistandandi samninga nú um síðustu áramót var tæpir 47 ma. kr. en er



nú, 26. apríl, komin upp í rúma 60 ma.kr. og hafði lækkað um rúma 4 ma.kr. frá því sem hún var hæst viku fyrr.

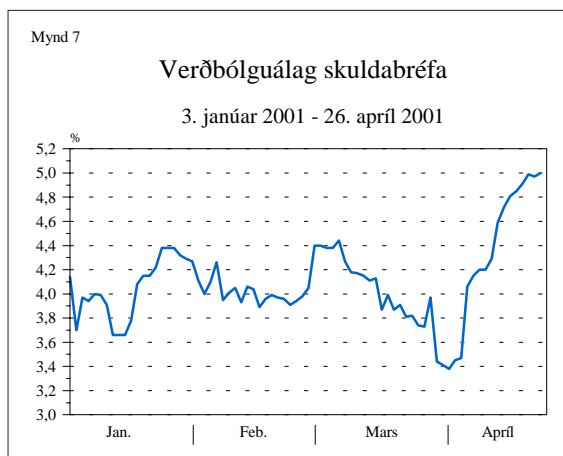
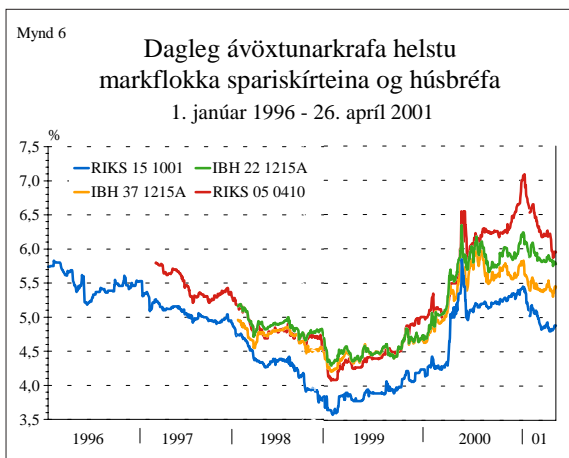
Ástæðan fyrir þessari miklu aukningu í endurhverfum viðskiptum er einkum tvíþætt. Annars vegar þurrka inngríp Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði upp krónur á innlendum markaði og hins vegar kann há lausafjárstaða ríkissjóðs að hafa þarna áhrif. Endurhverfu viðskiptin eru m.a. tæki Seðlabankans til að mæta lausafjárþörf lánastofnana en eru hins vegar ekki hugsuð sem viðvarandi fjármögnun útlána. Sterk tengsl eru á milli endurhverfra viðskipta og inngrípa á gjaldeyrismarkaði sem gefa til kynna að útlán séu ekki fjármögnuð með endurhverfum viðskiptum. Vitað er að endurhverfu viðskiptin eru að hluta til notuð til að fjármagna afleiðuviðskipti. Eins og áður sagði hefur aukning endurhverfra viðskipta Seðlabankans vart haft við þeim þáttum sem dregið hafa úr lausafé bankanna. Grunnfé bankans hefur því ekki aukist á árinu.

Ávöxtunarkrafa hefur lækkað á skuldabréfamarkaði

Það sem af er ári hafa viðskipti á skuldabréfamarkaðnum glæðst og ávöxtun hefur lækkað að sama skapi eins og sjá má á mynd 6.

Almennt er gert ráð fyrir því á meðal markaðsaðila að ávöxtun haldi áfram að lækka m.a. vegna samdráttar í húsbrefautgáfu, minna framboðs ríkisbréfa og aukinnar eftirspurnar eftir skuldabréfum, m.a. á kostnað hlutabréfa.

Ávöxtun spariskírteinaflokksins með lengsta líftímann hefur lækkað um 0,5 prósentustig frá ára-



mótum og á helstu markflokki húsbrefa og húsnæðisbréfa um 0,23-0,53 prósentustig. Ávöxtunarkrafa á spariskírteinaflokki, sem er á gjalddaga árið 2005, stóð í 7,05% 3. janúar en hefur lækkað mikið og var 5,94% þegar þetta var ritað. Ávöxtun húsbrefa hafði einnig lækkað en þó minna. Þann 3. janúar voru húsbref á gjalddaga árið 2022 með ávöxtunina 6,11% en hún hafði lækkað í 5,81% 20. apríl sl.

Stofnanafjárfestar, sem á síðastliðnu ári juku eign sína í innlendum og erlendum hlutabréfum til muna, gætu leitað í auknum mæli inn á skuldabréfamarkaðinn aftur í leit að hagstæðum fjárfestingarkostum vegna mikillar lækkunar á innlendum sem erlendum hlutabréfum.

Samhliða gengislækkun krónunnar undanfarið hefur verðbólguálag skuldabréfa hækkað mikið. Strax eftir vaxtalækkun Seðlabankans 27. mars lækkaði verðbólguálagið mikið en eftir lækkun á gengi krónunnar hækkaði álagið skarpt á ný.

Verðbólguálagið (mismunur kaupkröfu RIKB 03 og RIKS 03) endurspeglar væntingar fjárfesta um að verðbólga muni vaxa á næstu mánuðum.

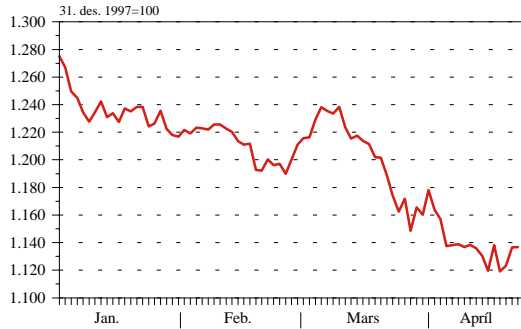
Enn lækkar hlutabréfaverð

Úrvalsvisitalan hefur lækkað um 14,3% það sem af er ári og um liðlega 36% á einu ári. Segja má að þróun innlends hlutabréfaverðs hafi verið svipuð og á alþjóðlegum hlutabréfamörkuðum, til dæmis Dow Jones og Nasdaq hlutabréfavísitölurnar, sem einnig hafa lækkað mikið. Hér á landi hefur gengi bréfa fyrirtækja í upplýsingatækniðnaði lækkað mest eða um 34,7% á árinu og fyrirtækja í framleiðslu um

Mynd 8

Úrvalsvisitala hlutabréfa

3. janúar 2001 - 26. apríl 2001



29,6%. Gengi hlutabréfa þjónustufyrirtækja hefur lækkað um 4,3% og sjávarútvegsfyrirtækja um 6,6%.

Þrátt fyrir miklar lækkanir hafa ekki allar greinar iðnaðar lækkað. Í lyfjaiðnaði hefur gengi hlutabréfa hækkað um 3,4%.

Stöðugleiki fjármálakerfisins

Eitt meginhlutverk Seðlabanka Íslands er að stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslumiðlun í landinu og við útlönd. Í þeim tilgangi eru m.a. gerðar reglubundnar úttektir á fjármálastöðugleika sem birtar eru í Peningamálum. Hér á eftir verða metnir helstu þættir í þjóðarbúskap og rekstri fjármálastofnana hvað varðar hættu á áföllum sem gæti ógnað fjármálastöðugleika.

Samandregnar niðurstöður

Íslenskur þjóðarbúskapur hefur sl. fimm ár einkennst af öflugum hagvexti og borið ótvíræð merki ofpenslu síðustu tvö til þrjú árin. Ákvarðanir einstaklinga, fyrirtækja og fjármálastofnana á uppsveiflutímanum kunna að hafa verið reistar á of mikilli bjartsýni um áframhaldandi vöxt. Mikill vöxtur eftirspurnar síðustu árin er að hluta til reistur á veikum stöðum, eins og viðskiptahallinn gefur vísbendingu um en hann nam ríflega 10% af landsframleiðslu á síðasta ári, og óhóflega miklum vexti útlána. Nam uppsafnaður vöxtur útlána innlánsstofnana árin 1997-2000 u.þ.b. 130%, samanborið við 38% nafnvöxt landsframleiðslu á milli árana 1996 og 2000. Þessi aukning útlána er að stórum hluta til gengisbundin útlán og slíkar lánveitingar hafa aukist til aðila sem afla ekki tekna í erlendum gjaldeyri. Skuldir fyrirtækja sem hlutfall af landsframleiðslu og skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum jukust enn á liðnu ári og hafa þær aldrei verið meiri.

Verðhækkun hlutabréfa á árinu 1999 og fyrstu mánuðum liðins árs hefur að öllu leyti gengið til baka. Sama er ekki hægt að segja um fasteignamarkaðinn. Eftir verulegar hækkanir undanfarin ár eru þó merki um að verð íbúðarhúsnæðis sé nærri hámarki. Breytingar á verði atvinnuhúsnæðis virðist hafa verið enn öfgakenndara í uppsveiflunni. Frá ársbyrjun 1998 virðist það hafa hækkað um 60-80% umfram almennt verðlag. Komi umtalsvert bakslag í eftirspurn eru líkur á verðlækkun fasteigna sem getur valdið útlánatöpum hjá lánastofnunum.

Jákvætt má telja að afkoma fyrirtækja hefur verið

þokkaleg að frátöldum fjármagnskostnaði og áætlanir skráðra fyrirtækja gera ráð fyrir auknum hagnaði á þessu ári. Einnig er það styrkleikamerki að kaupmáttur heimilanna eykst enn og vanskil hafa verið í sögulegu lágmarki. Teikn eru þó um aukningu vanskila á síðustu mánuðum.

Rekstrarniðurstaða banka og sparisjóða á síðasta ári var slök í samanburði við fyrri ár. Arðsemi minnkaði, kostnaðarhlutfall hækkaði og eiginfjárlutfall lækkaði, sérstaklega ef víkjandi lán eru ekki meðtalin. Gengislækkun íslensku krónunnar á síðustu mánuðum gæti áhrif á arðsemi lánastofnana vegna aukinna útlána, afskrifta og minnkandi viðskipta en jafnframt lækkar eiginfjárlutfall banka og sparisjóða þegar erlendir liðir efnahagsreikningsins hækka. Eins og bent hefur verið á í fyrri skýrslum er því brýnt að lánastofnanir hækki eiginfjárlutfall sitt, nái fram auknum sparnaði í rekstri og treysti tekjugrunninn.

Umskipti af tvennum toga gætu orðið í þjóðarbúskapnum. Í fyrsta lagi gætu breytingar á ytri skilyrðum þjóðarbúsins aukið eða dregið úr áhættu í fjármálakerfinu. Þótt sterkari stöðum hafi verið skotið undir íslenskan þjóðarbúskap með fjölbreyttari útflutningsstarfsemi og bættri efnahagsstjórn er hann næmur fyrir breytingum á ytri skilyrðum þar sem íslenska fjármálakerfið er opið gagnvart umheiminum. Jafnvægi í þjóðarbúskapnum getur því ekki síður raskast vegna sviptinga á alþjóðlegum fjármálamörkuðum en sveiflna í utanríkisviðskiptum. Í öðru lagi gætu aðstæður breyst skyndilega til hins verra vegna innri aðlögunar í þjóðarbúskapnum þegar eftirspurn leitar jafnvægis á ný í kjölfar ofpenslu

Rammi 1 Dæmi um bankakreppur (fjármálakreppur) síðasta áratugar

Noregur 1990-1991

Fyrstu merkin voru 1988 í Noregi þegar ábyrgðarsjóðir viðskiptabanka og sparisjóða þurftu að aðstoða nokkra banka og sparisjóði og hjálpa þeim til að sameinast sterkari bönkum. Þegar þessir ábyrgðarsjóðir voru að tæmast í árslok 1990 var stofnaður sérstakur ábyrgðarsjóður ríkisins sem veitti fé til fyrrnefndu sjóðanna og lagði fram hlutfé í viðskiptabanka og sparisjóði. Þegar eiginfjárlutfall þriggja stærstu bankanna fór undir lögbundið lágmark og séð varð að ekki myndi takast að afla nýs hlutfjár á mörkuðum gripu stjórnvöld inn í og voru í árslok 1991 orðin meirihlutaeigendur í þeim öllum, Den norske Bank, Christiania og Focus. Áður en yfir lauk jafngilti fjárhagsaðstoð til banka 2,6% af VLF í Noregi en á móti hafa komið innheimtar skuldir og sölutekjur eigna. Bankar í Noregi skiluðu aftur hagnaði 1993. Fyrst seldi ríkissjóður Focus til Den Danske og á liðnu hausti Christiania til Nordea. Ríkið er enn meirihlutaeigandi í Den norske bank en stefnt er að sölu hlutabréfa á þessu ári til að koma eigninni niður í 33%.

Svíþjóð 1991-1992

Í Svíþjóð var Nordbanken fyrstur til að lenda í vanda síðla árs 1991. Hann var þá þriðji stærsti bankinn og í meirihlutaeigu ríkisins. Ríkissjóður lagði inn aukið hlutfé og skipti um stjórnendur. Um mitt ár 1992 var orðið ljóst að vandinn var almennur og koma yrði í veg fyrir uppsögn erlendra lánalína og hrun bankakerfisins. Um haustið lýsti ríkisstjórnin því yfir með stuðningi þingsins að hún myndi ábyrgjast að staðið yrði við allar skuldbindingar bankanna. Aðeins hlutfé var undanskilið. Allir bankarnir nutu góðs af ábyrgðaryfirlýsingunni en nánast öll bein fjárhagsaðstoð fór í að bjarga ríkisbankanum Nordbanken, yfirtaka Gota Banken og síðan sameina þá tvo. Áður en yfir lauk jafngilti fjárhagsaðstoð til banka 5,2% af VLF í Svíþjóð en á móti hafa komið innheimtar skuldir og sölutekjur eigna. Bankar skiluðu aftur hagnaði af rekstri sínum 1994. Ríkissjóður hóf einkavæðingu Nordbanken 1995 og hefur nú selt hann allan.

Finnland 1991-1993

Í Finnlandi hófust björgunaráðgerðir stjórnvalda síðla árs 1991 með aðstoð við sparisjóðabankann Skopbank. Fast-

eignir og eignarhlutir í fyrirtækjum voru færð yfir í sérstaka sjóði. Stofnaður var ábyrgðarsjóður ríkisins í apríl 1992 og í febrúar 1993 var sjóðurinn endurskipulagður og þingið samþykkti að stjórnvöld myndu ábyrgjast greiðslur finnskra banka. Áður höfðu stjórnvöld lofað víkjandi lánunum til innlánsstofnana í hlutfalli við áhættuvegnar eignir þeirra en lánunum var breytt í hlutfé ef vextir voru ekki greiddir í þrjú ár eða eiginfjárlutfallið fór niður fyrir lögbundið lágmark. Allir bankar og sparisjóðir nýttu sér þetta boð. Um þetta leyti var tekið á vandamálum fjölmargra sparisjóða. Helmingur allra sparisjóða var sameinaður í einn sparisjóðabanka sem var gerður að hlutafélagi og ábyrgðarsjóðurinn yfirtók. Hálfu ári síðar var þessi sparisjóðabanki bútaður í fernt og seldur fjórum helstu bankasamsteypum landsins. Að lokum var tekið á vandamálum STS bankans með því að sameina hann KOP í apríl 1993. Áður en yfir lauk jafngilti fjárhagsaðstoð til banka 10% af VLF í Finnlandi en á móti hafa komið innheimtar skuldir og sölutekjur eigna. Taprekstur banka hélt áfram allt til 1996.

Önnur lönd á þessu tímabili:

Filippseyjar 1997-1998
Guyana 1993-1995
Indland 1991-1993
Indónesía 1992-1994, 1997-1998
Ítalía 1990-1994
Japan 1992-1994 (að vissu leyti enn)
Kenía 1993
Malasía 1997-1998
Mexíkó 1994(-1995)
Nígería 1991-1994
Nepal (1988)-1994
Papúa Nýja Gúinea (1989)-1994
Rússland 1998
Sri Lanka (1989)-1993
Suður Kórea 1997-1998
Tansanía (1989)-1994
Tæland 1997-1998
Tyrkland 1991, 1994 og 2000
Úganda 1990-1994
Venesúela 1994

síðustu ára. Fari slík innri aðlögun saman við versnandi ytri skilyrði, gætu vandamál skapast fyrir fjármálakerfið.

Útlánaaukning á undanförunum misserum og óhóflegur viðskiptahalli sem hefur stuðlað að umtalsverðri gengislækkun á síðustu mánuðum fela í sér áhættu fyrir fjármálakerfið, eins og Seðlabankinn hefur varað við áður. Á sama tíma hefur geta fjármálakerfisins til að standa af sér erfiðari aðstæður að ýmsu leyti minnkað og kemur það fram í verri afkomu og lækkandi eiginfjárlutfalli. Það er eðli fjármálakreppna að þær geta dunið yfir án þess að gera afdráttarlaus boð á undan sér, eins og gerst hefur í nágrennalöndum Íslands og um heim allan (sjá ramma 1). Fjölmargar alþjóðlegar rannsóknir hafa leitt í ljós ýmsar líklegar en ekki öruggar leiðandi vísbendingar um fjármálakreppur. Nokkrar þeirra, t.d. viðskiptahalli, útlánaþensla og hækkun eignaverða, sem tengst hafa fjármálakreppum í öðrum löndum, hafa gefið ákveðnari viðvörunarmerki en áður. Án frekari ytri áfalla er þó vart líklegt að stöðu innlendra lánastofnana sé hætt.

Þjóðhagsvísbendingar

Erlend efnahagsþróun hefur verið óhagstæðari á síðustu misserum

Ætla má að hætta sem íslensku fjármálakerfi er búin vegna breytinga á ytri skilyrðum þjóðarbúsins hafi aukist á sl. ári. Það má rekja til þess að á sama tíma og töluverð veðrabrigði hafa orðið í heimsbúskapnum með tilheyrandi hættu á óstöðugleika hefur viðkvæmni íslenska þjóðarbúsins gagnvart slíkum breytingum aukist, einkum vegna þess að áframhaldandi vöxtur er háðari innstreymi erlends fjármagns en nokkru sinni fyrr.

Þegar fyrsta skýrsla Seðlabankans um fjármála-stöðugleika var gefin út í febrúar á sl. ári ríkti almenn bjartsýni um alþjóðlegar efnahagshorfur. Nokkrar blikur hefur dregið á loft síðan þá. Þetta á einkum við tvö af stærri viðskiptalöndum Íslands, Bandaríkin og Japan. Í Bandaríkjunum hægði skyndilega á hagvexti á þriðja og fjórða fjórðungi sl. árs, eftir eitt lengsta og kröftugasta hagvaxtarskeið í áratugi. Undanfari þessara umskipta var mikið verðfall hlutabréfa, einkum innan svokallaðs hátæknigeira. Verð hlutabréfa á Nasdaq-hátæknimarkaðnum hafði í byrjun apríl sl. lækkað um ríflega 2/3 frá því það fór hæst rúmu ári

áður. Er það mesta verðlækkun sem orðið hefur frá upphafi Nasdaq-markaðarins, enda verðið orðið óvenjulega hátt í byrjun sl. árs. Útþensla og hjóðnun hátæknibólunnar verður að telja í hópi mestu eignaverðbólna 20. aldar. Önnur hlið uppsveiflunnar í hátæknigeiranum var offjórðfesting á því sviði og óvenjulega mikil hnignun fjársparnaðar í Bandaríkjunum, sem einnig birtist í meiri viðskiptahalla en þar hefur áður mælst. Þessar aðstæður fela í sér hættu á hægari hagvexti í Bandaríkjunum á komandi árum. Hátæknibólan var ekki bundin við Bandaríkin, þótt hún hafi verið umfangsmest og áhrifaríkust þar. Þróun á evrópskum mörkuðum og víða um heim hefur verið svipuð og þar hefur einnig hægt á hagvexti. Framvinda efnahagsmála í Japan veldur þó mestum áhyggjum. Enn hefur þjóðarbúskapur Japana ekki náð sér af eftirköstum þess að eignaverðbóla sprakk þar fyrir rúmum áratug. Efnahagsbati hefur nokkrum sinnum kafnað í fæðingu á sl. áratug. Í fyrra virtist efnahagsbati enn einu sinni í uppsiglingu, en samdráttur í hátæknigeiranum virðist nú hafa tekið vindinn úr seglum japönsku þjóðarskútnunnar. Vandí Japana er ekki síst fölginn í brothættu ástandi fjármálakerfisins, sem ekki hefur fyllilega jafnað sig á því hruni eignaverðs sem varð í upphafi síðasta áratugar.

Önnur tíðindi af alþjóðlegum vettvangi sem kunna að hafa nokkur áhrif á íslenska þjóðarbúskapinn og fjármálakerfið eru töluverðar breytingar á innbyrðis gengi gjaldmiðla helstu viðskiptalanda. Gengi evrunnar hélt áfram að lækka á síðasta ári og hafði evran þegar hún stóð lægst síðla í október sl. tapað u.þ.b. þriðjungi upphaflegs verðgildis síns gagnvart Bandaríkjadal. Síðan þá hefur evran heldur styrkst, eins og lengi hafði verið búist við, en ekki náð að snúa þróuninni við með eins sannfærandi hætti og hefði mátt ætla. Gengissveiflur af þessari stærð geta falið í sér verulega áraun fyrir fjármálakerfi landa utan stóru myntsvæðanna.

Þau umskipti sem orðið hafa á erlendum mörkuðum fela í sér áhættu fyrir íslenska fjármálakerfið með þrennum hætti. Í fyrsta lagi kann útflutningsstarfsemi fyrirtækja sem íslenskar fjármálastofnanir fjármagna að raskast þannig að dragi úr greiðslugetu þeirra. Í öðru lagi kunna gengissveiflur að stefna greiðslugetu þeirra í tvísýnu. Loks er hugsanlegt að framboð erlends lánsfjár minnki, bæði vegna lakari stöðu erlendra lánastofnana og vegna verri horfa um íslensk efnahagsmál við erfiðari ytri skilyrði. Merki

Þess að verri ytri skilyrði hafi valdið íslenskum fyrirtækjum og fjármálastofnunum búsigjum voru a.m.k. ennþá ekki sýnileg þegar þetta er ritað, en ástæða er til að fylgjast vel með áhrifum gengissveiflna á afkomu fyrirtækja á næstu misserum.

Dræmur útflutningur er afleiðing framboðsvanda fremur en eftirspurnar

Horfur um útflutning eru heldur lakari á yfirstandandi ári en hann var á síðustu árum. Þjóðhagsstofnun spáir 3,4% vexti útflutnings. Ástæðan er þó ekki versnandi efnahagsástand á útflutningsmörkuðum, heldur lakari aflahorfur, sem reiknað er með að muni valda samdrætti í útflutningi sjávarafurða. Samdráttur aflaheimilda á yfirstandandi fiskveiðiári leiðir skv. spá Þjóðhagsstofnunar til u.þ.b. 4% samdráttar í aflaverðmæti og um 3,5% samdráttar í útflutningstekjum, hvort tveggja á föstu verði. Veiðistofn helstu botnfisktegunda virðist nokkru lakari en væntingar stóðu til skv. nýlegum athugunum. Almennt er búist við að verðlag á sjávarafurðum verði nokkuð stöðugt á næstu misserum. Enn sjást þess ekki merki að hægari hagvöxtur í heiminum hafi dregið svo úr eftirspurn eftir íslenskum útflutningsafurðum að verðfall hljótist af og t.d. má nefna að verð á lýsi hækkaði nýlega um u.þ.b. fimmtung. Markaðir sjávarfurða ein-kennast áfram af töluvert sterkri eftirspurn og takmörkun á framboði. Sýnileg hættumerki er tæpast að sjá nema hvað bræðsluafurðir áhrærir, þar sem hertar reglur um díoxínmagn í mjóli og lýsi og þröngar skorður á fóðurframleiðslu vegna kúariðu hafa dregið úr eftirspurn í Evrópu. Þótt nokkur óvissa ríki

ævinlega um verðþróun sjávarafurða, þar sem ýmsir framboðs- og eftirspurnarþættir vegast á, þá gefur núverandi verðlag sjávarafurða í erlendri mynt, sem í sögulegu samhengi getur hvorki talist afbrigðilega hátt né lágt, ekki tilefni til að álykta að mikil hættan sé á stórfelldri verðlækkun. Staðvirt verðlag sjávarafurða í erlendri mynt er rétt um 5 ára meðaltal og verð á mikilvægustu afurðunum heldur yfir meðallagi.

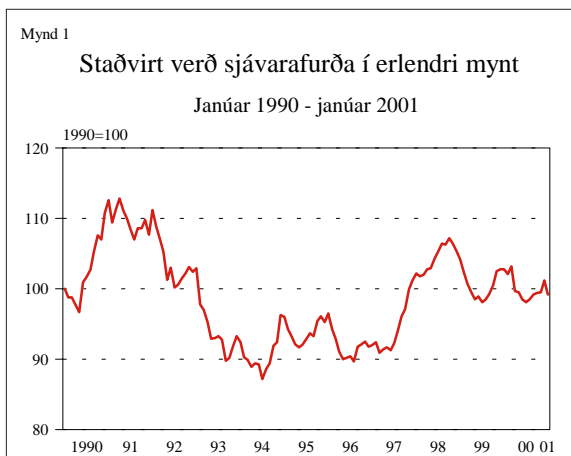
Eldsneytisverð hefur náð jafnvægi eftir mikla hækkun á síðasta ári

Eldsneyti er meðal mikilvægustu aðfanga margra fyrirtækja, t.d. í sjávarútvegi. Hækkun á verði eldsneytis á erlendum mörkuðum á undanförunum misserum hefur líklega verið öllu afdrifaríkari fyrir afkomu margra þeirra en breytingar á verði afurða. Miklar verðhækkningar gengu yfir um mitt sl. ár, sem gengu til baka þegar líða tók á árið. Það sem af er þessu ári hefur verð innflutts eldsneytis í krónum verið u.þ.b. fimmtungi hærra en á sama tíma árið áður. Það stafar þó einvörðungu af lækkun á gengi krónunnar. Á undanförunum vikum hefur eldsneytisverð hækkað nokkuð, verð á bensíni um fjórðung en gasolíu um 10%, en ætla má að hækkunin sé tíma-bundin. Framvirkt verð á hráolíu bendir fremur til lækkunar en hitt. Fátt bendir til umtalsverðra breytinga á verði annarra hráefna, en verð þeirra er lágt og þess vænst að það lækki frekar en hækki næstu mánuði vegna hægari hagvaxtar í heiminum.

Gengisþróunin olli sumum fyrirtækjum slæmum búsigjum á síðasta ári ...

Af þeim breytingum sem urðu á rekstrarumhverfi fyrirtækja frá því í byrjun sl. árs, skipta gengisbreytingar krónunnar og innbyrðis milli Bandaríkjadals og evru líklega einna mestu máli. Í lok aprílmánaðar hafði gengi krónunnar lækkað u.þ.b. 20% frá því það var hæst á sl. ári, en mánuðina tólf þar á undan hafði gengi krónunnar hækkað u.þ.b. 6%. Afkoma fyrirtækja á sl. ári bar veruleg merki þessarar þróunar, þar sem mörg fyrirtæki urðu fyrir umtalsverðu gengistapi, sem kemur strax fram í lakari bókfærðum hagnaði, en ávinningur sem útflutningsfyrirtæki hafa af lægra gengi kemur fram á lengri tíma. Ef horft er framhjá umtalsverðu gengistapi má segja að afkoma fyrirtækja af hinum eiginlega rekstri hafi verið við- unandi á sl. ári.

Gengisþróunin hefur komið misjafnlega niður á



Tafla 1 Hagnaður fyrirtækja á VÞÍ

%	Hagnaðarhlutföll 1999-2000			
	HAF ¹ /Velta		Hagn. eftir skatta/velta	
	1999	2000	1999	2000
Sjávarútvegur (17)	14,7	17,4	2,1	-9,5
Iðnaður og framleiðsla.. (14)	7,5	12,5	2,3	2,9
Olíufyrirtæki (3)	7,8	7,2	4,9	0,8
Fiskútflutningsfyrirtæki (2) ..	2,4	2,2	-0,2	-0,8
Flutningafyrirtæki (2)	8,4	4,7	6,4	-0,8
Hugbúnaðarfyrirtæki (6).....	8,7	10,2	4,5	6,0
Verslunar- verkta- og þjónustufyrirtæki (8).....	5,6	7,9	3,4	2,9
Samtals.....	7,3	7,8	2,9	-0,5

1. HAF=hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnsliði.

fyrirtækjum eftir starfsemi þeirra og skuldsetningu. Hóflaga skuldsett útflutningsfyrirtæki munu njóta góðs af gengislækkuninni þrátt fyrir umtalsvert gengistap til skamms tíma. Öðru máli gegnir um fyrirtæki sem framleiða fyrir innanlandsmarkað og hafa tekið erlend lán. Þau njóta síður hærra afurðaverðs í krónum talið, en verða að velja á milli erlendra lána sem fela í sér hættu á gengistapi og innlendra lána með háum vöxtum. Um þessi fyrirtæki er mun fátæklegri upplýsingar að hafa, þar sem þau eru yfirleitt smærri en stóru útflutningsfyrirtækin og ekki skráð á verðbréfamarkaði, með þeirri upplýsingakvöð sem því fylgir. Því er ákveðin hættu á að með því að einblína á hin skráðu fyrirtæki sé dregin upp fegrud mynd af stöðu fyrirtækja í heild.

... en rekstraráætlanir skráðra fyrirtækja gera ráð fyrir auknum hagnaði

Hvað sem því líður benda rekstraráætlanir skráðra fyrirtækja ekki til þess að mikillar svartsýni gæti enn sem komið er. Samkvæmt þeim er búist við að hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnsliði vaxi um þriðjung á þessu ári og að hreinn hagnaður aukist. Töluverður sóknarhugur virðist hjá fyrirtækjum í óhefðbundnum útflutningi, t.d. á sviði lyfjagerðar, lækn-ingatækja og búnaðar fyrir sjávarútveg. Lægra gengi mun auka tekjur þessara fyrirtækja og útflutningsfyrirtækja í hefðbundnum greinum. Sjávarútvegsfyrirtæki munu þó ekki geta nýtt sér þá stöðu sem skyldi til þess að auka útflutning vegna takmarkaðra aflaheimilda.

Verulega hefur dregið úr vexti á sumum sviðum ...

Horfur eru öllu dapurlegri hjá fyrirtækjum sem þjóna innlendum markaði. Vísbendingar hafa komið fram um að farið sé að hægja á vexti. Það birtist einna gleggst í tölum um veltu. Staðvirt heildarvelta síðustu tvo mánuði sl. árs dróst t.d. lítillega saman frá fyrra ári og virðisaukaskattsinnheimta fyrstu þrjá mánuði ársins er lægri að raungildi en á sama tíma í fyrra. Þessar tölur benda til þess að það geti verið farið að harðna á dalnum hjá sumum fyrirtækjum á innanlandsmarkaði. Mjög skörp umskipti hafa orðið í innflutningi bifreiða. Innflutningur fólksbíla dróst saman um 43% fyrstu þrjá mánuði ársins. Innflutningur annarrar varanlegrar neysluvöru, sem getur átt til að vera sveiflukenndur, hefur hins vegar haldist mikill. Því er ólíklegt að erfiðleika sé farið að gæta hjá innflutningsfyrirtækjum öðrum en þeim sem flytja inn bíla.

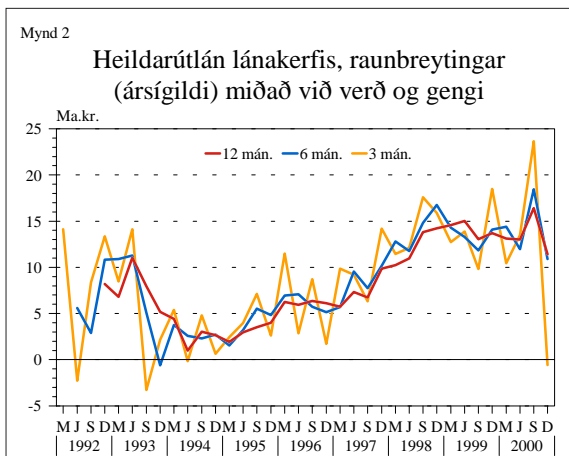
... en mikill kraftur er enn í byggingariðnaði og þjónustu ...

Þótt dregið hafi verulega úr vexti á ýmsum sviðum eru veigamiklar undantekningar. Þannig var raunvelta í byggingastarfsemi og mannvirkjagerð um 46% meiri síðustu tvo mánuði 2000 en á sama tíma árið áður, sem skýrist af nokkrum stórum byggingarframkvæmdum og góðri tíð. Velta í þjónustustarfsemi, veitinga- og hótélrekstri jókst einnig um 7%, þótt hægt hafi á vextinum frá fyrra ári. Þar sem upp-gangurinn í byggingariðnaði er að töluverðu leyti tengdur nokkrum stórum verkefnum er viss hættu á að afturkiptur verði í byggingariðnaði þegar þeim lýkur. Verkefnastaða byggingafyrirtækja er þó talin nokkuð góð og ekki loku skotið fyrir að önnur stór verkefni, eins og t.d. stækkun verksmiðju Norðuráls og tilheyrandi virkjanir, muni fylla skarðið þegar þeim sem nú eru í gangi lýkur.

Enn lifir í útlánaþenslunni þótt nokkuð sé farið að hægja á vextinum

Þótt nokkuð hafi hægt á vexti útlána innlánsstofnana frá því hann varð mestur, tæplega 35% árið 1999, nam 12 mánaða vöxtur útlána innlánsstofnana til marsloka sl. enn rúmum 23%. Útlán lánakerfisins í

1. Til starfsemi lánakerfisins teljast innlánsstofnanir, fjárfestingarlána-sjóðir, líffeyrissjóðir, eignarleigur, verðbréfasjóðir, lánastarfsemi tryggingafélaga og ríkisins og beinar lántökur íslenskra aðila í útlöndum.



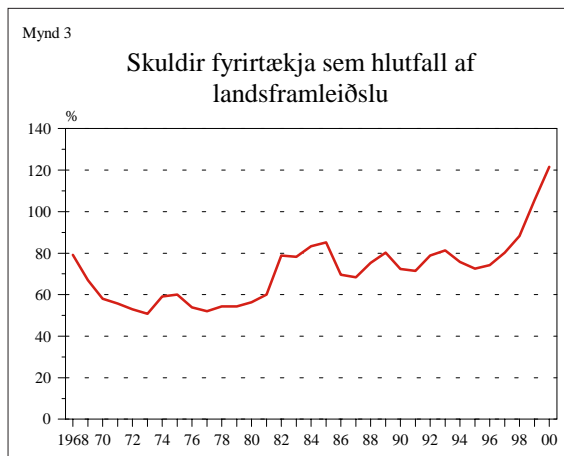
heild jukust um rúm 18% til ársloka 2000.¹ Mest jukust útlán til fyrirtækja, um 23%, en útlán til heimilanna stóðu þeim lítt að baki og jukust um tæpan fimmting. Miðað við árið áður dró heldur úr útlánaaukningu til fyrirtækja sem var tæp 29% á árinu 1999, en heimilin sóttu í sig veðrið.

Nokkra rýni þarf til þess að greina að hægt hafi á undirliggjandi vexti útlána. Ef grannt er skoðað má þó sjá merki um að tekið sé að hægja á útlánavexti. Raunvöxtur útlána í lánakerfinu var eilítið meiri á árinu 2000 en árið á undan, 13% á móti 12% árið áður. Nokkur hluti þessarar hækkunar stafar af lækkun á gengi krónunnar. Hluttur erlendra lána í lánakerfinu er rétt innan við 30%. Ef hinn erlendi þáttur útlánavaxtarins er endurmetinn miðað við fast erlent verðlag og gengi krónunnar, var hann um 11,5% á liðnu ári. Í ramma 2 má sjá nánari útlistun á geiraskiptingu útlána.

Á síðasta fjórðungi ársins 2000 virðist töluvert hafa dregið úr útlánavextinum, eins og sjá má á meðfylgjandi mynd. Á föstu gengi og verðlagi stóðu útlán í lánakerfinu nánast í stað frá septemberlokum til áramóta. Upp úr áramótun hefur svo lifnað yfir þeim á ný, og varð útlánahækkun innlánsstofnana og fjárfestingarlánasjóða 1,6% umfram verð- og gengisbreytingar á fyrstu tveimur mánuðum þessa árs. Svarar það til um 10% aukningar á heilu ári. Sambærilegur vöxtur útlána innlánsstofnana frá desember til marsloka samsvaraði 13,5% vexti á einu ári.

Skuldir fyrirtækja hafa stórkæmist á síðustu árum

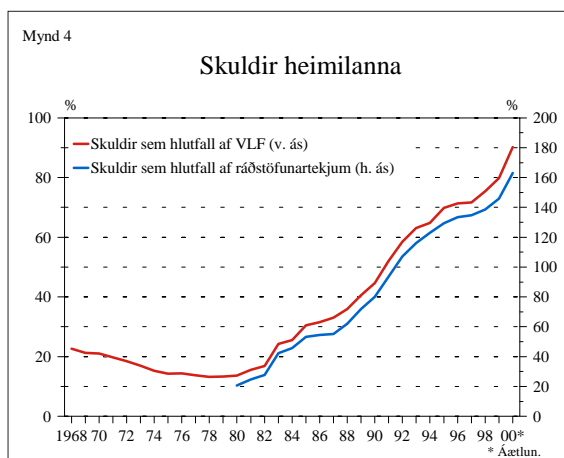
Sem hlutfall af landsframleiðslu hafa skuldir fyrirtækja aldrei verið meiri. Í lok sl. árs námu þær 122%



af landsframleiðslu, en 74% árið 1996. Aðeins einu sinni áður sl. þrjú áratugi, þ.e.a.s. árið 1982, hefur hlutfall skulda fyrirtækja af landsframleiðslu aukist jafnmikið á einu ári og sl. tvö ár.

Miklar skuldir heimilanna gera þau viðkvæm fyrir áföllum

Skuldir einstaklinga við lánakerfið í heild jukust um fimmting á sl. ári og við innlánsstofnanir um þriðjung. Íslensk heimili eru orðin einhver hin skuldsettustu í heimi og hafa skuldir þeirra sem hlutfall af ráðstöfunartekjum vaxið jafnt og þétt frá því í byrjun níunda áratugarins. Á sl. ári tóku skuldir heimilanna enn stökk upp á við, úr 146% af ráðstöfunartekjum í 163%. Þetta hlutfall er nú orðið hærra en það varð t.d. hæst í Noregi áður en fjármálakreppa skall þar á snemma á sl. áratug, en hafa verður í huga að verð-



trygging og langur lánstími hér á landi gerir það að verkum að tiltekið skuldahlutfall verður ekki eins hættulegt og ella. Skuldir heimilanna námu 90% af landsframleiðslu í lok sl. árs, 10% meira en árið áður. Einnig á þennan mælikvarða hafa skuldir heimilanna aldrei verið meiri og aldrei áður hafa skuldir þeirra aukist svo mikið í hlutfalli við landsframleiðslu á einu ári.

Á fyrstu mánuðum ársins 2001 mátti skv. bráðabirgðatölum greina fyrstu merki þess að farið væri að draga úr skuldaaukningu heimilanna, þar sem útlán innlánsstofnana og fjárfestingarlánasjóða til einstaklinga drógust lítillega saman og má rekja það að fullu til minni notkunar yfirdráttarlána, sem tæplega verður fyllilega skýrð sem árstíðarsveifla.

Ljóst er að greiðslubyrði einstaklinga hefur vaxið töluvert á undanförunum árum. Lauslegar áætlanir benda til að greiðslubyrði skulda einstaklinga í hlutfalli við ráðstöfunartekjur hafi aukist umtalsvert á síðustu misserum og sé nú u.þ.b. tvöfalt meira en fyrir áratug. Þar sem gera verður ráð fyrir að greiðslubyrðin sé mjög mismikil eftir aldri og eignum einstaklinga verður að draga þá ályktun að greiðslubyrði sumra einstaklinga geti verið orðin afar þung.

Vaxandi hlutdeild skammtímaskulda einstaklinga eykur enn frekar á áhættuna ...

Athygli vekur að svo virðist sem stærri hluti skulda heimilanna en áður sé til kominn vegna ýmiss konar neyslulána sem veitt eru til skemmri tíma en lán til húsnæðiskaupa eða náms. Er hér um að ræða yfirdráttarlán á ávísanareikningum sem námu 52,7 ma.kr. í lok febrúar sl., raðgreiðslusamninga við fyrirtæki vegna kaupa varanlegra neysluvara eða ferðalaga og greiðsludreifingu á greiðslukortum. Hlutfall skammtímaskulda af þessu tagi jókst sérstaklega ört tvö síðustu árin. Þessi þróun gefur til kynna meiri áhættu fyrir fjármálakerfið, þar sem veð sem liggja að baki slíkum lánnum eru að öðru jöfnu ótryggari eða engin.

Þar sem skuldabyrði einstaklinga og fyrirtækja hefur þungst, er vert að spyrja hvort útlánatölur sýni nokkrar vísbendingar um að skuldarar séu teknir að lenda í erfiðleikum. Slíkir erfiðleikar gætu meðal annars komið fram í aukinni notkun skammtímalána á borð við víxillán og yfirdrætti, áður en heimilin grípa til róttækari ráðstafana til að draga úr útgjöldum. Þess sjást nokkur merki í fyrirliggjandi gögnum

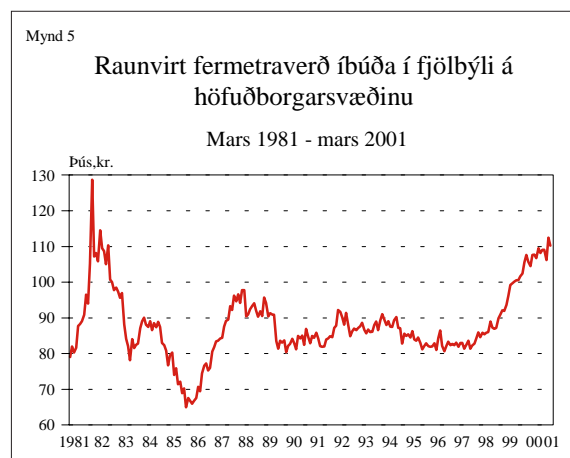
en varla þó sláandi. Yfirdráttar- og víxilskuldir einstaklinga í bankakerfinu meira en tvöfölduðust að raungildi frá byrjun árs 1998 til ársloka 2000. Á árinu 2000 hækkðu þær um 20 ma.kr. og náðu 63 ma.kr. um áramót. Í lok febrúar höfðu þær lækkað niður í 55 ma.kr. Þessar skuldir hækkðu hlutfallslega mikið, úr 8 í 12% af skuldum einstaklinga við innlánsstofnanir og fjárfestingarlánasjóði á síðustu 38 mánuðum. Sams konar skuldir fyrirtækja lækkuðu á sama tíma hlutfallslega úr 12,5 í 11,5% af skuldum fyrirtækja við bankakerfi, fjárfestingarlánasjóði og útlönd, en engu að síður hækkað úr 36 í 70 ma.kr.

... einkum ef atvinnuástand versnar

Þær vísbendingar um greiðslubyrði lána sem ræddar voru hér að framan gætu gefið til kynna að fjárhagslegar skuldbindingar séu nú þegar orðnar mörgum heimilum þungur baggi, sem þyngjast myndi enn frekar ef atvinnuástand versnar. Geta heimilanna til að standa við fjárhagslegar skuldbindingar sínar veltur mjög á atvinnuástandi, sem á síðasta ári var óvenju gott. Það ástand er hins vegar byggt á forsendum sem ekki fá staðist til lengdar. Í því er fólgin umtalsvert hætta fyrir fjármálakerfið. Árstíðarleidrétta atvinnuleysi fór lægst í 1,7% síðla árs 2000, en undanfarna mánuði hefur það aðeins þokast upp á við og verið á bilinu 2,1-2,3%.

Verð fasteigna hefur líklega u.þ.b. náð hámarki

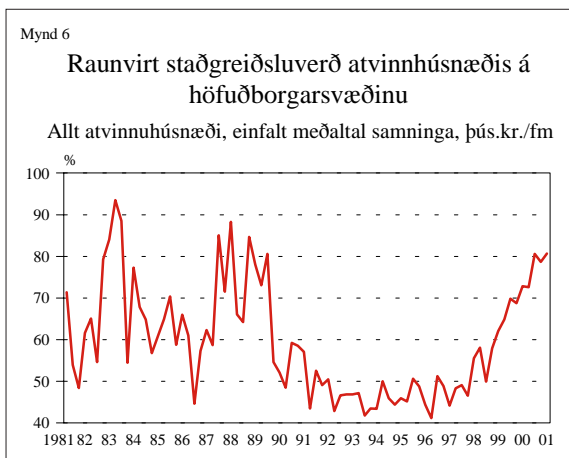
Umtalsvert virðist hafa dregið úr verðhækkun íbúðarhúsnæðis, þótt nokkrar sveiflur séu milli mánaða. Raunverð íbúða í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu



hækkaði um 4% frá 1. ársfjórðungi í fyrra til jafnlengdar í ár. Næstu tólf mánuði á undan var samsvarandi hækking 16% og 8% árið þar á undan, þ.e. frá fyrsta fjórðungi 1998 til jafnlengdar 1999. Íbúðaverð er nú orðið mjög hátt á sögulegan mælikvarða, eða svipað og það var í upphafi níunda áratugarins, og 27% hærra að raungildi en það var að meðaltali á árunum 1992-1997, þegar húsnæðisverð var fremur stöðugt. Þegar við bætist að kaupmáttur tekna er í sögulegu hámarki, felur þróun íbúðaverðs í sér sjáanlega áhættuþætti fyrir fjárhag og greiðslugetu fólks sem hefur verið að taka á sig verulegar húsnæðis-skuldbindingar.

Töluverð hætta er á verðlækkun atvinnuhúsnæðis

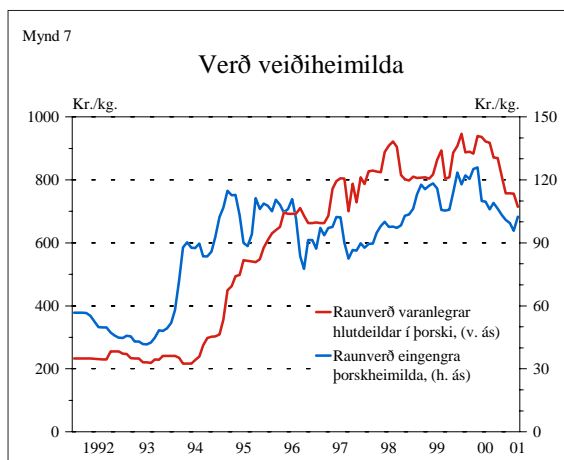
Þróun verðs á atvinnuhúsnæði virðist hafa verið enn öfgakenndari en þróun íbúðaverðs í þessari upp-sveiflu. Upplýsingar um verð atvinnuhúsnæðis eru að vísu vandmeðfarnar, þar sem tiltölulega fá viðskipti eru skráð með atvinnuhúsnæði og seldar eignir mun fjölbreyttari en íbúðir. Af gögnum Fasteignamats ríkisins virðist þó óhætt að ráða að verð á atvinnuhúsnæði hafi frá ársbyrjun 1998 hækkað um 60-80% umfram verðlag. Nokkur ár þar á undan hafði það verið stöðugt og sögulega lágt. Raunvirði atvinnuhúsnæðis virðist nú með því hæsta sem orðið hefur, þótt taka verði fram að gögn eru afar strjál fram undir miðjan tíunda áratuginn og sögulegur samanburður því vandasamur. Síðustu tvo ársfjórðungana virðast hækkanir hafa stöðvast, en verðið er enn afar hátt. Komi umtalsvert bakslag í eftirspurn eftir atvinnuhúsnæði verður að gera ráð fyrir



að verðlækkun, jafnvel á bilinu 35-40%, sé möguleg. Í ljósi þess að algengt er að atvinnuhúsnæði sé mun meira veðsett en rúmast innan þeirra marka, verður að draga þá ályktun að í þessari stöðu sé fólgin áhætta fyrir fjármálakerfið.

Verð á aflaheimildum fer lækkandi

Verð á aflaheimildum hefur ekki fylgt öðru eignaverði. Verð á varanlegri aflahlutdeild í þorski jafnt sem eingengum þorskheimildum hækkaði mikið um og fyrir miðjan síðasta áratug, en hefur síðan haldist svipað. Undanfarna mánuði hefur verðlag varanlegrar hlutdeildar lækkað og er nú lægra en undanfarin þrjú ár. Verð aflaheimilda er líklega ekki sérlega næmt fyrir innlendu efnahagsástandi svo lengi sem sjávarútvegsfyrirtækin standa þökkalega sterkt. Áföll í sjávarútvegi vegna aflabrests eða verðlækkunar gætu hins vegar haft umtalsverð áhrif á verð aflaheimilda og haft neikvæð áhrif á fjármálakerfið, einkum ef afturkiptur í innlendri eftirspurn hefur veikt getu þess til að taka við áföllum af því tagi.



Verðfall hlutabréfa getur veikt efnahag heimila

Þar til fyrir fáum árum má ætla að verðþróun hlutabréfa hafi haft tiltölulega lítil áhrif á efnahag heimila og fyrirtækja. Á síðustu árum hefur hlutabréfaeign heimilanna hins vegar stóraukist. Lauslega metin var hún á bilinu 200-250 milljarðar króna að markaðsvirði í árslok 1999 (miðað við framtalið nafnvirði og gengi á hlutabréfamarkaði). Jafnframt hafa sveiflur í verði hlutabréfa verið óvenjulega miklar. Hefur hlutabréfavísitala aðallista t.d. lækkað um meira en þriðjung frá því hún fór hæst á sl. ári og leitt af sér

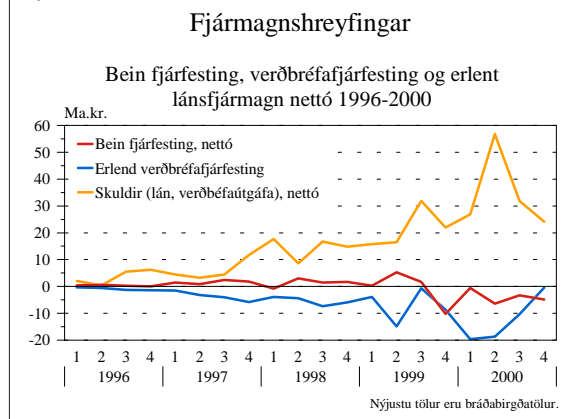
um 70 ma.kr. lækkun á markaðsverðmæti skráðra hlutabréfa. Miðað við stöðuna í árslok 1999 má ætla að það skarð sem verðþróun hlutabréfa hefur höggvið í fjárhag heimila og fyrirtækja nemi á bilinu 80-100 ma.kr., en það fé græddist einnig á tiltölulega skömmum tíma, þ.e.a.s. árinu 1999 og fyrstu mánuðum sl. árs. Dæmi eru um að einstaklingar hafi tekið lán eða selt eignir til þess að fjárfesta í hlutabréfum, sem er mjög áhættusamt. Vegna þess hve verðtoppurinn var hvass og lækkunin því vægari ef miðað er við lengri tímabil, hafa minni viðskipti en ella átt sér stað á svo háu verði. Velta var þó einnig í hámarki þegar verðið stóð sem hæst.

Viðskiptahallinn ber vott um alvarlega ofþenslu ...

Þrátt fyrir að nokkuð hafi hægt á vexti á ýmsum sviðum ber þjóðarþúskapurinn enn alvarleg merki ofþenslu. Þau koma gleggst fram í miklum útlánavexti og viðskiptahalla sem nam 10,3% af landsframleiðslu á sl. ári og mun skv. spá Þjóðhagsstofnunar verða álíka mikill á yfirstandandi ári. Mjög óvenjulegt er að svo mikið ójafnvægi sé á ytri jöfnuði þjóðarþúsins við ekki meiri hagvöxt og fjármunamyndun en reiknað er með á yfirstandandi ári.

Svona mikill viðskiptahalli krefst stöðugs innstreymis erlends lánsfjár. Verulegu máli skiptir hvernig þetta fjármagnsinnstreymi er samansett. Almennt er talið að minni áhætta fylgi innstreymi vegna beinnar erlendra fjárfestingar, þótt frá því kunni að vera undatekningar, en mest áhætta fylgi miklu innstreymi skammtímalána og verðbréfafjárfestingu. Á sl. ári bar svo við að nettóinnstreymi

Mynd 9



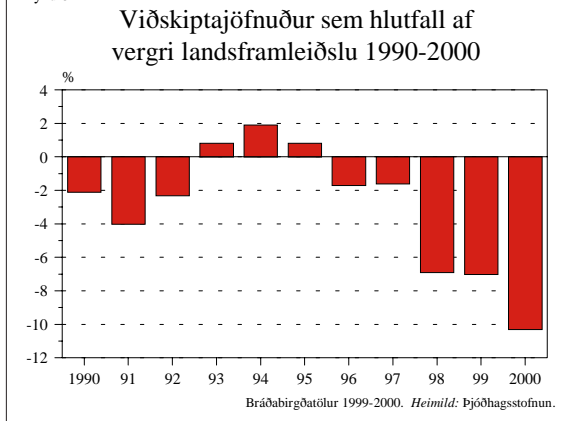
þæði verðbréfafjárfestingar og beinnar erlendra fjárfestingar var neikvætt. Hvað verðbréfafjárfestingu áhrærir áttu kaup lífeyrissjóðanna á erlendum verðbréfum, einkum hlutabréfum, stóran hlut að máli. Samtals voru hreyfingar áhættufjármagns neikvæðar um svipað hlutfall af landsframleiðslu og viðskiptahallinn. Því þurfti innstreymi lánsfjár sem nam u.þ.b. tvöföldum viðskiptahallanum eða fimmtungi landsframleiðslunnar að vega þar á móti. Svo mikið innstreymi lánsfjár er án fordæma hér á landi.

... og eykur hættu á samdrætti er gæti ógnað stöðugleika fjármálakerfisins

Viðskiptahalli, jafnmikill og undanfarin ár, getur ekki staðist til frambúðar heldur mun þjóðarþúskapurinn leita jafnvægis með einhverjum hætti. Hættan fyrir fjármálakerfið er einkum fólgin í skyndilegum umskiptum þegar dregur úr þeirri eftirspurn sem er undirrot hallans. Þannig gæti fjármunamyndun snögglega dregist saman, leitt til þess að atvinnuástand versnaði, sem myndi valda samdrætti í kaupmætti ráðstöfunartekna og aukinni óvissu hjá heimilunum um afkomu sína. Óstöðugt gengi er algengur fylgifiskur slíkra umbrota, sem getur haft veruleg áhrif til hins verra á afkomu fyrirtækja.

Hagvöxtur síðustu ára var að töluverðu leyti byggður á fremur veikum grunni. Heimilin juku neyslu umfram vöxt ráðstöfunartekna með því að draga verulega úr sparnaði. Að því mun koma að þau þurfa að auka sparnað sinn á ný, þó ekki sé til annars en að standa undir aukinni greiðslubyrði lána. Versni atvinnuástand verulega er ekki ólíklegt að þessi umskipti geti orðið skyndileg, þar sem ráðstöfunartekjur

Mynd 8



gætu dregist saman á sama tíma og greiðslubyrði lána eykst. Á sama hátt er arðsemi umtalsverðs hluta þeirrar fjárfestingar sem átt hefur sér stað á sl. árum háð því að kaupmáttur dragist ekki saman. Þetta á sérstaklega við fjárfestingu í verslunarhúsnæði, þar sem mikil fjárfesting hefur átt sér stað með tilheyrandi skuldaföfnun.

Hátt húsnæðisverð gerir þessar aðstæður enn viðkvæmari en ella. Komi til samdráttar gæti verð fasteigna lækkað og orðið til þess að veð sem eiga að tryggja endurgreiðslu lána verði ófullnægjandi. Verðhækkun íbúðarhúsnæðis umfram almennt verðlag á undanföllum þremur árum var álíka mikil og átti sér stað víða á Norðurlöndum fyrir áratug. Þegar afturkippur kom í þjóðarbúskap Norðurlanda eftir undangengið tímabil ofpenslu gekk raunhækkun íbúðaverðs að miklu leyti til baka, og í Finnlandi meira en að fullu leyti. Hve miklar líkur eru á slíkri þróun hérlandis er erfitt að fullyrða, en í útlánum sínum verða lánastofnanir að gera ráð fyrir að hún sé möguleg.

Afnám gengismarkmiðs hefur dregið úr hættu á að gjaldeyriskreppa leiði til fjármálakreppu

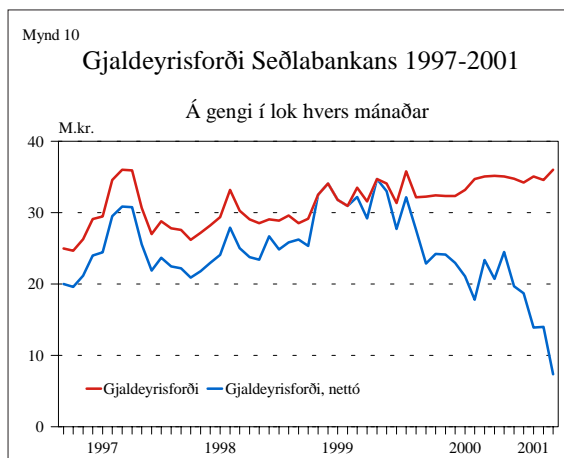
Sveiflur í gengi er algengur fylgifyskur mikils viðskiptahalla. Um þá áhættu sem fjármálakerfinu stafar af slíkum sveiflum í gengi verður fjallað nánar hér á eftir. Hún er einkum í því fölginn að fyrirtæki og í sumum tilvikum einstaklingar sem tekið hafa lán í erlendum gjaldmiðlum standi ekki undir greiðslubyrði lána í erlendum gjaldmiðli ef gengið fellur. Hafi slík lán verið veitt til fasteignakaupa er hættan fyrir lánastofnanir sérstaklega mikil, þar sem líklegt er að við aðstæður sem leiða til mikillar gengislækkunar krónunnar lækki verð fasteignanna einnig.²

Sú breyting á umgjörð peningastefnunnar sem lýst er í sérstakri grein hér að framan dregur á heildina titið úr þeirri áhættu sem fjármálakerfinu stafar af stórum gengissveiflum. Sé titið til reynslu landa sem orðið hafa fyrir gjaldeyris- og fjármálakreppum á sl. árum þá hafa stærstu gengissveiflurnar orðið í tengslum við skipbrot fastgengisstefnu, þegar seðlabankar hafa neyðst til að hætta að halda gengi innan tiltekinnar vikmarka eftir að hafa gengið mjög á gjaldeyris-

forðann. Eftir afnám vikmarkanna þarf ekki lengur að óttast slíka atburðarás. Á hinn bóginn kann skammtímaflökt krónunnar að aukast verulega, a.m.k. tímabundið, sem má rekja til minni afskipta Seðlabankans af tiltölulega grunnum markaði og þeirra óvissu aðstæðna sem nú ríkja. Þessar aðstæður krefjast enn meiri árvekni en áður í áhættustjórnun fyrirtækja og fjármálastofnana. Á heildina titið fylgir þó núverandi fyrirkomulagi minni áhætta fyrir fjármálakerfið þar sem hættan á hefðbundinni gjaldeyriskreppu er ekki lengur fyrir hendi.

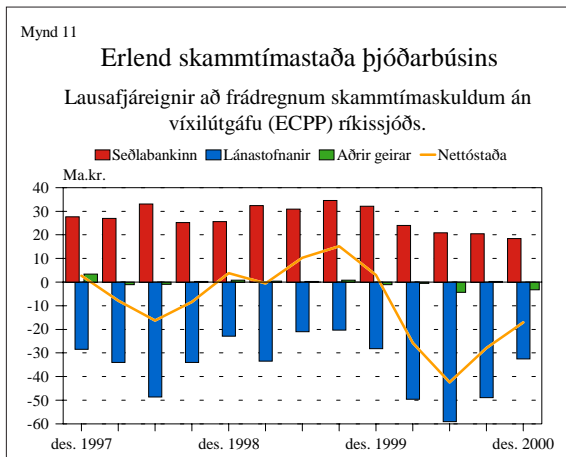
Nettóstaða gjaldeyrisforðans rýrnaði verulega á síðustu misserum

Gjaldeyrisforði gegnir því hlutverki að draga úr áhrifum breytinga á gjaldeyrisstreymi á gengið. Ef stöðugt gengi er millimarkmið peningastefnunnar er öflugur gjaldeyrisforði forsenda þess að slík stefna sé trúverðug. Þær breytingar sem gerðar voru á umgjörð peningastefnunnar í lok mars sl. draga nokkuð úr þessu hlutverki gjaldeyrisforðans. Þær reglur sem áður giltu um gjaldeyrisforðann, sem miðuðust við að halda honum í ákveðinni lágmarksstærð miðað við umfang utanríkisviðskipta, hafa því minna gildi. Áfram er þó þörf á slíkum forða til að geta gripið inn í þróun á gjaldeyrismarkaði telji Seðlabankinn það nauðsynlegt til að vinna að markmiðum sínum og verð- og fjármálastöðugleika. Á sl. ári veiktust undirstöður gjaldeyrisforðans verulega, að því leyti að Seðlabankinn þurfti í æ ríkari mæli að grípa til skammtímalántöku til þess að halda forðanum í þeirri stærð sem starfsreglur bankans sögðu til um. Þetta sést glögggt á meðfylgjandi mynd.



2. Séu kaup fasteignar t.d. fjármögnuð að 8/10 með erlendu láni nægir 10% verðlækkun fasteignarinnar og u.þ.b. 15% lækkun gengis til þess að verðgildi fasteignarinnar fellur nokkuð niður fyrir verðgildi eftirstöðva lánsins.

Gjaldeyrisforði að frádregnum gjaldeyrislánunum fór stöðugt lækkandi frá því síðla árs 1999 og þegar vikmörk gengisstefunnar voru afnumin var svo komið að nettóstaða gjaldeyrisforðans var einungis u.þ.b. 7 ma.kr. Auk gjaldeyrisforðans á Seðlabanki Íslands samningsbundinn aðgang að erlendu lánsfé án fyrirvara. Fjárhæð þessara samninga nemur nú um 70 ma.kr. og hefur lítill hluti þeirra verið nýttur



Erlend skammtímastaða þjóðarbúsins getur einnig gefið vísbendingu um yfirvofandi áraun á gengi eða gjaldeyrisforða.³ Þróun hennar bendir til þess að skammtímastaðan hafi verið til muna viðkvæmari á sl. ári, einkum á öðrum ársfjórðungi. Þá varð hún neikvæð um ríflega 40 ma.kr. og mátti að mestu leyti rekja það til neikvæðrar stöðu innlánsstofnana. Síðar á árinu lögðu lánastofnanir nokkuð skammtíma-stöðu sína, frá því að hún væri neikvæð um tæpa 60 ma.kr. í lok júní í tæplega 30 ma.kr. neikvæða stöðu í lok ársins. Í júnílok nam gjaldeyrisforðinn aðeins 56% af skammtímastöðu innlánsstofnana og skammtímaskuldir innlánsstofnana voru 2,4 sinnum gjaldeyrisforðinn, en hafa lækkað síðan. Skammtímastaða Seðlabankans veiktist einnig á árinu, eins og áður hefur komið fram.

3. Skilgreina má erlenda skammtímastöðu þjóðarbúsins sem erlendar skammtímaeignir Íslendinga að frádregnum erlendum skammtímaskuldum. Erlendar eignir eru einkum gjaldeyrisforði Seðlabankans og erlendar skammtímaeignir lánastofnana og að nokkru atvinnufyrirtækja. Fjárhæð útistandandi víxla ríkissjóðs á alþjóðamarkaði er ekki talin með í þessari greiningu, enda standa ódregin veltílan að fullu að baki þeim.

Rekstrarvísbendingar

Arðsemi lækkar ...

Á heildina litið var arðsemi⁴ slök hjá viðskiptabönkunum, stærstu sparissjóðunum og fjárfestingarbönkunum⁵ á árinu 2000. Arðsemi eigin fjár var 9,9% og hafði lækkað úr 19,3% árið áður. Ef einungis er litið á þrjá stærstu viðskiptabankana⁶ er þetta hlutfall enn lægra eða 5% í samanburði við 33,2% hjá sex stærstu sparissjóðunum og 12,4% hjá fjárfestingarbönkunum.

... en nokkrir fyrirvarar ...

Hafa verður þó fyrirvara í samanburði á hagnaðartölum þessara stofnana. Nokkrir sparissjóðanna seldu hlut sinn í Kaupþingi hf. og aðrir færðu eignarhlut sinn á markaðsverði að hluta eða öllu leyti. Ef þetta hefði ekki verið gert hefði afkoma þeirra verið nálægt núllinu á árinu 2000 og svipaða sögu má segja frá árinu 1999 þegar hlutdeild þeirra í hagnaði Kaupþings hf. var meginuppistadan í arðsemi þeirra. Einnig verður að taka tillit til ólíkrar meðferðar markaðsskuldabréfa í fjárfestingarbók. Íslandsbanki-FBA hf. tók gengisfall markaðsskuldabréfa að fullu inn í uppgjörð en ef bæði Landsbanki Íslands hf. og Búnaðarbanki Íslands hf. hefðu gert slíkt hið sama þá hefði hagnaður þeirra fyrir skatta verið minni. Á móti þessu kemur vanmat á hlutabréfaeign í fjárfestingarbók hjá Landsbankanum.

... og gengi á markaði lækkar

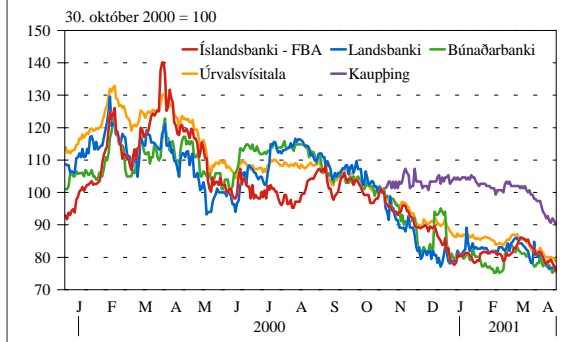
Lægri arðsemi fjármálafyrirtækja endurspeglar vel í gengi hlutabréfa þeirra sem skráð eru á markaði. Öll hafa þau lækkað töluvert frá öðrum ársfjórðungi ársins 2000 fram til dagsins í dag og var markaðsvirði þeirra um 90 ma.kr. um miðjan apríl 2001 sem er ríflega 12% lægra en í ársbyrjun 2000.

4. Hreinn hagnaður sem hlutfall af meðaltali eigin fjár í upphafi og lok tímabils að frádregnum hagnaði tímabilsins.

5. Hér er átt við Íslandsbanka-FBA, Landsbanka Íslands, Búnaðarbanka Íslands, Sparissjóðabanka Íslands og 6 stærstu sparissjóðina, þ.e. Sparissjóð Reykjavíkur og nágrennis, Sparissjóð Hafnarfjarðar, Sparissjóð vélstjóra, Sparissjóð Keflavíkur, Sparissjóð Kópavogs og Sparissjóð Mýrarsýslu. Einnig teljast Kaupþing hf. og Frjálsi Fjárfestingarbankinn með og er vísað til þeirra sem fjárfestingarbanka.

6. Í tölum fyrir viðskiptabanka er FBA hafður með Íslandsbanka frá og með árinu 1998 en fyrir þann tíma eru Fiskveiðisjóður og Iðnlánasjóður meðtaldir.

Gengi fjármálastofnana á markaði frá upphafi árs 2000



Kostnaðarhlutfallið er á uppleið ...

Kostnaðarhlutfall, þ.e. rekstrargjöld sem hlutfall af hreinum rekstrartekjum, lækkaði árið 1999 (60,4%) en hækkað aftur árið 2000 (66,3%). Kostnaðarhlutfallið lækkaði þó hjá sex stærstu sparissjóðunum í heild og fór niður í 48,9% árið 2000 úr 62,1% árið 1999. Á heildina litið hafa þó orðið litlar breytingar á þessu kostnaðarhlutfalli síðustu fimm árin því að lækkunina í heild árið 1999 og hjá sparissjóðunum árið 2000 má að mestu leyti skýra með aukningu annarra tekna frekar en með aðhaldi í kostnaði.

Þegar litið er bak við meðaltölin kemur einnig ýmislegt áhugavert í ljós. Kostnaðarhlutfall Íslandsbanka-FBA hækkaði í 64,2% og hefur ekki verið hærra frá 1996. Þetta má að einhverju leyti skýra með kostnaði vegna sameiningar og skv. óendurskoðuðu ársfjórðungsuppgjöri sem birt var undir lok apríl síðastliðinn hefur þetta hlutfall lækkað aðeins. Hjá Landsbanka Íslands hefur þetta hlutfall verið stöðugt síðustu 5 árin og er nú í kringum 71,5%. Hjá Búnaðarbanka Íslands hefur breytingin orðið mest en þar hækkaði hlutfallið í 84,2%. Hjá Kaupþingi hækkaði hlutfallið í 66,9% vegna kostnaðarhækkana en hjá fjórum af sex stærstu sparissjóðunum lækkaði kostnaðarhlutfallið sem að miklu leyti má þó skýra með aukningu annarra tekna.

Kostnaður vegna launa og launatengdra gjalda jókst um 19% á liðnu ári hjá fjármálastofnunum í heild en Kaupþing sker sig þó úr þar sem hlutfallsleg aukning á milli ára var 78,2% og heilsársstörfum fjölgaði um riflega 56%.

Því er ljóst að mikil vinna er fyrir höndum hjá íslenskum fjármálastofnunum að lækka kostnaðar-

hlutfallið ef þær vilja vera samkeppnishæfar gagnvart erlendum keppinautum. Sameiningarmál og rekstrarhagræðing hljóta því að vera ofarlega á baugi. Með ákvörðun samkeppnisráðs á síðasta ári var komið í veg fyrir sameiningu Landsbankans og Búnaðarbankans sem hefði verið hreinn kostnaðarsamruni og getað skilað sér í hagræðingu innan íslenska bankakerfisins. Eftir sem áður eru tækifæri til hagræðingar í rekstri og þau gætu enn aukist ef frumvörp um einkavæðingu Landsbankans og Búnaðarbankans og hlutafjáræðingu sparissjóða ná fram að ganga.

... og sveiflur eru í tekjugrunninum ...

Tekjur fjármálastofnana í heild jukust á milli árunna 1999 og 2000 en tekjur Búnaðarbanka Íslands og Sparissjóðabankans drógust saman. Hjá Íslandsbanka-FBA (69,0%) og Búnaðarbanka (78,9%) jókst hlutfall hreins vaxtamunar af heildartekjum á meðan það stóð svo til í stað hjá Landsbankanum (60,5%) á árinu 2000. Ástæða þessa er sú að gengishagnaður af fjármálastarfsemi lækkaði töluvert frá árinu 1999 og var hlutfall hans af hreinum rekstrartekjum neikvætt hjá Landsbankanum (-1,1%) og Búnaðarbankanum (-20,8%) en rétt fyrir ofan núllið hjá Íslandsbanka-FBA (0,4%). Hjá fimm af sex stærstu sparissjóðunum og fjárfestingarbönkunum tveimur lækkaði hlutfall hreins vaxtamunar af heildartekjum á meðan hlutfall nettó þjónustutekna jókst hjá fjárfestingarbönkunum (87,2%) en aðrar tekjur jukust hjá sparissjóðunum (59,2%).⁷ Þrjár af sex stærstu sparissjóðunum og Frjálsi fjárfestingarbankinn voru með gengistap af fjármálastarfseminni en Kaupþing og Sparissjóðabankinn voru með gengishagnað af þeirri starfsemi.

Hjá viðskiptabönkunum og sparissjóðunum hafa hreinar vaxtatekjur verið aðaluppspretta tekna svo og þjónustutekjur en hjá fjárfestingarbönkunum eru þjónustutekjurnar aðaltekjulindin. Nauðsynlegt er því fyrir fjármálastofnanirnar að treysta þessa tekjugrunna og einangra þá betur fyrir sveiflum á markaði sem hafa áhrif á hagnað af fjármálastarfsemi. Að undanfögnu hefur vaxtaálag á lán til fyrirtækja og einstaklinga hækkað (bæði á gengisbundin lán og lán í íslenskum krónum). Þessi þróun gæti endurspeglad aukna áhættu í rekstrarumhverfi fyrirtækja að mati

7. Aðrar tekjur eru tekjur af hlutabréfum og eignarhlutum, þjónustutekjur nettó, gengishagnaður af fjármálastarfsemi og ýmsar rekstrartekjur.

lánastofnana og lausafjárskorti hjá þeim sjálfum en treystir einnig tekjuginn þeirra.

Eiginfjárlutfall versnar ...

Eiginfjárlutfall fjármálastofnananna í heild hefur lækkað á síðustu árum. Í árslok 2000 var það 9,9% eins og það er skilgreint í lögum⁸ og hafði lækkað úr 10,6% frá árinu áður. Í árslok 2000 var eiginfjárlutfall Landsbankans 8,7%, Íslandsbanka-FBA 9,7%, Búnaðarbankans 9,7%, stærstu sparisjóðanna 12,3% og fjárfestingarbankanna 11,6%. Miðað við að viðskiptabankarnir hafi ætlað sér að halda eiginfjárlutfallinu um og yfir 10% er greinilegt að það hefur ekki tekist á síðasta ári. Eiginfjárlutfall stærstu sparisjóðanna hækkaði frá árinu 1999 (10,8%) en fram að því hafði það farið lækkandi og nálgadist eiginfjárlutfallið viðskiptabankanna. Viðsnúningur í eiginfjárlutfalli sparisjóða má að mestu leyti rekja til meðferðar þeirra á eignarhlut sínum í Kaupþingi á síðasta ári.

... og víkjandi lán aukast

Flestallar fjármálastofnanirnar tóku víkjandi lán á síðasta ári og var heildarfjárhæð víkjandi lána orðin 20 m.kr. í árslok 2000. Víkjandi lán teljast til eiginfjárbáttar B en Íslandsbanki-FBA hefur ein fjármálastofnana gefið út víkjandi skuldabréf sem tilheyrir eiginfjárbátti A (891 m.kr. í árslok 2000, sjá umfjöllun í ramma 3). Um 31% lánanna hefur verið aflað erlendis frá og þann 3. apríl á þessu ári tilkynnti Íslandsbanki-FBA um útgáfu víkjandi skuldabréfa að upphæð 22 milljónir evra. Eiginfjárlutfallið án víkjandi lána hefur lækkað hratt á undanföllum árum. Fyrir fjármálastofnanir í heild var það 6,7% í árslok 2000 en 8,2% í árslok 1999. Það lækkaði því um 1,5 prósentustig á einu ári. Ef litið er á þrjá stærstu viðskiptabankana var þetta hlutfall 6,3% í heildina. Hlutfallið fyrir Landsbankann var 5,7%, Íslandsbanka-FBA 6,7%, Búnaðarbankann 6,2% og stærstu sparisjóðina 8,7%.

Eftir því sem að eiginfjárlutfallið fer lækkandi og arðsemi fjármálastofnana minnkar versna kjörin á víkjandi lánnum til þeirra og eru vísbendingar um að þetta sé þegar farið að gerast hér á landi.

Ástæða lækkandi eiginfjárlutfalls er fyrst og fremst hröð stækkun efnahagsreikninga fjármála-

8. Lögin tilgreina að þetta hlutfall eigi að vera að lágmarki 8%.

Rammi 3 Ný tegund víkjandi lána

(Eiginfjárviðbót)

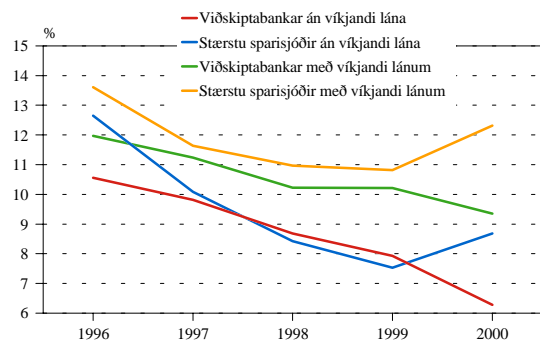
Samkvæmt reglugerð nr. 852 frá 21. nóvember 2000, með áorðinni breytingu nr. 964 frá 20. desember 2000, er nú heimilt að telja skuldabréf til eiginfjárbáttar A, ef það uppfyllir m.a. eftirtalin skilyrði:

1. Bréfið tilgreini ekki gjalddaga.
2. Útgefanda sé einungis heimilt að endurgreiða höfuðstól þess að fengnu samþykki Fjármálaeftirlitsins og í fyrsta lagi 10 árum frá útgáfudegi, enda verði eigið fé viðunandi eftir endurgreiðsluna að mati eftirlitsins.
3. Vaxtagreiðslur verði einungis heimilar innan þeirra marka sem óráðstafað eigið fé leyfir, enda séu lágmarks eiginfjárröfur jafnframt uppfylltar eftir að tekið hefur verið tillit til vaxtagreiðslna. Að 10 árum liðnum verði auk þess fyrst unnt í eitt skipti að endurskoða vexti bréfsins.
4. Fari eigið fé útgefanda niður fyrir kröfur um lágmark eigin fjár verði unnt að færa niður höfuðstól þess til að mæta rekstrartapi hjá útgefanda.
5. Samtala bréfa bæði fyrir móðurfélag og samstæðu nemi að hámarki 15% af eiginfjárbátti A í eiginfjárútreikningi.

stofnana og minnkandi arðsemi. Full ástæða er til að hafa áhyggjur af þessari þróun. Á undanföllum árum

Mynd 13

Eiginfjárlutfall með/án víkjandi lána



hefur lækku hlutfallsins verið sérstaklega áberandi hjá sparisjóðunum. Viðskiptabankarnir hafa með útgáfu víkjandi lána haldið betur í horfinu en svigrúm til frekari útgáfu minnkar stöðugt. Nú er einnig ljóst að eftir lækku krónunnar á þessu ári mun áhættugrunnur fjármálastofnana hækka og það eitt og sér mun leiða til lækkunar eiginfjárlutfalla. Eiginfjárlutfall sem er vel yfir tilskildum lágmarkum gefur borð fyrir báru sem ekki mun af veita ef efnahagslegur samdráttur verður. Einnig er vert að hafa í huga þá endurskoðun á eiginfjárkröfum sem Baselnefndin vinnur að og fjallað er um í ramma 4. Þar er m.a. gerð eiginfjárfra vegna rekstraráhættu sem gæti leitt til verulegrar hækkunar á eiginfjárkröfunni. Gert er ráð fyrir að nýjar reglur um eigið fé muni taka gildi árið 2004. Að öllum líkindum verða þessar viðmiðunarreglur gerðar lagalega bindandi hérlendis og víst er að áhrifa væntanlegra reglna mun gæta við lántökur íslenskra lánastofnana erlendis.

Enn líflæg útlánaþensla ...

Mikil aukning útlána er helsta ástæðan fyrir hröðum vexti efnahagsreikninga lánastofnana á síðustu árum. Frá ársbyrjun til ársloka 2000 jukust útlán innlánsstofnana um 26,4% eða 126 ma.kr.⁹ Árið áður hafði þessi útlánaaukning numið 23,3% eða um 90 ma.kr.¹⁰ Útlánaaukningin var meiri hjá viðskiptabönkunum á árinu 2000 eða 28,0% í samanburði við 21% hjá sparisjóðunum en árið áður var þessu öfugt farið þegar útlán sparisjóðanna jukust um 32,2% en viðskiptabankanna um 20,6%. Á fyrstu þremur mánuðum ársins 2001 var útlánaaukningin rúmlega 4% (riflega 17% á ársgrundvelli) í samanburði við um 7% fyrstu þrjá mánuði ársins 2000 og bendir það til þess að nú sé að hægja á þessari þróun, enda gæti verið orðið erfiðara fyrir lánastofnanir að fjármagna aukin útlán.

... þó er ekki enn farið að bera á töpuðum útlánunum ...

Þrátt fyrir þessi auknu útlán og erfiðara efnahagsumhverfi á árinu 2000 er ekki hægt að sjá að enn beri mikið á töpuðum útlánunum hjá viðskiptabönkunum og stærstu sparisjóðunum samkvæmt ársreikningum þeirra. Hlutfall óvaxtaberandi útlána af heildarútlánunum hefur lækkað á síðustu árum og var í árslok

2000 um 2,0% en var í árslok 1996 um 5,2%. Þetta gæti þó breyst á næstu mánuðum þar sem fyrirtæki og heimili eru orðin afar skuldbætt og greiðslubyrði þeirra hefur heldur aukist að undanförunu.

... en gengisbundin útlán aukast hlutfallslega meira ...

Mikilvægi erlendra lána í útlánunum innlánsstofnana hefur aukist mikið á undanförunum árum. Í árslok 2000 voru um 41,6% útlána innlánsstofnana gengisbundin (riflega 250 ma.kr.) samanborið við 36,5% árið 1999 og 34,4% árið 1998.¹¹ Því er ljóst að hluta þeirrar hækkunar útlána sem varð á árinu 2000 má skýra með gengissigi íslensku krónunnar. Í auknum mæli eru gengisbundin lán veitt aðilum sem ekki hafa tekjur í erlendum gjaldmiðlum og eru því í hreinni gengisáhættu. Gera má ráð fyrir að allt að 40-50% af aukningu útlána ársins 2000 hjá innlánsstofnunum til þeirra sem ekki hafa tekjur í erlendum myntum sé gengisbundið. Ástæðan fyrir þessu liggur m.a. í lægra vaxtastigi í erlendum myntum, krónan styrktist frekar fram á mitt ár 2000 og lánastofnanir höfðu tiltölulega auðveldan aðgang að erlendu lánsfé. Þrátt fyrir lægra vaxtastig á erlendum lánunum þá geta vaxtagreiðslurnar sjálfar og afborganir hækkað mikið í krónum vegna gengislækkunar krónunnar (eins og árið 2000) og þar með aukið greiðslubyrði lántakandans töluvert. Það verður þó að athuga að þar sem þessi lán eru oft til lengri tíma getur myndast mikið bókfært tap, eins og mörg fyrirtæki urðu fyrir á síðasta ári, þar sem höfuðstóllinn hækkaði í krónum en samt sem áður er ekki um að ræða útgreiðslu vegna þessa úr sjóðum lántakandans. Það sem af er árinu 2001 hefur krónan lækkað um riflega 9,6% (til 30. apríl) og staða þeirra sem eru með gengisbundnar skuldir en engar gengisbundnar tekjur hefur versnað enn meir nema gripið hafi verið til ráðstafana til að verjast gengisáhættunni með afleiðusamningum eða skuldbreytingu. Hér hefur því skapast hætta á útlánatöpum hjá lánastofnunum og er ástæða til að vera á varðbergi gagnvart þessari þróun. Ef litið er á þróun gengisbundinna útlána virðist aukningin vera að dragast saman á síðustu mánuðum en óvissan um þróun íslensku krónunnar hefur sitt að segja þar.

9. Tekið tillit til útlána FBA í ársbyrjun.

10. Útlán FBA eru inni í þessum tölum.

11. FBA og Verslunarlánaþjófur teknir með.

Rammi 4 Tillögur um endurskoðun reglna um eiginfjárlutfall lánastofnana

Þann 16. janúar sl. kynnti Baselnefndin um bankaeftirlit tillögur að nýjum viðmiðunarreglum um eiginfjárröfufur lánastofnana (e. New Basel Capital Accord). Er þeim ætlað að koma í stað eldri reglna frá árinu 1988. Gert er ráð fyrir að nýju reglurnar taki gildi árið 2004.

Ef tillögurnar ná fram að ganga verða nýju viðmiðunarreglurnar ítarlegri og flóknari en þær sem nú gilda. Flóknari reglur eru taldar vera í eðlilegu samræmi við þá þróun sem hefur orðið í starfsemi lánastofnana á síðari árum og koma jafnframt til móts við kröfufur þeirra um endurskoðun á viðmiðunum frá 1988. Leitast hefur verið við að móta sveigjanlegar meginreglur sem taka mið af mismunandi eðli og stigi áhættu og veita jafnframt möguleika á að velja á milli aðferða við áhættumat. Talið er að möguleikar á að nýta sér áhættunæmari og nákvæmari aðferðir við útreikning á eiginfjárröfum muni skapa hvatningu fyrir lánastofnanir til vinna að stöðugum endurbótum á aðferðum við áhættumat og áhættustýringu. Þróaðri aðferðir lánastofnana við áhættumat eru auk þess til þess fallnar að stuðla að auknum fjármálastöðugleika í heiminum.

Tillögurnar byggja á þremur samtengdum þáttum sem lúta að lágmarkskröfum um eigið fé, að innra og ytra eftirliti og að aðhaldi markaðarins í gegnum aukid upplýsingastreymi frá lánastofnunum.

Að því er varðar *lágmarkskröfufur um eigið fé* verða áhrif reglnanna á starfsemi lánastofnana mismunandi eftir því hversu þróuðum áhættumatsaðferðum þær beita. Smærri lánastofnanir munu geta ákveðið að beita einföldustu aðferðunum sem byggjast á stöðluðum viðmiðunum frá 1988 og verða einungis lítið eitt flóknari en þær. Lánastofnanir sem búa yfir hæfi til að beita þróaðri áhættustýringaraðferðum og geta jafnframt uppfyllt strangari eftirlitskröfufur munu geta fært sé í nyt svo nefnda innri matsaðferð (e. internal ratings-based approach). Samkvæmt þessari aðferð er það lánastofnunin sjálf sem metur marga lykilþætti í lánsáhættu (e. credit risk), svo sem líkur á vanskilum lántakenda. Þá er kveðið á um nýjar viðmiðunarreglur varðandi rekstraráhættu (e. operational risk) og val á aðferðum við mat á henni. Almenn er gert ráð fyrir því að nýju viðmiðin

muni að meðaltali hvorki hækka né lækka lágmarkskröfufur um eigið fé lánastofnana á alþjóðlega vísu. Á hinn bóginn geta eiginfjárröfufur til einstakra lánastofnana breyst til hækunar eða lækkunar í samræmi við heildaráhættu þeirra. Þar sem einungis lítill hluti íslenskra lánastofnana mun geta nýtt sér flóknari hluta fyrirhugaðra reglna má reikna með að eiginfjárröfufur þeirra muni aukast að meðaltali eftir breytinguna frá því sem nú er.

Í tillögnum er lögð áhersla á að fylgja verði eftir nýjum reglum um eiginfjárröfufur með auknu *innra og ytra eftirliti* með framkvæmd reglnanna. Þannig er gert ráð fyrir aukinni ábyrgð lánastofnana og skilvirkara eftirliti yfirvalda. Lagt er til að lánastofnanir taki upp aðferðir sem geri eftirlitsyfirlöndum kleift að meta hvort viðkomandi lánastofnun búi yfir hæfi og innri reglum til þess að meta eiginfjárröfufur í samræmi við áhættu hennar.

Lögð er áhersla á það í tillögnum að efla þurfi *aðhald markaðarins* (e. market discipline) í starfsemi lánastofnana og á fjármálamörkuðum almennt. Þátttakendur á fjármálamörkuðum eiga þannig að geta lagt mat á mikilvægar upplýsingar er lýsa eiginfjárröfum og áhættu lánastofnana. Þessu markmiði á að ná með skilvirkri birtingu upplýsinga varðandi eigið fé, áhættu og eiginfjárröfufur.

Þess ber að geta að viðmiðunarreglurnar, ef þær ná fram að ganga, verða ekki sjálfkrafa lagalega bindandi hér á landi. Þær reglur sem settar hafa verið fyrir íslenskar lánastofnanir (og fyrirtæki í verðbréfabjónustu) í þessum efnun byggjast á EES rétti sem styðst við Basel reglurnar frá 1988, sbr. tilskipun 93/6/EBE frá 15. mars 1993 um eiginfjárröfufu fjárfestingarfyrirtækja og lánastofnana með síðari breytingum. Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins hefur fylgst náið með vinnu Basel-nefndarinnar og komið fram með tillögur til þess að laga tillögur nefndarinnar að séraðstæðum á evrópskum banka- og verðbréfamarkaði. Bæði tillögur Basel-nefndarinnar og tillögur framkvæmdastjórnarinnar bíða nú umsagnar hagsmunaaðila. Gert er ráð fyrir að nýjar reglur á þessu sviði taki gildi í Evrópu á árinu 2004.

Þegar geiraskipting útlána innlánsstofnana er skoðuð sést að útlán til heimila jukust um 27% á árinu 2000 en um 21% á árinu 1999. Einnig jukust útlán fjárfestingarlánasjóða til heimila um 14% á árinu 2000 sem er í takt við aukninguna árið 1999. Útlán til sjóðsfélaga lífeyrissjóða jukust líka töluvert á árinu og nam aukningin 26,7% á árinu 2000 en um 13% á árinu 1999. Skuldir heimila jukust um 87 ma.kr. árið 2000 hjá innlánsstofnunum, fjárfestingarlánasjóðum og lífeyrissjóðum. Það er því ljóst að heimilin í landinu eru orðin afar skuldsett.

Skuldir fyrirtækja hjá innlánsstofnunum og fjárfestingarlánasjóðum jukust um 88 ma.kr. á árinu 2000 eða um 24,4% en þar sem hluti þessara skulda er gengisbundinn má sennilega rekja um 6% þessarar aukningar til gengissigs íslensku krónunnar.¹² Greinilegt er af þessu að skuldir einstaklinga og fyrirtækja hafa aukist mikið á árinu 2000 og gæti þessi aukna skuldsetning ásamt erfiðara efnahagsumhverfi leitt til greiðsluferfiðleika í framtíðinni sem hefur þá bein áhrif á fjármálakerfið hér á landi.

Glutfall innlendar fjármögnunar minnkar ...

Vöxtur innlána og verðbréfaútgáfa lánastofnana hefur verið mun minni en aukning útlána og markaðsskuldabréfa þeirra. Frá árslokum 1996 til ársloka 2000 lækkaði hlutfall innlána af útlánnum innlánsstofnana úr 80% niður í ríflega 48%. Frá árslokum 1996 til ársloka 2000 lækkaði hlutfall innlána og verðbréfaútgáfu af útlánnum og markaðsskuldabréfum innlánsstofnana úr 87% í tæp 69%. Innlend fjármögnun útlána og verðbréfaeignar fjárfestingarlánasjóða hefur heldur ekki haldist í hendur við aukningu útlána og verðbréfaeignar þeirra.

... en hlutfall erlendar fjármögnunar eykst...

Önnur fjármögnun hefur því þurft að koma til og hafa erlendar lántökur innlánsstofnana og fjárfestingarbanka aukist um 58% á árinu 2000 og námu ríflega 370 ma.kr. í árslok 2000 samanborið við um 170 ma.kr. í árslok 1998. Í árslok 2000 voru ríflega 83% þessara lána langtímalán. Bein gjaldeyrisáhætta þessara stofnana er takmörkuð en á hinn bóginn myndast

óbein gengisáhætta eins og áður hefur verið rætt vegna endurlána á erlendu lánsfé til lánþega sem eingöngu afla tekna í íslenskum krónum.

... svo og aukin seðlabankafjármögnun

Ein leið lánastofnana til að fjármagna sig er að gera endurhverfa verðbréfasamninga við Seðlabanka Íslands. Mikil aukning hefur orðið á þessum viðskiptum á síðustu mánuðum og undir lok apríl voru ríflega 60 ma.kr. útistandandi en í árslok 2000 voru um 47 ma. kr. útistandandi samanborið við 36 ma.kr. í árslok 1999. Þessi aukning stafar að miklu leyti af inngrípum Seðlabanka Íslands á gjaldeyrismarkaði á síðustu mánuðum en frá áramótum keypti Seðlabankinn um 11,8 ma.kr. á markaði og auk þess hefur ríkissjóður aukið innstæðu sína hjá Seðlabankanum. Lánastofnanir hafa getað nýtt sér þessa endurhverfu verðbréfasamninga til að fjármagna stöðutöku í verðbréfum og jafnvel skammtímaútlán. Umfang afleiðusamninga sem byggjast á endurhverfum verðbréfasamningum hefur einnig aukist, og þá einna helst þar sem verið er að taka stöðu í frekari vaxtalækkun á íslenska skuldabréfamarkaðnum. Ástæða þessa er sú að oft er erfitt að nota millibankamarkaðinn með krónur þar sem að lánalínur lánastofnana eru takmarkaðar og því er hægt að nýta þessi endurhverfu verðbréfavíðskipti í stað millibankamarkaðarins.

Aukið öryggi í greiðslumiðlun

Tvær meginbreytingar urðu á sviði greiðslumiðlunar. Annars vegar varð til vísir að stórgreiðslukerfi upp úr miðjum desember sl. og hins vegar setti Seðlabanki Íslands reglur um aðgang greiðslukerfa að viðskiptareikningum í bankanum. Þessum breytingum er lýst í 1. hefti *Peningamála* 2001 og *Ársskýrslu Seðlabankans* fyrir árið 2000.

Það er mat bankans að þessar breytingar stuðli að auknu öryggi greiðslumiðlunar, annars vegar mun stórgreiðslukerfið gera miðlun stórra fjárhæða ónæma fyrir greiðslufallsáhattu og hins vegar er lagalegur grundvöllur greiðslumiðlunarinnar styrktur verulega með hinum nýju reglum.

12. Skv. Hagvísun Þjóðhagsstofnunar, 27. mars 2001.

Rekstrarvísbendingar 1996-2001

Eigið fé

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Frá:
Eiginfjárlutfall ¹							
Eiginfjárlutfall skv. lögum (%)	12,4	11,6	10,4	10,6	9,9	...	.
Eiginfjárlutfall án vðkjandi lána (%)	11,1	10,2	8,8	8,2	6,7	...	.
Eiginfjárlutfall A (Tier 1 hlutfall) (%) (án fjárfestingarbanka)	11,9	11,0	9,9	9,3	8,0	...	.

Eignagæði

Lánastofnanir							
Heildarútlán (ma. kr.) ²	275,3	308,4	385,7	475,8	601,5	626,0	Mars
Þar af gengisbundin (%)	29,0	31,8	34,4	36,5	41,6	43,2	Mars
Geiraskipting útlána							
Lán til heimila (% af heildarútlánnum) ³	25,9	26,6	27,9	27,3	27,5	26,3	Mars
þar af gengisbundin (%)	0,3	0,5	1,8	4,8	8,1	8,4	Mars
þar af vegna íbúðalána (%)	22,8	21,3	18,7	20,2	18,3	18,1	Mars
Lán til fyrirtækja (% af heildarútlánnum)	65,5	65,2	64,8	65,7	65,2	66,9	Mars
þar af gengisbundin (%)	43,6	46,8	49,8	50,6	55,6	56,7	Mars
Lán til sjávarútvegs (% af heildarútlánnum)	28,7	29,4	27,7	24,8	22,9	23,6	Mars
þar af gengisbundin (%)	75,7	79,1	83,3	83,9	86,5	88,2	Mars
Lán til verslunar og þjónustu							
(% af heildarútlánnum)	20,8	19,8	24,8	28,6	29,4	30,5	Mars
þar af gengisbundin (%)	14,0	15,2	19,5	29,5	37,0	38,2	Mars
Lán til iðnaðar, samgangna, raforku- og byggingarverktaka (% af heildarútlánnum)							
þar af gengisbundin (%)	16,0	16,0	12,3	12,2	12,9	12,7	Mars
Óvaxtaberandi útlán ⁴ (% af útlánnum)	24,5	26,7	35,5	32,4	43,0	42,6	Mars
Óvaxtaberandi útlán ⁴ (% af útlánnum)	5,2	4,1	2,4	2,2	2,0	...	.
Eigið fé í hlutfalli af heildareignum	9,2	8,7	7,4	7,1	6,3	...	.

Lántakendur

Heimili							
Skuldir heimila (% af ráðstöfunartekjum)	133,4	134,7	138,7	145,8	163,0	...	.
Fyrirtæki							
Skuldir sem hlutfall af eigin fé							
Öll skráð félög (án lánastofnana) .....	.	1,0	1,0	1,0	...	...	.
Sjávarútvegur	1,4	1,3	1,2	1,4	...	...	.
Verslun, verktakar og þjónusta .....	.	1,4	1,1	1,1	...	...	.
Iðnaður og framleiðsla	0,5	0,4	0,6	0,7	...	...	.
Arðsemi							
Öll skráð félög (án lánastofnana) .....	.	8,0	8,2	8,1	-1,7	...	.
Sjávarútvegur	14,4	11,6	8,6	3,0	-16,5	...	.
Verslun, verktakar og þjónusta .....	.	9,3	1,2	13,6	10,3	...	.
Iðnaður og framleiðsla	17,7	10,7	7,2	4,6	6,2	...	.

Stjórnun¹

Kostnaðarhlutföll							
Rekstrargjöld (% af hreinum rekstrartekjum)	66,6	65,3	67,1	60,4	66,3	...	.
Starfsmannakostnaður (% af hreinum rekstrartekjum)	33,9	33,6	35,2	31,2	33,2	...	.

Rekstrarvísbendingar 1996-2001, frh.

<i>Hagnaður og arðsemi¹</i>	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Frá:
Arðsemi eigin fjár.....	9,5	10,3	13,5	19,3	9,9	...	.
Vaxtamunur (% af heildartekjum)	62,1	58,9	56,0	52,4	54,3	...	.
Þjónustutekjur (% af heildartekjum)	24,8	24,5	23,1	23,1	31,4	...	.
Gengishagnaður af fjármálastarfsemi (% af heildartekjum).....	5,3	7,5	15,0	12,0	-1,4	...	.
Tekjur af hlutabréfum og eignarhlutum (% af heildartekjum).....	4,7	6,1	3,9	9,6	5,9	...	.
Aðrar tekjur (% af heildartekjum).....	3,1	3,1	1,9	2,9	9,8	...	.
<i>Lausafjárstaða</i>							
Seðlabankafjármögnun fjármálastofnana (ma.kr., staða í árslok) .....	...	...	22,8	36,0	46,9	60,6	24. apr.
Útlán sem hlutfall af innlánnum.....	1,25	1,29	1,46	1,53	2,07	2,03	Mars
Lausafjárhlutfall (skammtímaeignir í hlutfalli af -skuldum, (1 ár) .....	...	...	...	...	...	1,4	Mars
<i>Markaðsáhætta</i>							
<i>Gjaldeyrismarkaður</i>							
<i>Gengisvísitala krónunnar</i>							
(% breyting milli ára).....	-0,6	-1,4	-0,7	-3,0	9,8	9,68	Apríl
Velta á gjaldeyrismarkaði (ma.kr.).....	...	...	401,8	468,0	768,0	154,1	Apríl
<i>Hlutabréfamarkaður</i>							
Úrvalsvísitalan (hækkun á milli ára)	59,3	14,7	9,8	47,4	-19,3	-12,8	Apríl
Markaðsverðmæti (með sjóðum).....	94.802	151.009	231.909	369.835	392.976	...	.
Markaðsverðmæti (með sjóðum) sem % af VLF	19,5	28,5	39,9	57,6	57,7	...	.
Velta á þingi sem hlutfall af markaðsverðmæti..	6,2	8,8	5,5	10,8	14,2	...	.
Heildarvelta á þingi sem hlutfall af markaðsverðmæti.....	...	15,6	17,2	32,4	50,6	...	.
<i>Afurðaverð</i>							
Verðlag sjávarafurða í erlendri mynt, staðvirt (1990=100).....	91,9	94,2	104,4	100,5	100,1	99,2	.
Verð á aflahlutdeild í þorski (langtíma þorskkvóti) kr./kg.	560	650	758	771	860	700	.
Álverð US\$/tonn	1.504	1.592	1.336	1.364	1.551	1.497	.
<i>Fasteignamarkaður</i>							
Íbúðarverð (janúar 1996 = 100).....	101,0	103,0	109,1	125,1	147,4	...	.
Verð atvinnuhúsnæðis (staðvirt, fjórði ársfjórðungur)	100,0	95,2	118,6	140,7	160,9	165,1	1. ársfj.

- Viðskiptabankar, sex stærstu sparisjóðirnir og fjárfestingarbankar.
- Innlánsstofnanir, leiðrétt fyrir innkomu FBA og Verslunarlánasjóðs.
- Lánaflokkunin ýmislegt en þar getur verið auk heimila atvinnurekstur á kennitölu einstaklinga.
- Viðskiptabankarnir og sex stærstu sparisjóðirnir. FBA kemur inn í þessar tölur 1999.

Nýr rammi peningastefnunnar

Í þessari grein er fjallað um breytingar á ramma peningastefnunnar sem tilkynntar voru þann 27. mars síðastliðinn með sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabanka Íslands sem birt er hér í ritinu. Skýrðar verða hugmyndirnar sem lágu að baki breytingunum og í hverju þær felast. Einnig verða þær ákvarðanir sem lágu að baki tæknilegrar útfærslu rammans skýrðar.

1. Breytingar á ramma peningastefnunnar

Með sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands eru gerðar grundvallarbreytingar á ramma peningastefnunnar og stöðu Seðlabankans innan stjórnkerfisins.¹ Frá því að eldra fyrirkomulagi var komið á hafa orðið miklar breytingar á efnahagsumhverfi landsins og á innlendu og alþjóðlegu fjármálaumhverfi. Því var orðið nauðsynlegt að laga ramma peningastefnunnar og stöðu Seðlabankans að þessum breyttu aðstæðum. Breytingarnar endurspeglar einnig sambærilegar breytingar meðal fjölda annarra seðlabanka á síðasta áratug.

Meginbreytingarnar á ramma peningastefnunnar felast í því að markmið peningastefnunnar eru einfölduð þannig að verðstöðugleiki er gerður að meginmarkmiði hennar og er verðstöðugleiki skilgreindur nákvæmlega í yfirlýsingu bankans og ríkisstjórnar. Seðlabankanum er síðan gefið fullt sjálfstæði til þess að beita stjórnáætlunum sínum til að ná þessu markmiði án íhlotunar stjórnvalda. Til að auka gagnsæi peningastefnunnar og reikningsskil bankans gagnvart stjórnvöldum og almenningi eru skilgreind við-

brögð takist bankanum ekki að ná markmiðinu. Með þessu er reynt að formfesta með trúverðugum hætti langtímamarkmið peningastefnunnar og tryggja opnari og skilvirkari stjórn peningamála sem stuðla á að efnahagslegum langtímastöðugleika og aukinni hagsæld til frambúðar.

1.1. Meginmarkmið peningastefnunnar

Almennt séð er markmið efnahagsstefnunnar að bæta velferð almennings. Í þessu getur t.d. falist að nýta framleiðsluþætti hagkerfisins á sem hagkvæmasta hátt, tryggja öllum vinnufærum mönnum atvinnu, tryggja sem mestan hagvöxt, tryggja verðstöðugleika og sem réttlátasta tekjudreifingu (sjá t.d. Svansson, 1997).

Sem hluti af efnahagsstefnu stjórnvalda mætti ætla við fyrstu sýn að stjórn peningamála ætti að hafa sömu markmið og efnahagsstefnan almennt.² Þetta er hins vegar ekki rétt. Peningastefnan getur eingöngu haft áhrif á peningalegar stærðir til lengri tíma litið. Það þýðir að hún hentar ekki til að reyna að viðhalda meiri hagvexti eða meiri atvinnu en uppbygging hagkerfisins leyfir hverju sinni. Slíkar tilraunir munu ávallt enda með því að hagkerfið leitar aftur í jafnvægisstöðu og skilja eingöngu eftir sig aukna verðbólgu.

1. Nýtt frumvarp til laga um Seðlabanka Íslands biður nú afgreiðslu á Alþingi. Verði frumvarpið að lögum mun það hafa í för með sér grundvallarbreytingar á stöðu Seðlabankans og sjálfstæði hans til að beita stjórnáætlunum sínum. Eins og kom fram í grein Þórarins G. Péturssonar (2000b) mældist Seðlabanki Íslands einn minnst sjálfstæði seðlabanki meðal iðnríkja samkvæmt núgildandi löggjöf. Með nýju lögunum styrkist staða bankans töluvert og verður hún í meginatriðum sambærileg við það sem best gerist í heiminum.

2. Þetta eru án efa þau sjónarmið sem lágu að baki markmiðssetningu núverandi laga um Seðlabanka Íslands sem og laga annarra seðlabanka fram undir síðasta áratug.

Til lengri tíma getur peningastefnan því eingöngu náð einu þjóðhagslegu markmiði og þar sem það er peningalegs eðlis liggur beinast við að meginmarkmið stefnunnar líti að verðlagi enda verðbólga til lengri tíma litið fyrst og fremst peningalegt fyrirbrigði.³ Verðbólga er skaðleg fyrir efnahagsstarfsemina og velferð almennings og er skaðinn því meiri sem hún er meiri.⁴ Því er rökrétt að setja peningastefnunni það meginmarkmið að halda verðlagi stöðugu. Með þessu er þó ekki átt við að markmiðið eigi að vera alger verðstöðugleiki eins og hann er mældur með hefðbundnum verðvísitölum. Rannsóknir benda til þess að slíkar vísitölur ofmeti með kerfisbundnum hætti raunverulegar verðbreytingar, auk þess sem talið er að mjög lítil verðbólga geti dregið úr sveigjanleika vinnu- og fjármálamarkaða.⁵ Því er yfirleitt miðað við að verðbólga á bilinu 1-3% geti samrýmt skilgreiningunni á verðstöðugleika.

Tilgangslítið er að setja peningastefnunni markmið sem hún getur ekki náð. Reynolds gefur einnig til kynna að slík markmiðssetning geti leitt til verri árangurs í stjórn peningamála en ella. Með verðstöðugleika sem meginmarkmið er hægt með framsýnni stefnuótun í peningamálum að leggja sitt af mörkum til að stuðla að stöðugu efnahagsumhverfi sem er undirstaða vaxtargetu hagkerfisins til langs tíma. Þetta er í raun framlag peningastefnunnar til að ná ofangreindu meginmarkmiði efnahagsstefnunnar og því er rangt að búast við meiri.

Rétt er að ítreka að í þessu felst ekki sú skoðun að verðstöðugleiki sé þjóðfélagslega mikilvægara markmið en önnur markmið efnahagsstefnunnar og því muni peningastefnunni eingöngu beint að því markmiði. Í þessu felst einfaldlega viðurkenning á því að hin peningapólitísku stjórnþæki henta betur til að hafa áhrif á verðlag en á raunstærðir eins og hagvöxt og atvinnu. Vel heppnuð peningastefna getur hins vegar stuðlað að því að draga úr sveiflum í þessum stærðum en illa heppnuð stefna aukið þær.

3. Með þessu er átt við að þrátt fyrir að margar orsakir geta legið að baki tímabundinni verðbólgu getur viðvarandi verðbólga eingöngu orsakast af lausatökum í stjórn peningamála.

4. Sjá m.a. grein Þórarins G. Péturssonar (2000b) og þær heimildir sem þar er getið.

5. Sjá t.d. grein Þórarins G. Péturssonar (2000a).

1.2. Peningastefna með formlegu verðbólgu-markmiði

Peningastefna með formlegu verðbólgu-markmiði felur í sér að verðstöðugleiki er gerður að meginmarkmiði peningastefnunnar og að gefin er út yfirlýsing um formlega skilgreiningu á verðstöðugleika í formi tölulegs verðbólgu-markmiðs. Einnig einkennist stefnan af því að seðlabankanum er gefið fullt frelsi til að nota stjórnþæki sín til að ná verðbólgu-markmiðinu. Á móti er bankanum síðan gert að tryggja sem best gagnsæi peningastefnunnar þannig að hann standi reikningsskil gerða sinna gagnvart stjórnvöldum og almennungi.

Þetta fyrirkomulag hefur notið vaxandi vinsælda meðal iðnríkja og annarra ríkja undanfarin tíu ár. Nýja-Sjáland reid á vaðið árið 1990 en síðan hafa 15 aðrar þjóðir tekið upp þessa stefnu, nú síðast Ísland og Noregur. Fjöldi annarra ríkja íhugar einnig að stíga þetta skref og með góðum rökum má segja að seðlabankar Evrópu og Bandaríkjanna fylgi sams konar stefnu, þótt hún beri einnig önnur einkenni.

1.3. Verðbólgu-markmið Seðlabanka Íslands

Í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands er verðbólgu-markmið bankans skilgreint sem 2½% árleg verðbólga. Þetta er nokkuð hærra viðmið en notast er við víðast hvar, eins og í Myntbandalagi Evrópu og Svíþjóð, en í samræmi við markmið seðlabanka Bretlands og Noregs. Sum ríki, eins og Brasilía og Suður-Afrika, hafa jafnvel miðað við enn hærri tölu, eins og sjá má í töflu 1. Meginástæða þess að miða markmiðið við 2½% verðbólgu er að Ísland er lítið opið hagkerfi sem verður fyrir tíðum breytingum í viðskiptakjörum og því gæti verið óraunhæft að miða við lægra verðbólgu-stig. Auk þess er Bretland helsta viðskiptaland okkar og verðbólga í helstu viðskiptalöndum er að meðaltali um 2½%. Því virðist rétt að skilgreina verðstöðugleika hér á landi sem u.þ.b. 2½% verðbólgu.

Viðmiðunarvísitala verðbólgu-markmiðsins

Við útreikning verðbólgu er miðað við 12 mánaða breytingar vísitölu neysliverðs sem mæld er af Hagstofu Íslands. Mörg ríki hafa kosið að miða verðbólgu-markmiðið formlega við einhvers konar mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu, þ.e.a.s. vísitölu neysliverðs að undanskildum ýmsum sveiflukennendum liðum eða þáttum sem ekki er talið heppilegt að

Tafla 1 Lönd með formlegt verðbólguþéttunarmarkmið

Land (upphaf stefnu)	Verðbólguþéttunarmarkmið	Land (upphaf stefnu)	Verðbólguþéttunarmarkmið
Ástralía (1993)	2-3%	Noregur (2001)	2001: 2½% (±1%)
Brasilía (1999)	1999: 8% (±2%) 2000: 6% (±2%) 2001: 4% (±2%) 2002: 3½% (±2%)	Nýja-Sjáland (1990)	1990: 3-5% 1991: 2½-4½% 1992: 1½-3½% 1993-96: 0-2% 1996-: 0-3%
Bretland (1992)	1992-96: 1-4% 1997-: 2½%	Pólland (1999)	1998: <9,5% 1999: 6,6-7,8% 2000: 5,4-6,8% 2001: <4%
Chíle (1999/1990)	1991-99: Úr 18 í 4,3% 2000: 3½% 2001: 2-4%	Suður-Afríka (2000)	2002: 3-6%
Ísland (2001)	2001: 2½% (1-6%) 2002: 2½% (1-4½%) 2003-: 2½% (±1½%)	Sviss (1999)	2000: 0-2%
Ísrael (1997/1991)	1992-97: Úr 15 í 8% 1997-98: 7-10% 1999: <4% 2000-02: 3-4% 2003-: 1-3%	Svíþjóð (1993)	1995: 2% (±1%)
Kanada (1991)	1992-93: 3% (±1%) 1994: 2½% (±1%) 1995-: 1-3%	Tékkland (1997)	1998: 5½-6½% 1999: 4-5% 2000: 3½-5½% 2001: 2-4% 2002: 1-3%
Mexíkó (1999/1994)	1999: 13% 2000: <10% 2003: 3%	Tæland (2000)	2000: 0-3½%

Þegar vísað er í tvö ártöl við upphaf stefnunnar miðast fyrra ártalið við þegar peningastefnunni var sett verðbólguþéttunarmarkmið auk einhvers annars milli-markmiðs. Seinna ártalið vísar í þá dagsetningu þegar hreint verðbólguþéttunarmarkmið var tekið upp.

Heimildir: Heimasiður viðkomandi seðlabanka og Þórarinn G. Pétursson (2000a).

hafi áhrif á mótun peningastefnunnar. Í þeim löndum þar sem stefnan miðast formlega við vísitölu neysluverðs er einnig höfð hliðsjón af slíkum mælikvörðum við ákvörðun peningastefnunnar með einum eða öðrum hætti. Ástæða þess er að vísitala neysluverðs inniheldur ýmsa undirþætti sem eru sveiflukenndir, utan áhrifasviðs peningastefnunnar eða verða fyrir „öfugum“ áhrifum af peningastefnunni, þ.e. verð þessara þátta hækkar þegar aðhald peningastefnunnar er aukið. Þar að auki inniheldur slík almenn vísitala ýmsa framboðsþætti sem rangt getur verið fyrir peningastefnuna að bregðast við. Almenn vísitala neysluverðs getur því gefið misvísandi upplýsingar um aðhaldsstig peningastefnunnar í nútíð og framtíð og getur þar með orsakað röng peningastefnuviðbrögð.

Sem dæmi um undirþætti sem oft eru undanskildir úr vísitölunni við mat á undirliggjandi verðbólgu má nefna verð háð opinberum ákvörðunum, áhrif breytinga á óbeinum sköttum, verð á ýmsum orkugjöfum, eins og bensíni, sveiflukennt verð á tilteknum matvörum og breytingar á opinberum niðurgreiðslum. Í sumum löndum hefur vaxtakostnaður húsnæðislaða bein áhrif á húsnæðislið vísitölunnar þannig að vaxtahækkunar leiða til hækkunar á vísitölu neysluverðs. Þar sem þessi aðferð er notuð við mat á húsnæðiskostnaði eru þessi vaxtaáhrif því yfirleitt einnig undanskilin við útreikning á undirliggjandi verðbólgu.

Þar sem vísitala neysluverðs nýtur trausts og er vel þekkt meðal almennings þykir hins vegar rétt að miða verðbólguþéttunarmarkmiðið hér á landi við vísitölu

neysluverðs, a.m.k. til að byrja með. Þar skiptir einnig máli að verðtrygging fjárskuldbindinga miðast við þessa vísitölu og því yrði erfitt að færa rök fyrir því að miða peningastefnuna við aðra vísitölu. Þar að auki má nefna að ofangreint vandamál við mat á húsnæðislið vísitölnnar á ekki við hér á landi.

Seðlabankinn mun hins vegar fara þess á leit við Hagstofu Íslands að hún birti reglulega mælingar á undirliggjandi verðbólgu sem hafðar verða til hliðsjónar við framkvæmd peningastefnunnar. Með aukinni reynslu af slíkum mælikvörðum kunna að skapast forsendur síðar meir til að þeir skipi stærri sess við mótun peningastefnunnar.

Þolmörk verðbólgu

Þótt að jafnaði sé stefnt að 2½% árlegri verðbólgu er óraunhæft að gera ráð fyrir að Seðlabankinn hafi svo fullkomna stjórn á verðbólgu að hann geti öllum stundum haldið henni í 2½%. Því er gert ráð fyrir ±1½% þolmörkum fyrir verðbólgu markmiðið. Þolmörkin gefa færi á því að leyfa skammvinn frávik frá verðbólgu markmiðinu sem gæti verið heppilegt við vissar aðstæður. T.d. getur verið réttlætlegt að hleypa áhrifum skammvinnra framboðshnykkja eða -áfalla tímabundið út í verðlag til að koma í veg fyrir óþarflega miklar sveiflur í hagvexti og atvinnu. Þau gefa Seðlabankanum þannig svigrúm til að vinna að því að jafna sveiflur í þessum stærðum að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ógna meginmarkmiði peningastefnunnar um verðstöðugleika.

Í öðrum iðnríkjum eru þessi þolmörk yfirleitt þrengri, að jafnaði ±1%. Rökin fyrir því að leyfa víðari þolmörk hér á landi eru þrenns konar. Í fyrsta lagi er Ísland lítið opið hagkerfi þar sem sveiflur í viðskiptakjörum geta haft töluverð skammtímaáhrif á verðbólgu. Þar sem efnahagsbúskapur Íslands er nokkuð sveiflukenndur gæti verið erfitt og jafnvel óæskilegt fyrir Seðlabankann að reyna að bregðast við öllum sveiflum í verðbólgu sem stafa t.d. af utan- aðkomandi sveiflum í viðskiptakjörum. Slík viðbrögð gætu haft í för með sér óþarflega mikinn kostnað í formi meiri sveiflna í hagvexti og atvinnu. Í öðru lagi miðast verðbólgu markmiðið við vísitölu neysluverðs sem inniheldur sveiflukennda liði sem Seðlabankinn hefur lítil tók á að bregðast við. Í þriðja lagi er mjög mikilvægt að reyna að lágmarka líkur á því að Seðlabankanum mistakist að halda verðbólgu innan þolmarka strax í upphafi fyrirkomu-

lagsins þegar verið er að byggja upp trúverðugleika þess. Gerðist það væri mikil hætta á því að trúverðugleiki tapaðist. Þegar meiri reynsla er komin á stefnuna er síður hætta á því að trúverðugleiki hennar skaðist þótt verðbólga fari tímabundið út fyrir mörkin. Því gætu skapast forsendur síðar meir til að þrengja þau.

Neðri þolmörk verðbólgu markmiðsins eiga að undirstrika að Seðlabankanum er einnig í mun að koma í veg fyrir verðhjöðnun sem getur haft alvarleg áhrif á gangverk hagkerfisins. Út frá fyrrgreindum rökum fyrir mögulegri skaðsemi of lágrar verðbólgu og skekkjum í mælingum hennar með vísitölu neysluverðs eru neðri mörk verðbólgu markmiðsins sett við 1%.

Rétt er að leggja áherslu á að þolmörk verðbólgu markmiðsins eru í grundvallaratriðum ólík vikmörkum eldri gengisstefnu. Vikmörk gengisstefnunnar voru „hörð“, þ.e.a.s. að Seðlabankanum bar að halda gengi krónunnar innan þeirra öllum stundum en hafði í sjálfu sér enga kvöð til að stýra genginu meðan það hélst innan markanna. Þolmörk verðbólgu markmiðsins eru hins vegar „mjúk“ í þeim skilningi að bankinn mun ekki þurfa að halda verðbólgu innan þeirra undir öllum kringumstæðum. Eins og fjallað er um að ofan geta komið upp tilvik þar sem rétt getur verið að verðbólga fari tímabundið út fyrir mörkin. Þolmörkin skilgreina því aðeins viðbragðspunkt þar sem bankanum ber að senda greinargerð til stjórnvalda sem skýrir frávikin og viðbrögð banksins við þeim. Þolmörkin eru einnig í grundvallaratriðum frábrugðin vikmörkum gengisstefnunnar að því leyti að hafa vel skilgreint verðbólgu markmið innan þeirra. Bankanum ber því ávallt, sem fyrr segir, að stefna að því að verðbólga sé að jafnaði sem næst 2½%, þrátt fyrir þolmörkin. Það hefur í för með sér að ef verðbólga er meiri eða minni en verðbólgu markmiðið, jafnvel þótt hún sé innan þolmarkanna, mun bankinn ávallt miða ákvarðanir sínar að því að koma verðbólgu í 2½%.

Hlutverk verðbólguþátt Seðlabankans

Með formlegu verðbólgu markmiði mun mótun peningastefnunnar taka mið af verðbólguhorfum næstu missera fremur en að horfa á núverandi verðbólgu, enda lítið sem peningastefnan getur gert við verðbólguþróun dagsins í dag og jafnvel allra næstu missera. Ástæðan er sú að miðlunartíminn frá

aðgerðum Seðlabankans til áhrifa á verðlag er bæði langur, breytilegur og háður óvissu. Alþjóðlegar rannsóknir benda til þess að fyrstu áhrif aðgerða í peningamálum komi fram í verðlagi eftir u.þ.b. sex til tólf mánuði og séu komin að fullu fram eftir allt að tvö ár. Mótun peningastefnunnar þarf að taka mið af þessari staðreynd.⁶

Peningastefnan virkar þá þannig í raun að Seðlabankinn gerir verðbólguþá miðað við óbreytta stefnu í peningamálum. Sé verðbólga, sem spáð er næstu tvö árin, í ósamræmi við verðbólguþá miðað ber bankanum að bregðast við með aðgerðum í peningamálum. Hversu hratt hann reynir að ná markmiðinu ræðst þó af því hversu mikill áhrif hann telur aðgerðir sínar hafa á raunsteðir. Sé verðbólga, sem spáð er, t.d. fyrir ofan verðbólguþá miðað og bankinn telur hættu á að of hörð viðbrögð hans geti þýtt óþarflega skarpan efnahagsamdrátt getur bankinn ákveðið að taka lengri tíma í að ná markmiðinu. Hann þarf þó að skýra viðbrögð sín skilmerkilega fyrir stjórnvöldum og almenningi þannig að verðbólguþá miðað tapi ekki trúverðugleika. Svigrúm bankans til þess að notfæra sér þennan sveigjanleika stefnunnar er augljóslega háð trúverðugleika hans. Sé hann mikill aukast verðbólguvæntingar lítið þótt verðbólga aukist um hríð og því er minni hættu á að aukin verðbólga festist í sessi. Möguleikinn á að jafna sveiflur á raunsterðum til skemmri tíma er að sama skapi meiri. Það öfuga á við ef trúverðugleiki er lítil.

Aðlögunarferill verðbólguþá miðsins

Þrátt fyrir að langtímaþá mið peningastefnunnar sé sett sem 2½% árleg verðbólga er óraunhæft að gera ráð fyrir því að Seðlabankinn geti náð því þá mið strax í ljósi fyrrgreindra tafa í miðlunarferli peningamálaaðgerða.

Verðbólguþá mið Seðlabankans frá janúar síðastliðnum gerði ráð fyrir u.þ.b. 4½% verðbólgu frá upphafi til loka þessa árs og tæplega 3% verðbólgu frá upphafi til loka árs 2002 sem er nokkru meiri verðbólga en samrýmist langtímaþá miðinu. Út frá þessari spá er því í aðlögunarferli verðbólguþá miðsins gert ráð fyrir að efri þölmörk stefnunnar verði víðari til að byrja með, þ.e. 1½% fyrir ofan spána. Þetta þýðir að efri þölmörk stefnunnar eru 6% verðbólga

yfir árið 2001 og 4½% verðbólga yfir árið 2002. Neðri mörk verðbólguþá miðsins verða hins vegar ávallt 1% verðbólga í samræmi við ofangreind 1½% neðri mörk.

Rétt er að ítreka að verðbólguþá mið er ávallt 2½% og er ætlunin að því þá mið verði náð ekki síðar en í árslok 2003. Það að efri þölmörkin séu höfð hærrí en langtímaþá miðin (4%) til að byrja með endurspeglar annars vegar litla möguleika Seðlabankans til að hafa áhrif á verðbólgu næstu mánaða og mikilvægi þess að hið nýja fyrirkomulag byrji vel á meðan verið er að vinna stefnunni traust meðal almennings. Slíkur aðlögunarferill þekkist víða í þeim löndum sem tekið hafa upp verðbólguþá mið með hærrí verðbólgu en talið var ásættanlegt miðað við langtímaþá mið um verðstöðugleika eins og sést í töflu 1 að framan.

2. Áhrif breytts ramma á gengisstefnuna

Með ofangreindum breytingum á ramma peningastefnunnar hættir Seðlabankinn að nota gengi krónunnar sem millimarkmið og akkeri peningastefnunnar. Vikmörk fastgengisstefnunnar voru afnumin en þau höfðu smám saman verið vikkud, úr ±2¼% í ±6% í september árið 1995 og síðan í ±9% í febrúar árið 2000.

Bankinn miðar því peningastefnuna ekki lengur við að halda gengi krónunnar innan ákveðinna vikmarka heldur mun gengi krónunnar ráðast í meginatriðum á markaði án sérstakrar íhlutunar Seðlabankans. Þess í stað fær endanlegt markmið stjórnar peningamála meira vægi og verður framkvæmd peningastefnunnar í raun þannig að verðbólguþá miðsins tekur hlutverk millimarkmiðs stefnunnar í stað gengisins eins og skýrt var hér að ofan.

Fyrir lítið opið hagkerfi eins og Ísland skiptir hins vegar gengi gjaldmiðils þess töluverðu máli fyrir innlenda verðlagsþróun og efnahagslífið almennt. Því mun Seðlabankinn eftir sem áður fylgjast náið með þróun gengisins og bregðast við gengisþróun að því leyti sem bankinn telur það nauðsynlegt til að ná markmiðum sínum. Hann mun því áfram hafa svigrúm til að grípa beint inn í þróun gjaldeyrismarkaðarins með kaupum og sölu gjaldeyris telji hann það nauðsynlegt til að stuðla að framgangi verðbólguþá miðsins eða telji hann að gengissveiflur ógni fjármálalegum stöðugleika. Meginbreytingin á

6. Áhrif peningastefnunnar í gegnum breytingar á gengi krónunnar geta þó stýtt þetta miðlunarferli að einhverju leyti.

ramma gengisstefnunnar felst í því að hann er ekki lengur skuldbundinn til að halda gengi krónunnar innan ákveðinna marka og getur því mótað peningastefnuna mun meira út frá stöðu innlands efnahagslífs og verðlagshorfum.

Þegar horfið er frá fastgengisstefnu að stefnu með sveigjanlegu gengi virðist við fyrstu sýn óhjákvæmlegt að gengissveiflur aukist. Þetta þarf þó ekki að vera, sérstaklega ekki þegar fastgengisstefnan er eins sveigjanleg og stefnan sem fylgt var hér á landi. Daglegar gengissveiflur hafa aukist undanfarin ár en það er merki þess að þroski og dýpt markaðarins hafi aukist og er jákvæð þróun.

Daglegar gengissveiflur hafa hins vegar aukist í kjölfar breytingarinnar á ramma peningastefnunnar en við því var búist á meðan markaðsaðilar eru að læra að fóta sig í nýju umhverfi. Til lengri tími er hins vegar ekki ljóst hvort sveiflur í gengi krónunnar muni aukast. Sé verðbólgu-markmiðið trúverðugt og takist að halda verðbólgu nálægt markmiðinu mun sá verðstöðugleiki stuðla að auknum stöðugleika gengisins. Á móti kemur að gjaldeyrismarkaðir virðist á stundum einkennast af hjarðhegðun sem ykir sveiflur. Þó er líklegt að einkenni og afleiðingar slíkrar hegðunar séu þegar komin fram í gengisstefnu með tiltölulega víðum vikiðum. Að sama skapi mun hagkerfið reglulega verða fyrir ófyrirséðum búhnykkjum eða áföllum á framboðs- og eftirspurnarhlið. Slíkir búhnykkir eða áföll munu að einhverju leyti endurspeglast í gengissveiflum en á móti kemur að gengissveiflur sem endurspeglar aðlögun að þeim geta verið eðlilegar og jafnvel hagkvæmari en aðlögun í raunstærðum þegar genginu er haldið föstu.

Jafnvel þótt gengissveiflur aukist virðist reynsla ríkja sem tekið hafa upp verðbólgu-markmið og sveigjanlega gengisstefnu benda til þess að áhrif slíkra gengissveiflna á verðbólgu hafi minnkað. Fyrir þessu hafa verið nefndar ýmsar ástæður. Ljóst er að almenningur lítur gengisbreytingar í fastgengiskerfi öðrum augum en í flotgengiskerfi. Gengisbreytingar

í fastgengiskerfi eru túlkaðar sem varanlegar breytingar sem eðlilegt er að komi mjög fljótt fram í innlendu verðlagi. Hins vegar er stærri hluti gengisbreytinga í flotgengiskerfi túlkaður sem tímabundinn sem þurfi ekki að koma fram í verðlagi fyrir en ljóst sé að þær séu varanlegar, þar sem tíðar breytingar verðlags eru kostnaðarsamar. Aukin alþjóðleg samkeppni virðist einnig hafa orðið til þess að fyrirtæki taki í meiri mæli á sig aðlögun að gengissveiflum í gegnum álagningarhlutfall í stað þess að láta þær koma fram í verðlagi. Á sama tíma ráða fyrirtæki yfir betri tækni til að verjast skammtímagengissveiflum en áður.

Því er líklegt að áhrif skammtímagengisbreytinga á innlent verðlag minnki með auknum sveigjanleika gengisins og þróun innlendra fjármálamarkaða. Varanlegar gengisbreytingar munu hins vegar á endanum fara út í verðlag. Hins vegar er mikilvægt að gera greinarmun á verðlags- og verðbólguáhrifum gengisbreytinga. Varanleg gengislækkun mun leiða til varanlegrar hækkunar verðlags til lengri tíma lítið. Á meðan verðlag er á leið í nýtt langtíma jafnvægi eykst verðbólga. Þessi aukning verðbólgu er hins vegar aðeins tímabundin meðan á aðlögunarferlinu stendur og til lengri tíma lítið hverfa verðbólguáhrifin. Í þeim tveggja ára ramma sem verðbólgu-markmiðinu er nú settur munu því skammtímagengissveiflur hafa tiltölulega lítil áhrif.

Heimildir

Svensson, L. E. O. (1997), „Exchange rate target or inflation target for Norway?“, í bókinni *Choosing a Monetary Policy Target*, ritstjórar A. B. Christiansen og J. F. Qvigstad. Oslo: Scandinavian University Press.

Þórarinn G. Pétursson (2000a), „Gengis- eða verðbólgu-markmið við stjórn peningamála?“, *Peningamál*, 2000/1, 32-40.

Þórarinn G. Pétursson (2000b), „Nýjar áherslur í starfsemi seðlabanka: Aukið sjálfstæði, gagnsæi og reikningsskil gerða“, *Peningamál*, 2000/4, 45-57.

27. mars 2001

Yfirlýsing um verðbólguþétt og breytta gengisstefnu

Í dag undirrituðu forsætisráðherra og bankastjórn Seðlabanka Íslands yfirlýsingu um breytingar á fyrirkomulagi stjórnar peningamála á Íslandi og er hún svohljóðandi:

Ríkisstjórn Íslands og Seðlabanki Íslands hafa ákveðið eftirfarandi breytingar á fyrirkomulagi stjórnar peningamála á Íslandi sem taka gildi 28. mars 2001:

- (1) Meginmarkmið stjórnar peningamála verður stöðugleiki í verðlagsmálum, eins og hann er skilgreindur hér að neðan. Seðlabankanum ber þó einnig að stuðla að fjármálalegum stöðugleika og framgangi meginmarkmiða efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ganga gegn meginmarkmiði hans um verðstöðugleika.
- (2) Í stað þess að miða peningastefnuna við að halda gengi krónunnar innan vikmarka mun Seðlabankinn hér eftir miða hana við að halda verðbólgu innan ákveðinna marka sem nánar eru tilgreind hér að neðan.
- (3) Með ofangreindri breytingu eru núverandi vikmörk gengis íslensku krónunnar afnumin. Gengið mun þó áfram verða mikilvæg viðmiðun peningastefnunnar.
- (4) Ríkisstjórnin veitir Seðlabankanum fullt svigrúm til að beita stjórnartækjum sínum í því skyni að ná verðbólguþétt sínu.
- (5) Síðar í þessari viku mun ríkisstjórnin leggja fram frumvarp til laga um Seðlabanka Íslands sem felur í sér að lögfestar verða ofangreindar ákvarðanir um stöðugleika í verðlagsmálum sem meginmarkmið peningastefnunnar og um sjálfstæði Seðlabankans til að beita stjórnartækjum sínum.
- (6) Verðbólguþétt Seðlabankans mun miðast við 12 mánaða breytingu vísitölu neysluverðs eins og hún er nú reiknuð af Hagstofu Íslands. Þá verður þess farið á leit við Hagstofuna að hún reikni eina eða fleiri vísitölur sem nota má til að meta undirliggjandi verðlagsþróun, eins og nánar verður samið um á milli Hagstofunnar og Seðlabanka Íslands. Seðlabankinn mun hafa hliðsjón af slíkum vísitölum við mat á stöðu verðlagsmála og framkvæmd peningastefnunnar.
- (7) Seðlabankinn mun stefna að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%.
- (8) Víki verðbólga meira en ±1½% frá settu marki ber bankanum að ná verðbólgu svo fljótt sem auðið er inn fyrir þau mörk að nýju. Jafnframt ber bankanum að senda greinargerð til ríkisstjórnar þar sem fram kemur hver ástæða frávikanna er, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hve langan tíma hann telur það taka að ná verðbólguþétt sínu að nýju. Greinargerð bankans verður birt opinberlega.

- (9) Seðlabankinn skal stefna að því að ná markmiðinu um 2½% verðbólgu eigi síðar en í árslok 2003. Á árinu 2001 skulu efri mörk verðbólgunnar vera 3½% fyrir ofan verðbólgu-markmiðið en 2% á árinu 2002. Neðri mörkin verða 1½% neðan við markmiðið á þessum árum og framvegis. Fari verðbólgan út fyrir þessi mörk á árunum 2001 og 2002 kemur til viðbragða í samræmi við 8. tölulið.
- (10) Þrátt fyrir afnám vikmarka gengisstefnunnar mun Seðlabankinn grípa inn í þróun gjaldeyrismarkaðar með kaupum og sölu gjaldeyris telji hann það nauðsynlegt til að stuðla að ofangreindum markmiðum um verðbólgu eða ef hann telur að gengissveiflur geti ógnað fjármálalegum stöðugleika.
- (11) Seðlabankinn skuldbindur sig til að gera ársfjórðungslega verðbólguþá þar sem spáð er tvö ár fram í tímann. Skal spáin birtast í ársfjórðungslegu riti bankans. Þar skal einnig koma fram mat bankans á helstu óvissuþáttum tengdum spánni. Jafnframt mun bankinn gera grein fyrir mati sínu á stöðu og horfum í efnahagsmálum.
- (12) Seðlabankinn mun í ritum sínum gera grein fyrir því hvernig til hefur tekist við að ná verðbólgu-markmiði bankans. Jafnframt mun bankastjórn Seðlabanka Íslands gera ráðherra, ríkisstjórn, einstökum ráðherrum og nefndum Alþingis grein fyrir stefnu bankans í peningamálum og mati hans á stöðu og horfum í efnahagsmálum.

BIRGIR ÍSL. GUNNARSSON

bankastjóri og formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands

Ræða flutt á ársfundi Seðlabanka Íslands 27. mars 2001

Ég vil fyrir hönd stjórnar Seðlabanka Íslands bjóða ykkur öll velkomin á þennan fertugasta ársfund bankans. Um þessar mundir eru liðin 40 ár síðan Seðlabanki Íslands var endanlega skilinn frá Landsbankanum og gerður að sjálfstæðri stofnun. Bankinn fagnar því nú 40 ára afmæli. Reikningar bankans fyrir árið 2000 hafa í dag verið staðfestir af forsætisráðherra. Ársskýrsla bankans hefur jafnframt verið birt. Þar er að venju að finna yfirlit um starfsemi hans og afkomu auk greinargerðar um stefnu og aðgerðir bankans í peningamálum, fjármálakerfi og fjármála-markaði, svo og það sem helst einkenndi efnahagsþróun síðastliðið ár. Ég mun nú gera grein fyrir nokkrum þáttum efnahagsmála og þeim horfum sem blasa við um þessar mundir. Mun ég einkum fjalla um það sem nánast tengist starfssviði Seðlabankans.

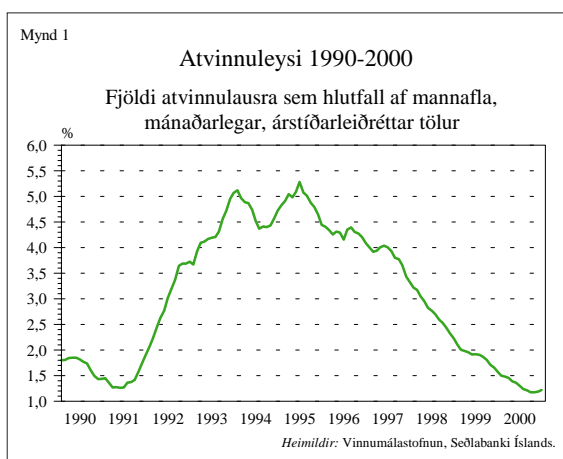
Ofpensla

Á undanföllum árum hefur Ísland notið mikils hagvaxtar eða um 4-5% á ári og þar með skorið sig úr flestum iðnríkjum heimsins. Helst verður Ísland borið saman við Bandaríkin að þessu leyti, en þar er hagvöxtur reyndar á undanhaldi nú eins og kunnugt er. Þegar leið á hagvaxtartímabilið komu í ljós ofpenslu-einkenni sem hafa verið eitt helsta viðfangsefni í peningastefnu Seðlabankans undanfarnar ár.

Á árunum 1990-1995 var stöðnun í íslensku efnahagslífi að undanteknu árinu 1994 þegar hagvöxtur skaust upp í 4,5%, en féll aftur og varð nánast enginn 1995. Árið 1996 hófst hins vegar það hagvaxtarskeið sem við höfum notið síðan. Á þessu tímabili hefur verið eytt öllum slaka sem áður var í efnahagslífinu og vel það. Vöxtur þjóðarútgjalda hefur verið langt

umfram vöxt þjóðartekna. Þess vegna hefur orðið mikill viðskiptahalli. Þjóðarútgjöld jukust meira á árinu 2000 en árið áður, og viðskiptahalli jókst því enn. Hagvöxtur varð hins vegar minni en árið á undan. Hann minnkaði þó ekki nægilega til þess að úr framleiðsluspennu drægi. Ofpenslan sem einkenndi þjóðarbúskapinn á undanföllum árum náði að öllum líkindum hámarki á síðasta ári þar sem teikn sáust um að dregið hefði úr vexti innlendrar eftirspurnar þegar líða tók á árið þótt vöxtur hennar væri enn mjög mikill. Horfur eru á að hagvöxtur muni minnka verulega á árinu 2001.

Skýr merki sáust um ofpenslu á vinnumarkaði. Árstíðarleidirétt atvinnuleysi minnkaði úr 1,5% í janúar á síðastliðnu ári í 1,2% í júlí sl. og hélst síðan óbreytt til loka ársins. Að hluta til var brugðist við skorti á vinnuafli með því að ráða erlent starfsfólk, og hefur það ásamt lengri vinnutíma komið í geg



fyrir að hér gætti að marki tilhneigingar til launaskriðs. Atvinnukannanir sýna hins vegar að nokkuð skiptir í tvö horn á höfuðborgarsvæðinu annars vegar og landsbyggðinni hins vegar. Auðsær skortur var á fólki til ýmissa starfa í þéttbýlinu suðvestanlands, en á landsbyggðinni dró úr atvinnu.

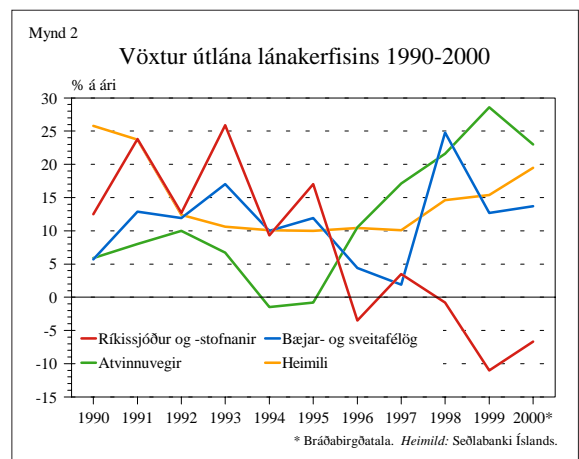
Mikil spennan myndaðist á fasteignamarkaði og kom einkum fram í hækkun fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu. Þar náði verðhækkun hámarki í ársbyrjun 2000 og hafði þá hækkað um nær 24% á tólf mánuðum. Úr þessari hækkun hefur nú dregið, og í lok desember hafði fasteignaverð hækkað á undan-gengnum tólf mánuðum um 13,3%.

Útlánaaukning

Þegar leið á hagvaxtartímabilið voru gerðir ríflegir kjarasamningar sem juku kaupmátt ráðstöfunartekna. Kaupmáttaraukning varð mest á árinu 1998 eða um 7,2%. Að öðru leyti hefur kaupmáttur ráðstöfunartekna aukist um 4-5% á ári þar til á síðasta ári þegar hann jókst um nær 2%. Á þessu tímabili hefur Verðbréfaþingi vaxið fiskur um hrygg. Hér hefur orðið til mikilvægur hlutabréfamarkaður, og hlutabréf hækkuðu í verði allt fram á síðasta ár. Auknar ráðstöfunartekjur og hækkun hlutabréfa, sem jók að minnsta kosti um tíma trú hlutabréfaeigenda á eigin hag, glæddi mjög bjartsýni neytenda og fjárfesta. Hagvöxtur var í upphafi tímabilsins einkum borinn uppi af fjárfestingum í atvinnulífi, svo sem stóriðju og sjávarútvegi. Hann breytti smám saman um eðli og var á tímabili haldið uppi öðru fremur af einkaneyslu og útgjöldum sem henni tengdust. Á síðasta ári jókst fjármunamyndun hins vegar meira en reiknað hafði verið með, og er nú áætlað að hún hafi vaxið um 9% á árinu. Aukning einkaneyslu varð nokkru meiri en raunvöxtur ráðstöfunartekna, enda jukust skuldir heimilanna um 14½% á föstu verði og sem hlutfall af ráðstöfunartekjum úr 146% í 163%.

Allt þetta hafði þau áhrif að mjög reyndi á lána-kerfið í landinu, ekki síst innlánsstofnanir sem hafa lánað ótæpilega. Á fyrria hluta árs 1999 höfðu útlán aukist á tólf mánuðum um 35%, en síðan hefur dregið úr vaxtarhraða þeirra. Útlán innlánsstofnana jukust um rúmlega 26% á síðasta ári, og var það

heldur meira en árið á undan. Útlán lánaakerfisins í heild jukust um 18,4%. Mest jukust útlán til atvinnuvega eða um 23%, en útlán til heimila jukust lítið eitt minna eða um 19%. Miðað við árið 1999 jukust útlán til heimila, en heldur dró úr vexti útlána til fyrirtækja. Ef uppfærsla lána vegna gengisbreytinga og verðbólgu er dregin frá heildaraukningu á útlánum innlánsstofnana á seinni helmingi ársins, nam vöxtur þeirra tæplega 14% á ársgrundvelli, en var 22% á síðara hluta árs 1999. Hér hefur greinilega dregið úr útlánavexti, en hann er engu að síður mun meiri en samrýmst stöðugleika til lengdar.

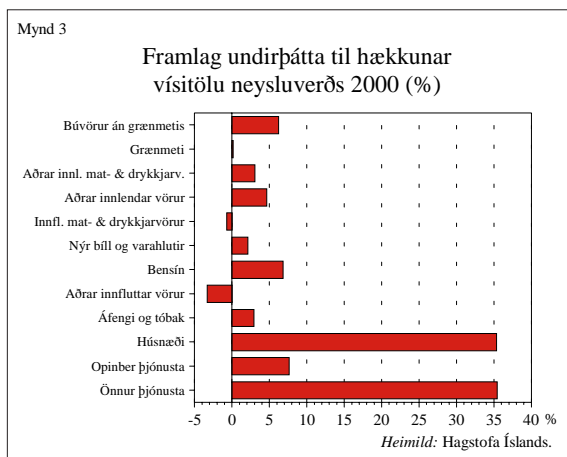


Hin miklu útlán bankanna þenja út efnahagsreikning og veikja eiginfjárstöðu þeirra. Eiginfjárhluftfall viðskiptabankanna þriggja var 10,21% í árslok 1999, en fór í 9,35% í árslok 2000. Hið lögbundna lágmark eiginfjárstöðu er 8%. Að hluta er eiginfjárstöðunni haldið uppi með víkjandi lánum eins og heimilt er samkvæmt lögum, en sé horft fram hjá þeim var eiginfjárstaðan í árslok 1999 7,93% og fór í 6,28% í lok síðasta árs. Þetta er áhyggjuefni eins og Seðlabankinn hefur þrífaldlega bent á. Bankarnir eru því verr búnir en ella undir að takast á við erfiðari tíma í efnahagslífi þjóðarinnar.

Verðbólga

Ofpenslan varð til þess að frá vormánuðum 1999 myndaðist hér verðbólguþrýstingur. Verðbólgan fór smám saman vaxandi 1999 og fram á vormánuði á

liðnu ári og náði þá 6% miðað við 12 mánaða breytingar. Hún minnkaði þegar leið á árið og varð 3,5% frá upphafi til loka ársins. Á tólf mánuðum til byrjunar mars í ár var verðbólga 3,9%.



Bæði ofpensla í þjóðarbúskapnum og ytri aðstæður áttu þátt í því að verðbólga varð jafnmikil á síðasta ári og raun bar vitni. Þrennt olli þar mestu um. Í fyrsta lagi leiddi breytt húsnæðisverð til 1,25% hækkunar á vísitölu neysluverðs. Þá olli hækkað bensínverð tæplega 0,25% hækkun á vísitölu neysluverðs í stað tæplega 1% árið áður. Loks tók þjónusta á markaði, þ.e.a.s. önnur en opinber þjónusta, fljótlega að hækka eftir að fyrstu og jafnframt stærstu kjarasamningarnir voru í höfn. Áhrif þessa á vísitölu neysluverðs urðu til hækkunar um 1,25%. Samanlagt skýrir verðhækkun á húsnæði, bensíni og almennri þjónustu tæplega 7/10 hluta af þeirri hækkun sem varð á vísitölu neysluverðs á liðnu ári. Húsnæðisverð hefur líklega náð hámarki. Hið sama má segja um olíuverð. Því munu þessir tveir þættir að líkindum ekki valda hækkun neysluverðs í ár, heldur jafnvel frekar lækkun.

Nokkuð dró saman með verðbólgu á Íslandi og í viðskiptalöndum í Evrópu þegar líða tók á árið ef miðað er við hina samræmdu vísitölu neysluverðs á Evrópska efnahagssvæðinu. Í upphafi ársins var 12 mánaða verðbólga á Íslandi þannig mæld 4,6% eða 2,7% meiri en í helstu viðskiptalöndum okkar. Í desember var 12 mánaða verðbólga á Íslandi komin

niður í 3,7% sem var 2,3% meira en að meðaltali í helstu viðskiptalöndum og lægra en mæld verðbólga samkvæmt þessum staðli í fimm af sautján ríkjum EES-svæðisins sem reikna sams konar vísitölu mán- aðarlega.

Seðlabanki Íslands birtir verðbólguþátt fjórum sinnum á ári. Í upphafi liðins árs var því spáð að verðlag myndi hækka um 5% milli ára, og sú varð raunin. Eftir að gengi krónunnar lækkaði var í verðbólguþátt bankans á miðju ári gert ráð fyrir því að gengisbreyting kæmi fljótlega fram í verðlagi. Þær verðbólguþáttar gengu ekki að fullu eftir. Þegar leið á seinni hluta ársins þótti ljóst að gengislækkun kæmi ekki strax fram í verðlagi. Þetta vekur spurningu um samband verðlags og gengisþróunar. Skammtíma-samband þessara þátta virðist hafa veikst, og á samkeppni á mörkuðum vafalaust þátt í því. Sveigjanlegri gengisstefna kemur hér án efa einnig til. Fyrir á árum, þegar gengisfelling var kynnt með miklum yfirlýsingum, kom breytingin yfirleitt fljótt fram í verðlagi, enda nokkuð víst að gengislækkunin yrði þá varanleg. Eftir að gengi varð breytilegra má ætla að óvissa um varanleika gengisbreytinga hafi leitt til þess að kaupendur og seljendur tækju á sig meiri gengisáhættu til skamms tíma en áður, enda kostnaðarsamt að breyta verði oft. Hins vegar er mjög óvarlegt að horfa fram hjá því að áhrif lægra gengis muni að lokum koma fram í verðlagi enda ekki stutt af neinum niðurstöðum rannsókna. Þetta er því ein af þeim forsendum sem stuðst er við í verðbólguþátt bankans frá því í febrúar sl. Því er gert ráð fyrir að verðbólga milli árunna 2000 og 2001 verði um 4,3% og að frá upphafi til loka þessa árs muni hún verða 4,6%. Á næsta ári er spáð hjöðnun hennar í 2,7% frá upphafi til loka ársins.

Vextir

Meginverkefni Seðlabanka Íslands eins og annarra seðlabanka víða um heim er að stuðla að stöðugu verðlagi. Millimarkmið hefur verið að treysta verðgildi krónunnar. Í þessu skyni beitir bankinn stýrivöxtum, þ.e.a.s. þeim vöxtum sem hann setur í viðskiptum sínum við lánastofnanir. Þegar ofpensla er í efnahagslífi og verðbólguháttu stöðjar að hækka

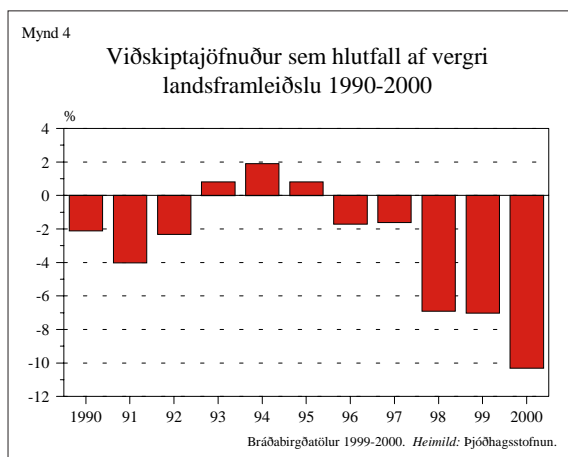
Seðlabankinn vexti sína eins og hann hefur gert á undanförunum misserum. Bankinn greip til þess þegar síðari hluta árs 1997 og hækkaði vexti nokkuð ört á árunum 1999 og 2000. Á þessum tveimur árum hækkaði Seðlabankinn vexti sjö sinnum um 3,6 prósentur samtals. Stýrivextir bankans eru nú 11,4%. Það er mjög hátt á alþjóðlega vísu. Þó hafa vextir undir vissum kringumstæðum verið jafnháir og jafnvel hærri í ýmsum öðrum iðnríkjum.

Tilgangur vaxtahækkanna var í meginatriðum tvíþættur. Í fyrsta lagi var þeim ætlað að hafa áhrif á vaxtamun gagnvart útlöndum og hafa þannig bein áhrif á fjárstreymi til landsins og styðja með því við gengi krónunnar. Annar tilgangur var að stuðla að hækkingu vaxta hjá lánastofnunum og draga með því úr útlánaþenslu. Reynslan sýnir að áhrif á útlán koma fram mun síðar. Allt átti þetta að verða til þess að draga úr neyslu og fjárfestingu. Margt bendir til þess að vaxtahækkningar Seðlabankans séu að skila sér í minni umsvifum á þeim sviðum sem eru hvað næmst fyrir vöxtum. Hefði Seðlabankinn ekki brugðist við á þennan hátt er alveg víst að ofþensla hefði leitt til mun meiri verðbólgu en hér hefur þekkt á síðustu misserum með tilheyrandi afleiðingum í efnahagslífi.

Nokkur umræða hefur orðið um hina aðhaldsömu stefnu Seðlabankans í peningamálum. Þar hefur m.a. verið rætt um áhrif á viðskiptahallann og hvort peningastefnan miðaði að settu marki vegna óhefts aðgangs að erlendu fjármagni og lítils vaxta-

næmis heimila og fyrirtækja. Seðlabankinn hefur sérstaklega rannsakað áhrif vaxtahækkana á hækkingu raungengis og viðskiptahalla. Rannsóknirnar benda til þess að frá árinu 1996 hafi aukið aðhald í peningamálum leitt til 2–3,5% hækkunar raungengis. Á sama tíma hækkaði raungengi um 10,5%. Rannsóknir benda til þess að áhrif ofangreindrar hækkunar á raungengi hafi leitt til þess að viðskiptahallinn hafi aukist um 0,5–2% af landsframleiðslu, en muni jafnframt minnka þegar frá líður. Ef haft er í huga að viðskiptahallinn á síðasta ári var um 10% af landsframleiðslu er ljóst að vaxtahækkun hefur lítil áhrif haft á viðskiptahallann. Þar koma enda til margvíslegir aðrir þættir sem auðvitað liggja í augum uppi. Ég minni á mikla fjárfestingu í stóriðju og öðrum atvinnuvegum á fyrra hluta tímabilsins, stórauðinn kaupmátt ráðstöfunartekna á síðustu árum og útlánaþenslu fjármagnaða með erlendum lántökum. Peningastefna Seðlabankans hefur því valdið hér tiltölulega litlu um, og áhrifin eru umfram allt skammtímaáhrif sem jafnast út. Seðlabankinum er auðvitað einnig ljóst að greiður aðgangur að erlendu fjármagni dregur úr áhrifum peningastefnunnar. Þó ber að hafa í huga að aðgangur að erlendu fjármagni er ekki óheftur í reynd og er hvorki áhættulaus né stendur öllum íslenskum fyrirtækjum til boða. Vaxtanæmi heimila og fyrirtækja kann að vera lítið í bráð, en til lengdar verða áhrif hærri vaxta ekki umflúin. Seðlabankinn er sannfærður um áhrif vaxtanna, og því má halda fram að umræðan um háa vexti að undanförunu sé einmitt til marks um að áhrifa þeirra gæti að fullu.

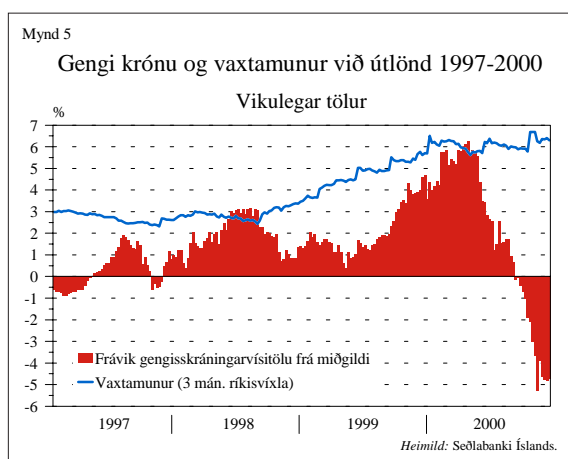
Því hefur verið haldið fram að Seðlabankinn styðjist við helst til gamlar heimildir í mati sínu á framvindu efnahagsmála. Eflaust má lengi gera betur í þeim efnum, en Seðlabankinn safnar miklum gögnum um framvindu á fjármagnsmarkaði mánaðarlega og ýmsum upplýsingum oftar. Upplýsingar um gengi krónunnar eru t.d. eins ferskar og verða má. Þá nýtir hann að sjálfsögðu upplýsingar annarra stofnana. Einnig aflar bankinn jafnan vitneskju eftir öðrum leiðum, svo sem með samtölum og fundum. Þess vegna er rangt að halda því fram að úreltar forsendur valdi því að bankinn hefur ekki hingað til slakað á í peningamálum.



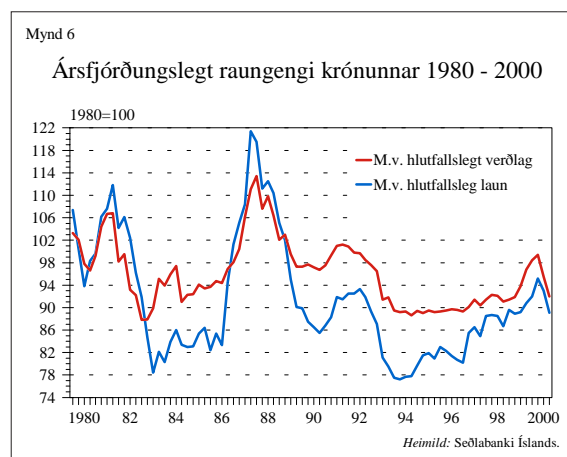
Seðlabankinn hefur lýst yfir því að hann muni reka aðhaldssama peningastefnu þar til þess sjáist ótvíræð merki að úr ofþenslu sé tekið að draga. Að undanfögnu hafa slík merki verið að koma fram. Nefna má að heildarvelta í atvinnulífinu hefur dregist saman. Velta í smásöluverslun hefur dregist verulega saman og samdráttur er í heildsölu. Stöðnun virðist í veltu í iðnaði. Hins vegar er mikil veltuaukning enn í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð og allnokkur í þjónustu. Þótt útlánaaukning sé enn allmikil hefur hún dregist saman eins og fyrr segir. Það er mat Seðlabankans nú að efnahagslífið sé komið yfir erfiðasta hjallann í ofþenslunni og að tímabært sé að slaka nokkuð á í peningastefnunni til þess m.a. að komast hjá því að samdráttur verði of mikill. Bankastjórnin hefur því í dag ákveðið að lækka vexti sína í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir um 0,5 prósentur. Þessi breyting er gerð í ljósi þess að horfur eru á að verðbólga muni lækka á næsta ári samhliða því að hægja mun á efnahagsstarfseminni. Verðbólguhorfur eru innan þeirra marka sem miðað er við í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka um verðbólguþröngun. Við mat á þessari ákvörðun hefur einnig verið tekið mið af vaxtalækkunum undanfarna mánuði í ýmsum viðskiptalöndum Íslendinga.

Gengi

Eins og fyrr segir er meginmarkmið stefnunnar í peningamálum að stuðla að stöðugu verðlagi. Gengi



gjaldmiðilsins ræður miklu um verðlag, og því hefur stöðugt gengi verið millimarkmið bankans í peningamálum. Á fyrsta þriðjungi liðins árs styrktist gengi krónunnar nokkuð, en um miðjan júní snerist dæmið við og gengið var undir áraun lengst af fram til áramóta. Það lækkaði um tæplega 9% frá árslokum 1999 til ársloka 2000. Lækkun gengisins stafar að nokkru leyti af skerðingu aflaheimilda og versnandi efnahagshorfum af þeim sökum. Eftirspurn eftir gjaldeyri var og meiri en framboð vegna viðskiptahalla sem talinn er hafa verið 68,9 milljarðar króna á síðasta ári og vegna óvenju mikilla fjárfestinga Íslendinga í erlendum verðbréfum sem námu tæplega 40 milljörðum króna nettó á árinu. Þar eru lífeyrissjóðir fyrirferðarmestir. Raungengi krónunnar var í lok ársins 2000 komið niður fyrir meðaltal síðustu tuttugu ára.



Íhlutun á gjaldeyrismarkaði

Seðlabankinn taldi nauðsynlegt við ríkjandi efnahagsaðstæður að sporna við lækkun krónunnar. Auk vaxtahækkana lét bankinn því þrettán sinnum til sín taka á gjaldeyrismarkaði frá miðju ári 2000 til að koma í veg fyrir snöggar verðbreytingar. Þessi íhlutun markaði nokkur tímamót því að Seðlabankinn hafði ekki átt viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri frá miðju ári 1999. Bankinn seldi Bandaríkjadali fyrir 15,6 milljarða króna á þessu tímabili. Það sem af er þessu ári hefur Seðlabankinn brugðist við á gjaldeyrismarkaði 6 sinnum, og gengið hefur sigið um 2,3% miðað við skráningu í dag.

Því er ekki að neita að íhlutun Seðlabankans hefur reynt á gjaldeyrisforðann. Bankinn heldur forðanum í tilteknu lágmarki sem nú er 34 milljarðar króna. Ef forðinn stefnir niður fyrir lágmarkið tekur Seðlabankinn lán til að halda honum uppi. Skammtímalán Seðlabankans eru nú 24,2 milljarðar króna. Seðlabankinn hefur mikinn viðbúnað til að geta stutt við gengi krónunnar þegar á þarf að halda, og er skemmst að minnast nýlegs samnings við þýskan banka um aðgang að nýrri lánalínu að fjárhæð 250 milljón dollara. Þá er rétt að geta þess að ríkissjóður leitaði í gær eftir lántöku á Evrópumarkaði að fjárhæð 250 milljón evrur, og munu 180 milljón evrur af því ganga til að endurfjármagna lán sem fellur senn í gjalddaga. Umframfjárhæðin, 70 milljón evrur (eða um 5,6 milljarðar króna) verður lögð inn á gjaldeyrisreikning í Seðlabankanum til að styrkja gjaldeyrisforðann. Viðræður hafa farið fram við fjármálaráðherra um fleiri slíkar aðgerðir til styrktar gjaldeyrisforðanum. Meginhluti hinna samningsbundnu erlendu lánamöguleika Seðlabankans er enn ónýttur.

Þegar stofnað var til millibankamarkaðar með gjaldeyri í maí 1993 var miðgengi krónunnar fest og jafnframt ákveðið að Seðlabankinn héldi genginu innan vikmarka sem voru 2¼% í hvora átt frá miðgengi. Í september 1995 var þetta svigrúm vikkad í 6% til hvorrar áttar. Í febrúar á síðastliðnu ári voru vikmörkin enn vikkud í 9% til hvorrar handar. Gengissveifla krónunnar reyndi á fyrra ári á allt það svigrúm sem gengisstefnan leyfði fyrir síðustu vikkun vikmarka.

Sem fyrr segir lækkaði gengi krónunnar verulega eftir mitt ár í fyrra. Eins og Seðlabankinn hefur áður lýst telur hann ekki að meginorsaka viðskiptahalla sé að leita í háu raungengi. Raungengið er sem fyrr segir komið niður fyrir meðaltal síðustu tuttugu ára. Frekari lækkun þess er ekki líkleg til að leiða til skjóts bata á viðskiptajöfnuði. Þvert á móti fæli lækkun á gengi krónunnar í sér hættur fyrir innlend fyrirtæki sem skuldsett eru í erlendum gjaldmiðlum, einkum þau sem ekki hafa erlendar tekjur. Því er það mikið hagsmunamál þessara fyrirtækja – og þeirra lánastofnana sem haft hafa milligöngu um að afla

erlendra lána – að gengi krónunnar lækki ekki að marki. Þessara sjónarmiða hefur meðal annars gætt í peningastefnu bankans. Lækkað gengi krónunnar myndi valda öllu í senn, aukinni verðbólgu ekki síst við þær aðstæður ofþenslu sem ríkt hafa að undanfögnu, kjaraskerðingu sem henni fylgir og erfiðleikum fyrirtækja og lánastofnana.

Breytt gengisstefna

Um alllangt skeið hefur Seðlabankinn kannað þann kost að afnema formleg vikmörk gengisstefnunnar og taka upp beint verðbólgu markmið sem grundvöll peningastefnunnar. Um þetta hafa m.a. birst greinar í ritum bankans á undanfögnu misserum og alþjóðastofnanir hafa mælt með því að alvarlega verði íhugað að taka upp verðbólgu markmið sem meginþátt peningastefnunnar. Smám saman hefur verið slakað á fastgengisstefnu og vikmörk verið vikkud í áföngum eins og ég gat um áður. Raunar má halda því fram að með vikkun vikmarkanna haustið 1995 hafi verið stigið fyrsta skref í átt til annars gengisfyrirkomulags og hið næsta síðan í febrúar í fyrra. Seðlabankinn telur margt mæla með því að taka upp verðbólgu markmið, og er það rökrétt framhald af þeirri sveigjanlegu gengisstefnu sem hér hefur verið fylgt. Peningastefna með formlegu verðbólgu markmiði nýtur sífellt meira fylgis, og í æ fleiri löndum hefur hún verið tekin upp. Meðal iðnríkja má nefna Ástralíu, Bretland, Kanada, Nýja-Sjálund, Sviss og Svíþjóð. Ýmis önnur ríki hafa einnig tekið upp þessa stefnu, og með nokkrum rökum má segja að bandaríski seðlabankinn og 12 aðildarríki Myntbandalags Evrópu fylgi slíkri stefnu þó að peningastefna þeirra beri einnig önnur einkenni.

Þetta fyrirkomulag felur það í sér að Seðlabankanum eru sett tiltekin verðbólgu markmið og honum gert að halda verðbólgu í samræmi við þau innan tilsettra tímamarka. Jafnframt er horfið frá því að nota gengi krónunnar sem millimarkmið og vikmörk afnumin. Rétt er þó að leggja á það áherslu að í opnu hagkerfi hefur gengið sterk áhrif á verðlag. Peningastefnan mun því áfram taka mið af gengisþróun. Stefnunni verður framfylgt með þeim hætti að Seðlabankinn gerir verðbólgu spá og ef hún bendir til þess

að verðbólga fari út fyrir tiltekin mörk ber bankanum að bregðast við með aðgerðum í peningamálum. Það er skilyrði fyrir trúverðugri framkvæmd þessarar stefnu að Seðlabankinn fái fullt sjálfstæði til að nota tæki sín í þágu þess markmiðs sem sett hefur verið og að stjórn peningamála sé gagnsæ og upplýsingaflæði sé greitt frá Seðlabanka til almennings og stjórnvalda. Þetta fyrirkomulag gerir og miklar kröfur til bankans þar sem verðbólguþáttur verða mikilvægar við mótnun peningastefnunnar, og skiptir máli að þær séu byggðar á traustum grunni. Seðlabankinn hefur um nokkurt skeið búið sig undir þessar breytingar, m.a. með því að treysta tækjakost sinn.

Í núgildandi lögum um Seðlabanka Íslands er ráð fyrir því gert að ákvörðun gengisstefnunnar sé sameiginlegt viðfangsefni ríkisstjórnar og Seðlabanka. Um þetta hafa um nokkurt skeið farið fram viðræður milli aðila. Niðurstaðan liggur nú fyrir, og kynnti forsætisráðherra hana í ræðu sinni hér á undan. Seðlabankinn fagnar því að þessi breyting á gengisstefnunni hefur verið afráðin og er þess fullviss að hún muni styrkja grundvöll efnahagslífsins. Það er mjög mikilvægt að haft sé í huga að í opnu hagkerfi hefur gengið sterk áhrif á verðlag. Peningastefnan mun af þeirri ástæðu þurfa að taka tillit til gengisþróunar. Ég vek sérstaka athygli á því að í yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans segir að þrátt fyrir afnám vikmarka muni Seðlabankinn láta til sín taka á gjaldeyrismarkaði til að stuðla að settum markmiðum um verðbólgu, ef bankinn telur að gengissveiflur geti ógnað fjármálalegum stöðugleika.

Undanfarna daga hefur myndast nokkur órói á gjaldeyrismarkaði og gengið lækkað nokkuð. Þessi órói tengist vafalítið óvissu um breytta gengisstefnu

og mikilli umræðu um hugsanlegar breytingar yfir í verðbólguþáttum. Seðlabankinn telur ekki efnahagslegar forsendur fyrir þessari lækkun gengisins og nú þegar óvissu hefur verið eytt eru forsendur til þess að ró komist á gjaldeyrismarkaðinn að nýju og gengislækkunin gæti jafnvel gengið til baka.

Góðir fundarmenn!

Hér á þessum fundi hafa verið kynntar þrjár mikilvægar ákvarðanir sem snerta stjórn peningamála.

Ríkisstjórnin hefur samþykkt að leggja fyrir Alþingi frumvarp til nýrra laga um Seðlabankann sem felur í sér nútímalega löggjöf um bankann og styrkir mjög stöðu hans til að fást við stjórn peningamála. Bankastjórn fagnar þessu frumvarpi.

Ríkisstjórnin og Seðlabankinn hafa gefið út sameiginlega yfirlýsingu um verðbólguþáttum og breytta gengisstefnu. Reynsla annarra þjóða sýnir að slík vinnubrögð hafa lagt góða kjölfestu að stjórn peningamála og stuðlað að stöðugu verðlagi.

Þá hefur Seðlabankinn kynnt ákvörðun sína um lækkun stýrivaxta bankans um 0,5 prósentur. Það er vísbending um það mat bankans að ofpensla muni hjaðna á þessu ári og að verðbólguþáttum það sem nú hefur verið sett krefjist ekki svo hárra vaxta og verið hafa að undanförunu. Vextir eru þó áfram háir og aðhaldsstig peningastefnunnar mikið.

Allt eru þetta ákvarðanir sem vonandi eiga eftir að treysta fjármagnsmarkaði hér á landi, stuðla að stöðugu verðlagi og styrkja grundvöll bættra lífskjara.

Ég vil að lokum þakka ánægjulegt samstarf við stjórnvöld og fjármálastofnanir í landinu.

Skipan peningamála í Ástralíu og á Nýja-Sjálandi

Ástralía og Nýja-Sjáland voru á meðal fyrstu ríkja til þess að taka upp verðbólguþolmið í sinni nútímalegu mynd. Í þessari grein er fjallað um þróun peningamálastefnu þessara landa á síðustu áratugum. Fjallað er um óstöðugleikann sem einkennið efnahagslíf landanna á 8. og 9. áratugnum og hvernig verðbólguþolmið var mikilvægur þáttur í því að ráða niðurlögum hans. Löndin fóru mismunandi leiðir og lögðu áherslu á mismunandi atriði. Þannig lögðu Nýsjálendingar höfuðáherslu á trúverðugleika á meðan Ástralíumenn lögðu meira upp úr því að skerða ekki sveigjanleika peningamálastefnunnar. Í ljós hefur komið að báðar þessar leiðir hafa sína kosti og galla.

1. Inngangur

Fyrir skömmu varð grundvallarbreyting á skipan peningamála hér á Íslandi þar sem tekið var upp verðbólguþolmið í stað fastgengisstefnu með vikmörkum. Verðbólguþolmið hefur á undanförunum árum verið að ryðja sér til rúms sem vinsæl aðferð við stjórn peningamála um allan heim. Á síðastliðnum þremur árum hafa til dæmis ný lönd tekið upp slíka stefnu. En þrátt fyrir þessar miklu vinsældir eru verðbólguþolmið tiltölulega ný af nálinni. Ekki eru nema um 11 ár síðan Nýja-Sjáland tók upp verðbólguþolmið fyrst ríkja.²

Þar sem upptaka verðbólguþolmiðs felur í sér talsverða breytingu á aðferðafræði við stjórn peningamála er ekki úr vegi að staldra við á þessum tímamótum og skoða reynslu annarra ríkja. Það vill svo heppilega til að í mörgum þeirra landa sem hvað lengst

hafa notað verðbólguþolmið eru aðstæður á margan hátt líkar aðstæðum hér á Íslandi. Í flestum tilfellum er um lítil og opin hagkerfi að ræða sem verða fyrir ytri skellum ekki ósvipuðum þeim sem íslenska hagkerfið hefur orðið fyrir í gegnum tíðina. Í mörgum þessara landa eru utanríkisviðskipti talsverð og skipar því gengið sérstakan sess við stjórn peningamála þótt formleg fastgengisstefna sé ekki við lýði.

Í þessari grein verður fjallað um skipan peningamála í tveimur slíkum ríkjum sem hvað lengsta reynslu hafa af verðbólguþolmiði, þ.e. Nýja-Sjálandi og Ástralíu. Sagt verður frá aðdraganda þess að verðbólguþolmið var tekið upp, gerð verður grein fyrir sérstökum einkennum verðbólguþolmiðsins í hvoru landi fyrir sig og loks verður reynslan af þessari skipan peningamála metin.

2. Nýja-Sjáland³

Nýja-Sjáland varð fyrst ríkja til þess að taka upp verðbólguþolmið, árið 1990. Þessi breyting var í raun aðeins einn þáttur í umfangsmiklum breytingum á umgjörð efnahagsmála á Nýja-Sjálandi sem hófust árið 1984. Fram að þeim tíma hafði nýsjálenska hag-

1. Höfundur er hagfræðingur á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands. Hann vill þakka Arnóri Sighvatssyni, Má Guðmundssyni og Þórnari G. Péturssyni fyrir hjálplegar ábendingar við vinnslu greinarinnar. Þau sjónarmið sem fram koma í greininni eru höfundar og eru ekki endilega þau sömu og sjónarmið Seðlabanka Íslands.

2. Hér er í raun átt við verðbólguþolmið í nútímalegri mynd. Fræðilega eiga flestir þættir verðbólguþolmiðs í nútímalegum skilningi þess orðs mun lengri sögu. Þar að auki eru til söguleg fordæmi um peningamálastefnu sem byggðist á svipuðum hugmyndum, s.s. verðlagsmarkmið Svíþjóðar frá 1931 til 1937.

3. Þessi hluti greinarinnar er byggður á Leiderman og Svensson (1995), Brash (1998), Seðlabanki Nýja-Sjálands (2000a, 2000b, 2000c og 2000d) og Svensson (2001).

kerfið verið bundið í viðjar umfangsmikillar hafta- og verndarstefnu. Þannig byggðist peningamála- stefna Nýja-Sjálands til dæmis að miklu leyti á laga- legum höftum og reglugerðum en að minnstum hluta á markaðsaðgerðum. Viðtækar launa- og verðlags- hömlur voru við lýði, gengi og vextir voru að miklu leyti ákvörðuð einhliða af ríkinu og starfsemi banka voru settar þröngar skorður með alls kyns reglu- gerðum. Verndarstefnan var síst minni í öðrum geir- um hagkerfisins. Innflutningur var takmarkaður með innflutningsleyfum og háum tollum, mikilvægum út- flutningsgeirum var haldið uppi með niðurgreiðslum og ríkisfyrirtæki voru alls ráðandi í stórum hluta hag- kerfisins. Fram til ársins 1984 var nýsjálenska hag- kerfið því eitt þeirra hagkerfa OECD þar sem ríkisaf- skipti voru hvað viðtækust.

Þessi viðtæku ríkisafskipti áttu eflaust einhvern þátt í því að Nýsjálandingar höfðu frá stríðslokum hægt og bítandi dregist aftur úr öðrum iðnvæddum þjóðum hvað lífsgæði snerti. Þannig var hagvöxtur á Nýja-Sjálandi frá 1950 til 1985 að meðaltali 1,4% í samanburði við 2,9% meðaltalsvöxt allra OECD- ríkja.⁴ Þróun verðlags á Nýja-Sjálandi hafði á þess- um tíma einnig verið mun óhagstæðari en í öðrum OECD-ríkjum að meðaltali. Milli 1970 og 1985 var verðbólga að meðaltali um 12% á Nýja-Sjálandi en 8% hjá öllum iðnríkjum. Þar að auki var ríkissjóður Nýja-Sjálands rekinn með þrálátum halla á árunum fram til 1984. Það ár lenti Nýja-Sjáland hins vegar í gjaldeyriskreppu sem hratt af stað mikilli uppstokk- un á hlutverki hins opinbera.

Þessi lýsing ætti reyndar að hljóma kunnuglega í eyrum Íslendinga þar sem íslenska hagkerfið var lengt af bundið í viðjar hafta- og verndarstefnu af svipuðum toga þótt hagvöxtur á Íslandi hafi verið talsvert meiri frá stríðslokum en á Nýja-Sjálandi. En nýsjálenska hagkerfið hefur í gegnum tíðina átt fleira sameiginlegt með íslenska hagkerfinu en höft og verndarstefnu stjórnvalda. Uppbygging nýsjálenska hagkerfisins er á margan hátt lík uppbyggingu ís- lenska hagkerfisins þar sem það er lítið og opið rétt eins og það íslenska. Þar að auki hafa matvörur í gegnum tíðina verið langmikilvægustu útflutnings-

vörur Nýja-Sjálands rétt eins og þær eru langmikil- vægasta útflutningsvara okkar Íslendinga. Viðskipta- kjaraskellir hafa því í gegnum tíðina haft mikil áhrif á framvindu efnahagsmála á Nýja-Sjálandi rétt eins og hér á Íslandi.

Skipan peningamála, þróun og staða

Á áttunda og níunda áratugum var verðbólga á Nýja-Sjálandi talsvert meiri en í öðrum iðnríkjum að meðaltali. Helsta orsök þessa var að stefna stjórn- valda í peningamálum á þessum árum sveiflaðist í sífellu milli þess að stuðla að hjöðnun verðbólgu og þess að stuðla að aukinni atvinnu og hagvexti. Lítið var á peningamálastefnuna sem hluta af heildarefna- hagsstefnu stjórnvalda sem hafði mörg markmið. Markmiðið um verðstöðugleika virðist oftar en ekki hafa orðið undir í samkeppni við önnur markmið. Raunar var Nýja-Sjáland eitt vinsælasta dæmið í hag- fræðibókmenntum þess tíma um pólitískar hagsveiflur, þ.e. hagsveiflur sem verða til við það að efnahags- stefna ríkis sveiflast í takt við kjörtímabil stjórnvalda (sjá t.d. Alesina, Cohen og Roubini, 1993).

Þegar leið á níunda áratuginn virðist hins vegar skilningur á mikilvægi verðstöðugleika hafa aukist til muna. Smátt og smátt var hjöðnun verðbólgu fest í sessi sem aðalmarkmið peningamálastjórnar á Nýja-Sjálandi. Strax í fyrstu lotu efnahagsumbótanna sem hófust árið 1984 voru vextir gefnir frjálssir. Gengi nýsjálenska dalsins var síðan látið fljóta í mars 1985 en áður hafði Nýja-Sjáland fylgt fastgengis- stefnu með tíðum gengisfellingum, eins og við Ís- lendingar gerðum reyndar einnig á þessum tíma. Þessar breytingar gerðu seðlabanka Nýja-Sjálands kleift að beita markaðsaðgerðum í ríkari mæli en áður. Eftir að gengið var látið fljóta miðaðist pen- ingamálastefna Nýja-Sjálands fyrst um sinn að því að halda vexti peningamagns innan ákveðinna marka. Þessi stefna átti að tryggja að verðbólga minnkaði en reyndist erfið í framkvæmd þar sem kerfisbreytingar á fjármálakerfinu á þessum árum höfðu veruleg áhrif á langtímasamband peningamagns, verðlags og landsframleiðslu. Á árunum 1988 og 1989 náðist samt sem áður talsverður árangur í þeirri viðleitni að draga úr verðbólgu (sjá mynd 3).

Þrátt fyrir þennan árangur naut peningamálastefna seðlabanka Nýja-Sjálands lítills trausts og var það dragbítur á starfsemi hans. Ástæður þess voru í stórum dráttum þrjár. Í fyrsta lagi höfðu tímabil þegar

4. Aðrir þættir áttu einnig stóran hlut að máli. Matvælaframleiðsla hefur lengi verið mikilvægur þáttur í þjóðarþúska Nýsjálandinga. Þeir hafa því beðið mikið tjón af verndarstefnu ESB og annarra ríkja, sérstaklega eftir að Bretland gekk í ESB.

peningamálastefna miðaði að hjöðnun verðbólgu á áratugunum á undan reynst skammvinn og jókst verðbólga jafnan á nýjan leik þegar þeim lauk. Í öðru lagi voru markmið bankans illa skilgreind.⁵ Í þriðja lagi var sjálfstæði seðlabankans lítið. Fjármálaráðherra Nýja-Sjálands hafði heimild til þess að breyta stefnu hans án þess að gera stefnubreytinguna opinbera. Trúverðugleiki og gagnsæi peningamálastefnunnar var því í molum.

Til þess að varðveita þann árangur sem náðst hafði með minnkun verðbólgu þótti því nauðsynlegt að gera róttækar breytingar á uppbyggingu seðlabankans sem miðuðu að því að auka trúverðugleika og gagnsæi peningamálastefnunnar. Þetta var gert með nýjum lögum um seðlabanka Nýja-Sjálands sem tóku gildi 1. febrúar 1990. Lögin juku til muna sjálfstæði bankans, þau festu stefnu bankans um verðstöðugleika í sessi með því að gera verðstöðugleika að aðalmarkmiði bankans og þau juku einnig til muna gagnsæi peningamálastefnunnar.

Meginatriðin í hinni nýju umgjörð peningamála í Nýja-Sjálandi er að finna í 8.-15. grein laganna. Markmið bankans eru skilgreind í 8. greininni. Þar segir: „Meginhlutverk bankans er að setja fram og framfylgja peningamálastefnu sem leitast við að skapa og viðhalda stöðugleika almenns verðlags.“ Samkvæmt 9. grein laganna skulu fjármálaráðherra og bankastjóri seðlabankans koma sér saman um markmið sem felur í sér slíka peningamálastefnu. Þetta samkomulag gengur almennt undir nafninu „markmiðssamkomulagið“ (e. Policy Target Agreement). Í 10. grein laganna er fjallað um að seðlabankinn skuli beita sér fyrir stöðugleika fjármálakerfisins og hagkvæmni fjármálamarkaða. Samkvæmt 11. grein laganna skal seðlabankastjórinn einn bera ábyrgð á afleiðingum aðgerða bankans og samkvæmt 49. grein laganna má víkja honum úr starfi ef hann nær ekki þeim markmiðum sem sett eru fram í markmiðssamkomulaginu. Þannig má líta á markmiðssamkomulagið sem samning milli bankastjórans og ríkisstjórnarinnar. Samkomulaginu má einungis breyta með samþykki beggja aðila. Samkvæmt

5. Samkvæmt lögum bankans frá 1964 átti hann að leitast við að ná mörgum markmiðum, s.s. vexti framleiðslu, atvinnu og viðskipta, og stöðugu verðlagi. Markmið bankans voru ekki innbyrðis samrýmanleg. En lögin kváðu ekki á um hvernig forgangsroðun þeirra ætti að vera háttað. Þannig var í raun unnt að réttlæta nánast hvaða stefnu sem var með vísan í markmið bankans.

12. grein laganna skulu allar ákvarðanir um aðgerðir seðlabankans endanlega teknar af bankastjóranum einum. Ríkisstjórninni er hins vegar heimilt að fyrirskipa bankanum að víkja frá markmiðinu um verðstöðugleika í allt að 12 mánuði ef sérstakar aðstæður koma upp. Slíka fyrirskipun þarf að leggja fyrir þingið. Þannig er tryggt að öll frávik frá stefnu um verðstöðugleika séu fyrir opnum tjöldum. Í 15. grein er fjallað um gagnsæi peningamálastefnunnar. Samkvæmt henni er bankastjóranum skylt að birta skýrslu um aðgerðir og stefnu bankans með minnst sex mánaða millibili.

Lögin gera ekki ráð fyrir því að markmiðssamkomulagið þurfi að vera í formi verðbólgu markmiðs. Það gæti þess vegna verið í formi markmiðs fyrir vöxt peningamagns eða í formi fastgengisstefnu. Eina skilyrðið er að markmiðið samrýmist verðstöðugleika. Þrátt fyrir þetta hefur markmiðssamkomulagið alltaf verið í formi verðbólgu markmiðs. Þegar fyrsta markmiðssamkomulagið var gert í mars árið 1990 var verðbólga um 5%. Í samkomulaginu var bankanum gert að ná verðbólgu niður í milli 0% og 2% fyrir desember 1992. Í fyrstu peningamálaskýrslu sinni eftir að samkomulagið tók gildi setti bankinn síðan fram aðlögunarferil verðbólgu fram að þeim tíma. Fresturinn til þess að ná verðbólgu niður fyrir 2% var síðan lengdur til desember 1993 nokkru síðar. Frá þeim tíma hafa aðeins tvær mikilvægar breytingar verið gerðar á eiginlegri skilgreiningu bankans á verðstöðugleika. Í desember 1996 var verðbólguþilið breiknað í 0% til 3% í kjölfar þess að í ljós kom að erfitt reyndist að halda verðbólgu á of þröngu bili. Upphaflega hafði verðbólgu markmiðið formlega verið skilgreint með tilliti til vísitölu neysluverðs (VNV) en bankanum gefið svigrúm til þess að birta mat á undirliggjandi verðbólgu og miða aðgerðir sínar við þá vísitölu. Skilgreining undirliggjandi verðbólgu var alltaf nokkuð loðin og tók tíðum breytingum eftir því hvers konar skellir höfðu áhrif á þróun verðlags. Þetta þótti ókostur þar sem óttast var að þetta minnkaði gagnsæi og trúverðugleika peningamálastefnunnar. Í desember 1997 var hætt að miða við undirliggjandi verðbólgu og þess í stað farið að miða við CPIX vísitölu hagstofunnar á Nýja-Sjálandi sem felldi vaxtagreiðslur út úr VNV.⁶

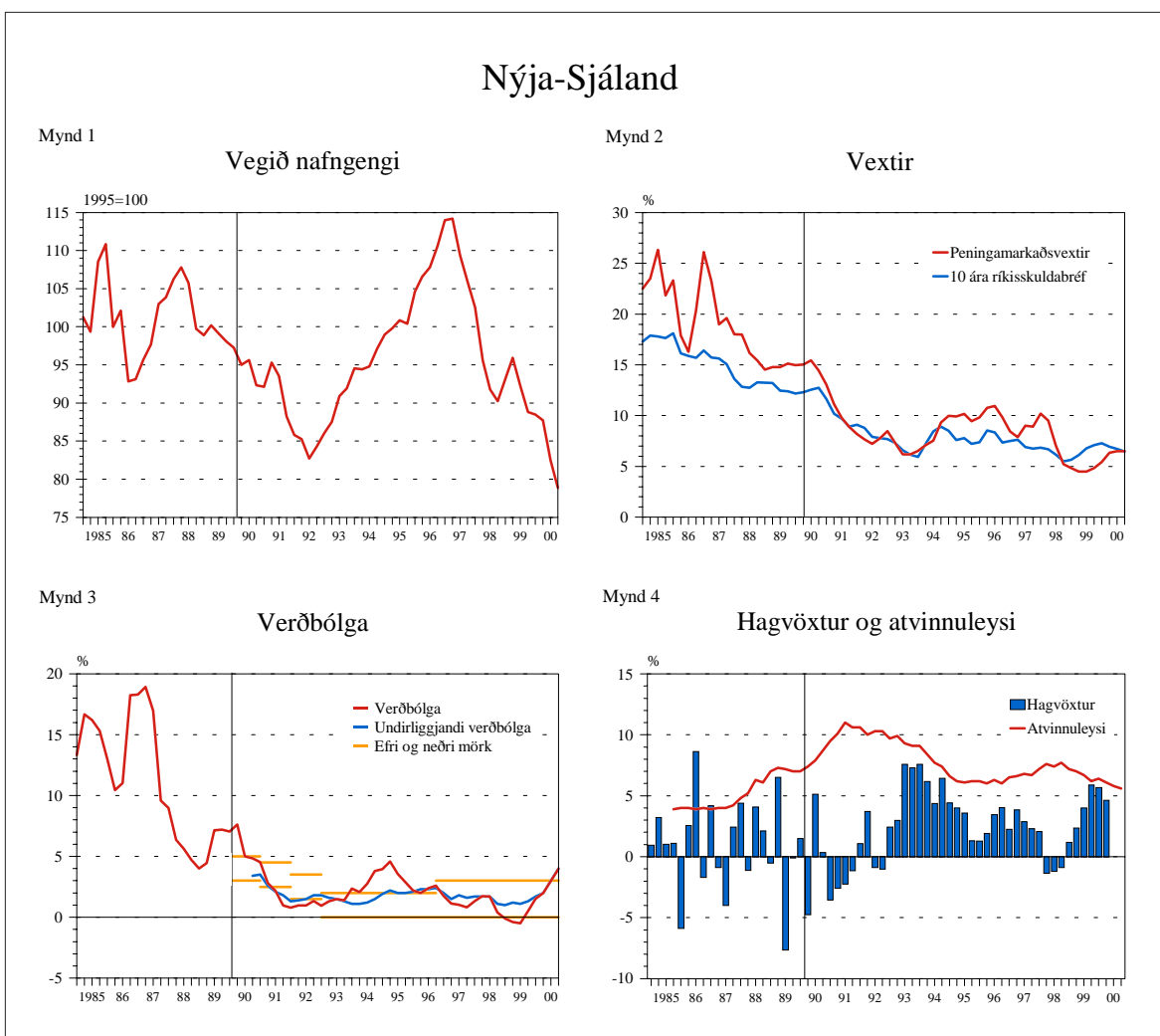
6. Þessi vísitala var síðan gerð að hinni eiginlegu VNV fyrir Nýja-Sjáland frá og með september 1999.

Frá því að verðbólguþolmið var fyrst tekið upp á Nýja-Sjálandi hefur ríkt almennur skilningur á því að ytri áföll geta valdið því að verðbólga fari tímabundið út fyrir markmiðsbilið og einnig því að ekki sé æskilegt að peningamálastefna bregðist við ákveðnum gerðum verðlagsbreytinga, svo sem verðlagsbreytingum sem eiga rætur sínar að rekja til breytinga á óbeinum sköttum eða framboðsskellum sem stafa af sveiflum í viðskiptakjörum. Þess vegna hefur markmiðssamkomulagið gert ráð fyrir undanþágum bankans frá markmiðinu við sérstakar aðstæður. Eðli þessara sérstöku aðstæðna er skilgreint nokkuð nákvæmlega í markmiðssamkomulaginu.

Síðasta markverða breytingin sem gerð hefur verið á markmiðssamkomulaginu er að nú kveður það svo á að við framkvæmd á verðbólguþolmið bankans skuli hann leitast við að komast hjá óþarfa óstöðugleika í framleiðslu, vöxtum og gengi. Þessi breyting er í raun aðeins talin hafa verið formlegs eðlis. Eins og aðrir seðlabankar hefur seðlabanki Nýja-Sjálands síðasta áratuginn leitast við að skapa stöðugleika í raunstærðum á borð við landsframleiðslu að svo miklu leyti sem það samrýmist markmiði hans um verðstöðugleika.

Reynsla Nýsjálendinga af verðbólguþolmið

Óhætt er að segja að reynsla Nýsjálendinga af verð-



bólgu markmiði hafi verið góð á títunda áratugnum. Þróun helstu hagstærða nýsjálenska hagkerfisins frá árinu 1985 er sýnd á myndum 1-4. Eftir tveggja áratuga tímabil mikillar verðbólgu tókst að ná henni niður á stig sem er með því lægsta sem þekkt í heiminum og halda henni stöðugri á þessu bili allan áratuginn. Þar að auki var meðalvöxtur þjóðarframleiðslu hærri á títunda áratugnum en áratuginna þar á undan og sveiflur í hagvexti minni.

Einn af fáum verulegum ókostum sem verðbólgu markmið hefur haft er að gengi nýsjálenska dalsins hefur verið mun óstöðugra síðan 1990 en áður. Dalurinn hækkaði til að mynda um ríflega 35% á milli 1993 og 1997 en hefur síðan lækkað enn meira í kjölfar Asíukreppunnar. Athyglisvert er að þessar miklu sveiflur á gengi dalsins hafa hins vegar ekki leitt til óstöðugleika í verðlagi. Margir spyrja sig hins vegar hvort þær hafi neikvæð áhrif á hagvöxt til lengdar.

Ríkisstjórn Nýja-Sjálands fól nýlega Lars Svensson að gera óháða úttekt á skipan peningamála þar á landi.⁷ Niðurstaða Svenssons er að á títunda áratugnum hafi seðlabanki Nýja-Sjálands náð ótrúlegum árangri í því að halda verðbólgu lítilli og stöðugri. Þar að auki telur hann bankann hafa náð mikilvægum árangri í að festa í sessi verðbólguvæntingar sem eru í samræmi við verðbólgu markmiðið.

Svensson telur reyndar að eftir á að hyggja hafi bankinn gert mistök endrum og eins á þessu tímabili. En við öðru er ekki að búast. Stærstu mistök bankans að mati Svenssons voru að miða peningamálastefnu sína við peningaástandsvisitölu (e. Monetary Condition Index) frá því um mitt ár 1997 og fram á vor 1999. Síðan þá hefur bankinn notað skammtíma vexti sem stýritæki sitt. Mikilvægustu aðfinnslur Svenssons snúa hins vegar ekki að stefnu bankans, sem hann telur nú vera í samræmi við það sem best gerist annars staðar, heldur að stofnanauppbyggingu hans. Svensson telur að til lengdar geti reynst óheppilegt að seðlabankastjórnin einn taki endanlegar ákvarðanir í peningamálum. Leggur hann til að lögum bankans verði breytt þannig að fjölskipuð peningamálanefnd taki ákvarðanir í peningamálum eins og tíðkast víðast hvar annars staðar. Svensson telur

mikilvægt að nefndarmenn séu sérfræðingar í þjóðhagfræði, peningamálum og/eða fjármálamörkuðum. Vegna smæðar landsins telur hann óheppilegt að aðilar utan bankans sitji í nefndinni.

3. Ástralía⁸

Ástralska hagkerfið er á margan hátt svipað því nýsjálenska. Á alþjóðlegan mælikvarða er það lítið og opið og því næmt fyrir viðskiptakjaraskellum. Þó er það talsvert stærra en hagkerfi Nýja-Sjálands og alls ekki eins einhæft. Fyrir á öldinni var hagkerfi Ástralíu náteingt því breska eins og hagkerfi margra annarra fyrirverandi nýlendna Bretlands. Frá því um stríðslok hafa hins vegar tengsl Ástralíu og Bretlands minnkað til muna. Í stað þess að hreyfast í takt við breskan þjóðarbúskap hefur þjóðarbúskapur Ástralíu í auknum mæli hreyfst í takt við þann bandaríska. Bretton Woods-kerfið átti án efa stóran hlut að máli en gengi ástralska dalsins var fast gagnvart þeim bandaríska frá 1945 til 1971. Eins og hjá grönnum þeirra, Nýsjálendingum, var verðbólga helsta hagstjórnarvandamál Ástralíu á áttunda áratugnum og fram eftir þeim níunda. Og á sama hátt og hjá Nýsjálendingum leiddi léleg hagstjórn til þess að um miðjan níunda áratuginn hófust víðtækar umbætur í efnahagsmálum. Umbæturnar voru reyndar hvergi nærri jafn ríttækar í Ástralíu og á Nýja-Sjálandi þar sem ástralska hagkerfið hafði ekki verið bundið í víðjar jafn víðtækra hafta og það nýsjálenska. Löggjöf um efnahagsmál hefur engu að síður gjörbreytt á síðustu 15 árum í átt til meira frjálsræðis.

Hvað stjórn peningamála varðar eru það breytingar á fjármálamörkuðum sem mestu máli skiptu. Í upphafi níunda áratugarins var reglustýring fjármálamarkaða á háu stigi í Ástralíu eins og víða annars staðar. Þetta fyrirkomulag kom í veg fyrir að seðlabankinn gæti beitt markaðsaðgerðum við stjórn peningamála og gerði honum því erfitt um vik að ná niður verðbólgu. Á árabili í upphafi níunda áratugarins gekk hins vegar yfir hrina breytinga á umgjörð fjármálamarkaða sem var mikilvæg forsenda þeirra breytinga sem síðan hafa orðið á stjórn peningamála.

Þrjár breytingar standa upp úr. Í fyrsta lagi voru vextir gefnir frjálsir í áföngum frá 1980 til 1986.

7. Svensson er um þessar mundir einn virtasti peningamálahagfræðingur heims. Hann starfar sem prófessor við Stokkhólmsháskóla. Niðurstöður þessarar úttektar hans er að finna í Svensson (2001).

8. Þessi hluti greinarinnar er byggður á Bernanke, Laubach, Mishkin og Posen (1999), Grenville (1997) og Macfarlane (1998).

Fram að þeim tíma hafði verið þak á leyfilegum bankavöxtum sem gerði seðlabankanum erfitt um vik að auka aðhald í peningamálum, sérstaklega þegar verðbólga var mikil. Í öðru lagi var á árunum 1979 og 1982 gerð breyting á fyrirkomulagi útboða á ríkisvixlum og ríkisskuldabréfum sem kom í veg fyrir lántökur ríkissjóðs Ástralíu í seðlabankanum. Í þriðja lagi var gengi ástralska dalsins sett á flot. Til samans styrktu þessar breytingar tók seðlabanka Ástralíu á vöxtum og peningamagni. En hvort tveggja var forsenda annarra breytinga á stjórn peningamála.

Skipan peningamála, þróun og staða

Frá 1945 til 1971 var þungamiðjan í peningamálastefnu Ástralíu fast gengi við Bandaríkjadal. Árið 1971 var gengi ástralska dalsins fellt í fyrsta skipti. Eftir það stóð fastgengisstefnan aldrei jafnstærkum fótum og var gengið fellt með skemmra og skemmra millibili þar til að það var loks látið fljóta árið 1983. Sífelld frávik frá fastgengisstefnunni án þess að önnur skýr stefna kæmi í staðinn gerðu það að verkum að á árunum eftir 1971 var rammí peningamálastefnu Ástralíu í raun illa skilgreindur. Afleiðing þessarar lausungar var að á árunum eftir 1970 jókst verðbólga hratt þar til að hún náði hámarki í rúmlega 20%.

Árið 1976 var loks böndum komið á peningamálastefnuna með upptöku peningamagnsviðmiðs. Þessi nýja stefna leiddi til þess að peningamálastjórn batnaði til muna. Fram til 1980 var verðbólga á svipuðu róli í Ástralíu og í öðrum OECD-ríkjum. Í ljósi þess hvað seðlabanki Ástralíu hafði takmarkaða stjórn á vöxtum og peningamagni á þessum tíma er athyglisvert hversu vel bankanum tókst að standa við peningamagnsviðmið sín. Þegar kom fram á níunda áratuginn kom hins vegar smám saman í ljós að langtímasamband peningamagns og verðlags var alls ekki eins stöðugt og það hafði verið á áratuginum þar á undan. Á þessum árum hélst verðbólga nokkuð mikil í Ástralíu og var orðin talsvert meiri en í öðrum OECD-ríkjum þar sem hún hafði minnkað til muna. Í upphafi árs 1985 féll seðlabanki Ástralíu loks formlega frá peningamagnsviðmiði sínu.

Árið 1985 tók við annað tímabil þar sem rammí peningamálastefnunnar í Ástralíu var að mestu óskilgreindur. Árið 1985 var erfitt ár fyrir hagkerfi Ástralíu. Versnandi viðskiptakjör ollu miklum viðskiptahalla sem síðan kom af stað gjaldeyriskreppu. Gengi

ástralska dalsins lækkaði á skömmum tíma um 30% sem aftur leiddi af sér að verðbólga jókst upp í 10% eftir að hafa verið komin niður í um 5% árið 1984. Eftir að þessum hræringum lauk tók verðbólga smám saman að minnka. Hjöðnun verðbólgu gekk reyndar nokkuð hægt og eftir því sem tíminn leið jókst pólitískur þrýstingur á seðlabanka Ástralíu að ná verðbólgu niður á sama stig og í öðrum OECD-ríkjum. Brátt fór stór hluti þeirrar gagnrýni sem seðlabankinn varð fyrir að snúast um það að bankinn væri ekki nægilega sjálfstæður og að stefna hans væri ekki nægilega staðföst.

Á síðari hluta nífunda áratugarins var bankinn hins vegar tregur til þess að taka upp nýjan ramma fyrir peningamálastefnu sína þar sem hann taldi sig ekki hafa fundið ramma sem hentaði nægilega vel. Það var í raun ekki fyrr en um og eftir 1985 sem staða seðlabanka Ástralíu var orðin nægilega sterk að því er varðar stjórn á vöxtum og peningamagni til þess að hann gæti beitt sér markvisst fyrir minni verðbólgu. Á árunum frá 1985 til 1990 jók bankinn smátt og smátt þá áherslu sem hann lagði á hjöðnun verðbólgu. Það var hins vegar ekki fyrr en með efnahagssamdrættinum sem reið yfir hagkerfið í upphafi tíunda áratugarins sem kjöraðstæður sköpuðust að mati bankans til þess að ná verðbólgu niður á sama stig og í öðrum OECD-ríkjum. Og árið 1991 hafði það loks tekist.

Á árunum frá 1988 til 1993 fór fram mikil umræða í Ástralíu um æskilegan ramma peningamálastefnunnar. Seðlabankinn var gagnrýndur fyrir að taka verðbólgu ekki nægilega föstum tókum og margir töldu að ekki væri unnt að halda verðbólgu niðri til lengdar nema með nýjum lögum um seðlabanka Ástralíu sem tækju af allan vafa um sjálfstæði bankans og að takmark hans væri stöðugt verðlag. Eftir því sem leið á þetta tímabil urðu raddir þeirra sem vildu að formlegt verðbólgu markmið yrði tekið upp æ háværi.

Sjálfur var bankinn nokkuð hallur undir verðbólgu markmið strax í upphafi tíunda áratugarins. Pólitískar aðstæður í Ástralíu leiddu hins vegar til þess að bankinn taldi sig ekki geta lýst yfir þessari skoðun sinni fyrr en árið 1993. Þar að auki taldi bankinn ýmis útfærsluatriði verðbólgu markmiðsins, eins og það var framkvæmt á Nýja-Sjálandi, óþörf eða beinlínis óheppileg. Mikilvægast var að bankinn taldi að unnt væri að taka upp verðbólgu markmið í

Ástralíu án þess að lögum bankans væri breytt, þar sem þáverandi lög bankans frá árinu 1959 gerðu ráð fyrir fullnægjandi sjálfstæði hans. Á árunum 1993 og 1994 lýsti bankinn því smám saman yfir að hann hefði tekið upp verðbólguþætti. Þetta var gert með mjög varkárum hætti í ræðum bankastjórans. Það er því í raun erfitt að tímasetja nákvæmlega hvenær bankinn tók upp verðbólguþætti. Sjálfur miðari bankinn við árið 1993 en aðrir svo sem Bernanke *et al.* (1999) miða við árið 1994. Ólíkt Nýja-Sjálandi lýsti bankinn yfir upptöku verðbólguþættis algerlega einhliða. Það var ekki fyrr en árið 1996 sem ríkisstjórnin og nýr bankastjóri seðlabankans gáfu út sameiginlega yfirlýsingu um sameiginlega túlkun sína á hlutverki bankans.

Önnur atriði í útfærslu Ástrala á verðbólguþætti voru einnig nokkuð á skjön við Nýja-Sjáland og önnur lönd sem tekið höfðu upp verðbólguþætti á þessum tíma. Þannig var bankinn mótfallinn því að skuldbinda sig til þess að halda verðbólgu á þröngu bili. Bankinn taldi einnig 0-2% bilið, sem varð fyrir valinu á Nýja-Sjálandi, vera of lágt. Þar að auki taldi bankinn óæskilegt að tímabundin frávik verðbólgu frá markmiðinu gætu leitt til harkalegra aðgerða svo sem uppsagnar yfirmanna bankans. Þess í stað taldi bankinn heppilegt að skuldbinda sig til þess að stuðla að 2-3% undirliggjandi verðbólgu að meðaltali yfir hagsveifluna.⁹ Með slíkri skilgreiningu taldi bankinn tryggt að hann hefði nægilegt svigrúm til þess að bregðast við mismunandi aðstæðum sem upp geta komið í litlu opnu hagkerfi.

Ólíkt mörgum öðrum seðlabönkum var seðlabanki Ástralíu ekki feiminn við að viðurkenna að þrátt fyrir verðbólguþættið léti hann sér ekki þróun annarra hagstærða í léttu rúmi liggja. Samkvæmt lögum bankans var markmið hans „stöðugt verðgildi gjaldmiðils Ástralíu, full atvinna í Ástralíu, og hagsæld og almenn velsæld Ástrala“. Bankanum þótti engin ástæða til þess að breyta þessu. Ennfremur taldi bankinn sig ekki geta lýst fyrirfram við hvers konar kringumstæður hann myndi leyfa verðbólgu að víkja frá markmiðinu. Í þessu eins og öðrum þáttum verðbólguþættisins valdi seðlabanki Ástralíu mun meiri sveiganleika en seðlabanki Nýja-Sjálands.

9. Þ.e. verðbólga mátti sveiflast í kringum þetta bil en átti að meðaltali yfir nokkurra ára tímabil („a run of years“) að vera „tvö komma eithvað prósent“.

Reynsla Ástrala af verðbólguþætti

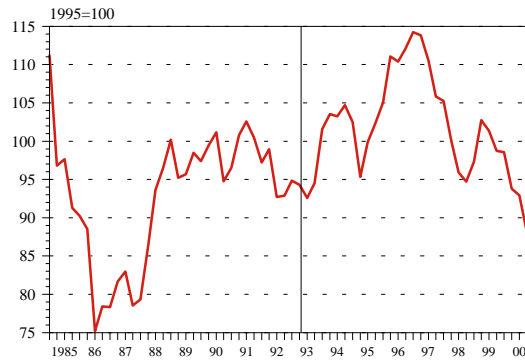
Þegar litið er á þróun helstu hagstærða fyrir Ástralíu síðan verðbólguþætti var tekið upp þar í landi verður ekki annað sagt en að reynsla Ástrala af verðbólguþætti hafi verið góð. Myndir 5-8 sýna þróun helstu hagstærða í Ástralíu síðan árið 1985. Eftir langt tímabil mikillar og breytilegrar verðbólgu hefur verðbólga haldist lítil og tiltölulega stöðug allt frá árinu 1991. Hagvöxtur í Ástralíu á tíunda áratugnum var ágætur. Hagvöxtur á mann og framleiðniaukning var mun hærri en á áratugunum á undan. Þar að auki hafa sveiflur í hagvexti minnkað til muna. Reyndar er þetta líklega ekki eingöngu peningamálastjórn Ástrala að þakka. Mildari ytri áföll hafa hjálpað eitthvað til og einnig kerfisbreytingar sem gerðar hafa verið á innviðum hagkerfisins. Flestir eru þó sammála um að peningamálastefnan hafi átt mikilvægan hlut að máli.

Þrátt fyrir þessa góðu reynslu þegar á heildina er litið má færa rök fyrir því að ekki hafi allt gengið eins greiðlega fyrir sig og mögulegt var, a.m.k. fyrst eftir að verðbólguþættið var tekið upp. Eitt þeirra tímabila þegar mest reyndi á peningamálastjórn í Ástralíu á tíunda áratugnum var tímabil aukins aðhalds árin 1994 og 1995. Eins og greint er rækilega frá í Bernanke *et al.* (1999) komu á þessu tímabili í ljós ókostir þeirrar sveigjanlegu útfærslu sem seðlabanki Ástralíu hafði valið. Á þessum árum var þróun hagsveiflunnar mjög lík í Ástralíu og á Nýja-Sjálandi. Vöxtum var haldið lágum í báðum þessum löndum á árunum 1992-3 eftir samdráttarskeiðið sem varð í upphafi áratugarins. Þetta leiddi til þess að hagvöxtur jókst. Þegar komið var fram á mitt ár 1994 komu fram teikn um ofþenslu. Fjármálamarkaðir í Ástralíu virðast ekki hafa borið mikið traust til seðlabankans á þessum tíma því að þeir brugðust ókvæða við. Ávöxtunarkrafa 10 ára ríkisskuldabréfa í Ástralíu hækkaði á skömmum tíma um 3,2%. Á sama tíma hækkaði ávöxtunarkrafa sams konar bréfa um aðeins 1,6% í Nýja-Sjálandi og 2,1% í Bandaríkjunum. Trúverðugleiki seðlabanka Ástralíu virðist því ekki hafa verið jafnmikill á þessum tíma og trúverðugleiki seðlabanka Nýja-Sjálands. Óskýr framsetning verðbólguþættisins, svo og skortur á skýrri umfjöllun seðlabankans um þróunina í efnahagsmálum virðast hafa átt stóran hlut að máli. Í kjölfar þessa tók bankinn sig verulega á hvað gagnsæi varðar. Útgáfur bankans voru eflidar til muna og í

Ástralía

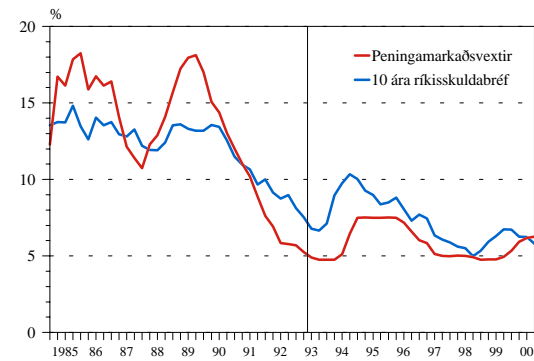
Mynd 5

Vegið nafngengi



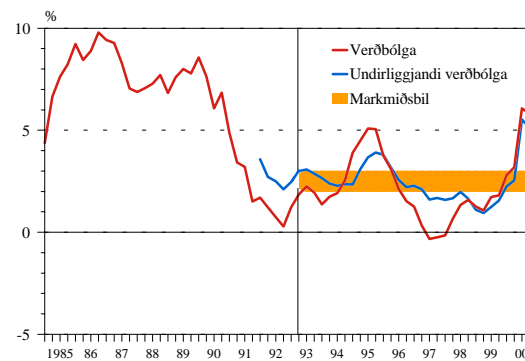
Mynd 6

Vextir



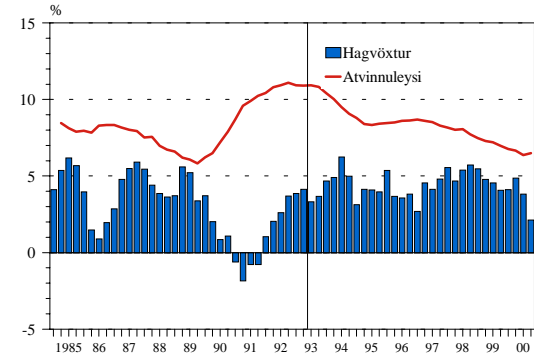
Mynd 7

Verðbólga



Mynd 8

Hagvöxtur og atvinnuleysi



apríl 1995 gaf bankinn í fyrsta skipti út verðbólguþá og hefur gert síðan. Trúverðugleiki peningamálastefnunnar virðist hafa aukist eftir því sem leið á áratuginn og verðbólguvæntingar fest í sessi á bilinu 2-3%.

Kostir þess sveigjanlega verðbólguþá sem Ástralir völdu komu hins vegar í ljós á árunum 1997 og 1998 þegar Asíukreppan reið yfir og hafði mikil áhrif á framvindu efnahagsmála bæði í Ástralíu og á Nýja-Sjálandi. Á þessum tíma tókst seðlabanka Ástralíu að forða hagkerfinu frá kreppu með því að leyfa gengi ástralska dalsins að lækka verulega (sjá mynd 5). Nýsjálenski dalurinn lækkaði einnig talsvert á þessum tíma, en vegna ótta við tímabundið verðbólguþá dró seðlabanki Nýja-Sjálands ekki

nægilega úr aðhaldi í peningamálum til þess að afstýra tímabundnum samdrætti.

4. Niðurlag

Tvennt stendur upp úr þegar litið er yfir þróun peningamálastefnunnar í Ástralíu og á Nýja-Sjálandi. Annars vegar hefur reynslan af verðbólguþá í þessum löndum verið góð. Verðbólga í báðum löndunum hefur verið mun minni og stöðugri eftir að verðbólguþá var tekið upp. Þar að auki hefur hagvöxtur verið með besta móti og flestir eru sammála um að góð peningamálastjórn, og þá sérstaklega litlar verðbólguþá, hafi átt þar hlut að máli.

Hitt atriðið sem stendur upp úr er hversu ólíka útfærslu verðbólgu markmiðs þessi tvö lönd völdu. Á Nýja-Sjálandi var upptaka verðbólgu markmiðs tilkynnt áður en verðbólgu hafði verið komið niður á það stig sem viðunandi þótti til lengdar. Nýsjálandingar lögðu einnig höfuðáherslu á aukið sjálfstæði seðlabankans, gagnsæi peningamálastefnunnar, skýrar leikreglur og ábyrgð þeirra sem ákvarðanir tóku. Ástralir kusu hins vegar að ná verðbólgu niður áður en formlegt verðbólgu markmið var tilkynnt. Þegar það var síðan loks tilkynnt lögðu þeir höfuðáherslu á að upptaka verðbólgu markmiðs drægi ekki úr nauðsynlegum sveigjanleika peningamálastefnunnar.

Í ljós hefur komið að báðar þessar leiðir hafa kosti og galla. Sveigjanleiki ástralska seðlabankans minnkaði að einhverju marki trúverðugleika stefnu hans í fyrstu og gerði honum því erfiðara fyrir. Hins vegar hefur skortur á sveigjanleika að margra mati leitt til þess að seðlabanka Nýja-Sjálands hefur ekki tekist eins vel og kostur er að beita peningamálastefnu sínni til þess að takmarka áhrif ytri áfalla á hagkerfi Nýja-Sjálands. Vísast er einhvers konar millileið heppilegri en leiðirnar sem þessi tvö lönd völdu á sínum tíma, en í raun má segja að sú leið sem Seðlabanki og ríkisstjórn Íslands hafa valið sé einmitt dæmi um millileið sem sameinar kosti beggja.

Heimildir

- Alesina, A.G., Cohen, D., Roubini, N., (1993). Electoral business cycles in industrial democracies, *European Journal of Political Economy*, 9, 1-23.
- Bernanke, B.S., Laubach, T., Mishkin, F.S., Posen, A.S., (1999). *Inflation Targeting*. Princeton University Press, New Jersey.
- Brash, D.T., (1998). New Zealand's economic reforms: a model for change? Ræða flutt á fundi Waitangi stofnunarinnar og Prudential fyrirtækisins. Skoðað 2. apríl 2001 á veraldarvefnum: <http://www.rbnz.govt.nz>.
- Grenville, S., (1997). The evolution of monetary policy: From monetary targets to inflation targets. Í Lowe, P., *Monetary Policy and Inflation Targeting*, seðlabanki Ástralíu, Sídney. Skoðað 2. apríl 2001 á veraldarvefnum: <http://www.rba.gov.au/>.
- Leiderman, L., Svensson, L.E.O., eds., (1995). *Inflation Targets*. Center for Economic Policy Research, London.
- Macfarlane, S., (1998). Australian monetary policy in the last quarter of the Twentieth Century, september 1998. Skoðað 2. apríl 2001 á veraldarvefnum: <http://www.rba.gov.au/>.
- Seðlabanki Nýja-Sjálands, (2000a). The evolution of Policy Target Agreements, september 2000. Skoðað 2. apríl 2001 á veraldarvefnum: <http://www.rbnz.govt.nz>.
- Seðlabanki Nýja-Sjálands, (2000b). The evolution of monetary policy implementation, september 2000. Skoðað 2. apríl 2001 á veraldarvefnum: <http://www.rbnz.govt.nz>.
- Seðlabanki Nýja-Sjálands, (2000c). Inflation targeting in principle and in practice, september 2000. Skoðað 2. apríl 2001 á veraldarvefnum: <http://www.rbnz.govt.nz>.
- Seðlabanki Nýja-Sjálands, (2000d). Business cycle developments and the role of monetary policy over the 1990s, september 2000. Skoðað 2. apríl 2001 á veraldarvefnum: <http://www.rbnz.govt.nz>.
- Svensson, L.E.O., (2001). Independent review of the operation of monetary policy in New Zealand: Report to the minister of finance, febrúar 2001. Skoðað 2. apríl 2001 á veraldarvefnum: <http://www.rbnz.govt.nz>.

Peningastefnan og stjórnþæki hennar

Markmið peningastefnunnar

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

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

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

Helstu stjórnþæki peningastefnunnar

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

Föst viðskiptaform:

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

- *Daglán* eru veitt að ósk lánastofnana og tryggð með sömu verðbréfum og hæf eru í endurhverfum viðskiptum (sjá síðar). Vextir daglána mynda þak yfir daglánavexti á millibankamarkaði.
- *Innstæðubréf* eru veitt til 90 daga, að ósk lánastofnana. Þau eru ekki skráð en þó hæf í endurhverfum viðskiptum. Hlutverk þeirra er að setja gólf undir ávöxtun þriggja mánaða vaxta á peningamarkaði.
- *Bindiskylda* er lögð á lánastofnanir sem ekki eru háðar fjárlögum í rekstri sínum. Hún miðast við bindigrunn sem er niðurstöðutala efnahags að frádregnu eigin fé og millibankaskuldum í lok fyrri mánaðar. *Bindihlutföll* eru 1,5% fyrir þann hluta bindigrunns sem bundinn er til eins árs eða lengur, en 4% fyrir þann hluta sem bundinn er til skemmri tíma. *Binditímabil* miðast við 21. dag hvers mánaðar til 20. dags næsta mánaðar og skal innstæða á bindireikningi ná tilskildu hlutfalli að meðaltali á binditímabilinu.

Markaðsaðgerðir:

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

Yfirlit vaxta Seðlabankans

Viðskiptaform 26. apríl 2001	Vextir nú (%)	Síðast breytt	Breyting (pró- sentustig)	Vextir fyrir ári (%)
Viðskiptareikningar	6,7	1/4/01	-0,2	5,6
Daglán	12,4	1/11/00	0,8	11,1
Innstæðubréf.....	10,7	28/3/01	-0,2	9,6
Bindiskylda.....	9,5	1/4/01	-0,2	8,4
Endurhverf viðskipti....	10,9	3/4/01	-0,5	10,1

Annáll fjármálamarkaða

Apríl 2000 – apríl 2001

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 verðbólguþátt sem gerði ráð fyrir að meðalhækkun verðlags yrði 5,5% milli ára 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 hygðust 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 áðurnefndir 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, þrjár 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 áðurnefndir 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 fjárfestingarbankanum hf. sem er lánastofnun skv. lögum nr. 123/1996.

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).

Ný gengisskráningarvog (%)

Byggt á viðskiptum 1999

Lönd	Mynt	Út-	Inn-	Meðal-	Breyting
		flutn- ingsvog	flutn- ingsvog			tal	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

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 millibankamarkaði 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 hálf 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 daglánnum 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 útbóðs 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 viðskipti 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. Aðalmiðlaraútbod 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 Vátryggingafélags Íslands hf. auk Isoports A.S., um kaup Kaupþings 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.

Hinn 26. janúar var undirritaður samningur á milli Seðlabanka Íslands og þýska bankans DePfa Europe um lánsheimild að fjárhæð 250 milljónir Bandaríkjadala. Mun lánsamningurinn auka svigrúm Seðlabankans til aðgerða á gjaldeyrismarkaði.

Febrúar 2001

Hinn 7. febrúar sendi bandaríska matsfyrirtækið Moody's í New York frá sér frétt þar sem tilkynnt er að fyrirtækið hafi staðfest láns hæfismat sitt fyrir Ísland. Í fréttinni segir Moody's að horfur um láns hæfismatið séu taldar stöðugar í nýrri skýrslu fyrirtækisins um Ísland. Þessi niðurstaða endurspeglar verulega bættu skuldastöðu opinbera geirans og staðfestu stjórnvalda í hagstjórn sem lagt hefur grunn að öflugum hagvexti, stöðugleika og miklum lífshjálbata á liðnum árum. Umfangsmiklar skipulagsbreytingar á síðasta áratug hafa falið í sér styrkingu á fjármálum hins opinbera, auknið frjálsræði á fjármála- og vörumarkaði, aukna fjölbreytni í framleiðslu og útflutningi, bættu stjórn fiskveiða og frjálslyndari viðhorf til erlendra fjárfestingar. Moody's varar á hinn bóginn við því að miklum hagvexti hafi fylgt alvarlegt ójafnvægi í þjóðarbúskapnum sem gæti grafið undan efnahagslegum stöðugleika á komandi tíð.

Lánasýsla ríkisins tilkynnti um niðurstöður útbods á RIKB 07 0209. Um er að ræða ný óverðtryggt ríkisbréf, kúlubréf, sem bera ekki vexti og falla í gjald-daga þann 9. febrúar 2007.

Hinn 13. febrúar var tilkynnt að í framhaldi af kaupum Kaupþings hf. og samstarfsaðila á meirihluta hlutafjár í Frjálsa fjárfestingarbankanum hefur verið ákveðið að hætta starfsemi Markaðssviðs Frjálsa fjárfestingarbankans hf.

Mars 2001

Hinn 16. mars fór fram útboð á ríkisvixlum hjá Lánasýslu ríkisins. Var þetta síðasta útboðið sem féll undir samning varðandi nýtt Aðalmiðlarakerfi með ríkisvixla og viðskiptavakt með þá á eftirmarkaði.

Frá 23. mars til 27. mars þurfti Seðlabanki Íslands ítrekað að selja Bandaríkjadali fyrir krónur með það að markmiði að verja vikið íslensku krónunnar. Alls voru seldir dalir fyrir 6,8 ma.kr. Helsta ástæða óróans var óvissa um niðurstöður aðalfundar Seðlabankans sem auglýstur hafði verið 27. mars.

Hinn 27. mars undirrituðu Seðlabanki Íslands og forsætisráðherra yfirlýsingu um breytingar á fyrirkomulagi stjórnar peningamála á Íslandi sem tóku gildi 28. mars 2001. Í stað þess að miða peningastefnuna við að halda gengi krónunnar innan vikið mun Seðlabankinn hér eftir miða hana við að halda verðbólgu sem næst 2½% með ákveðnum þol-

mörkum. Ríkisstjórnin veitir Seðlabankanum fullt svigrúm til að beita stjórnstækjum sínum í því skyni að ná verðbólgu markmiði sínu.

Samhliða tilkynningu um breytta peningamálastefnu tilkynnti Seðlabankinn um 0,5 prósentustiga vaxtalækkun í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir.

Apríl 2001

Hinn 17. apríl tók ríkissjóður 250 millj. evra lán með milligöngu Dresdner Bank.

Hinn 26. apríl var Frjálsi fjárfestingarbankinn hf. tekinn af skrá Verðbréfaþings Íslands. Kaupþing hf. og aðilar sem stóðu sameiginlega að kaupum á Frjálsa fjárfestingarbankanum hf. hafa eftir yfirtöku-tilboð eignast 98,64% af heildarhlutafé félagsins og uppfyllir það því ekki lengur skilyrði til skráningar á Verðbréfaþingi Íslands hf.

Töflur og myndir

Töflur og myndir miðast við talnalegar upplýsingar sem fyrir lágu hinn 30. apríl 2001.

Skýringar á merkingu tákna eru á innanverðri kápusíðu.

A Töflur

Tafla 1	Helstu mánaðarlegar vísbendingar	71
Tafla 2	Verðlagsþróun	73
Tafla 3	Gengisþróun	74
Tafla 4	Vextir	75
Tafla 5	Peningastærðir og útlán	76
Tafla 6	Reikningar lánakerfisins	77
Tafla 7	Fjármálamarkaður	78
Tafla 8	Vinumarkaður	78
Tafla 9	Þjóðhagslegt yfirlit	79
Tafla 10	Greiðslujöfnuður	80
Tafla 11	Erlend staða þjóðarbúsins	82
Tafla 12	Yfirlit um fjármál ríkissjóðs	83
Tafla 13	Fjármál hins opinbera	84
Tafla 14	Velta	85
Tafla 15	Raungengi íslensku krónunnar	85
Tafla 16	Fasteignamarkaður og eignaverð	86
Tafla 17	Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja	86
Tafla 18	Afkoma fyrirtækja	87
Tafla 19	Erlendur samanburður	88
Tafla 20	Alþjóðleg hagþróun	88
Tafla 21	Sögulegar hagtölur	89
Tafla 22	Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins	92
Tafla 23	Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum	93

B Myndir

Mynd 1	Vísitala neysluverðs 1997-2001	73
Mynd 2	Vísitala neysluverðs eftir eðli og uppruna 1997-2001	73
Mynd 3	Vísitölur meðalgengis 1997-2001	74
Mynd 4	Gengi helstu gjaldmiðla gagnvart íslenskri krónu 1999 - 2001	74

Mynd 5	Ávöxtun á peningamarkaði 1993-2001	75
Mynd 6	Ávöxtun langtímaskuldabréfa 1990-2001	75
Mynd 7	12 mán. %-breyting peningamagns (M3), útlána innlánsstofnana og grunnfjár 1990-2001	76
Mynd 8	Útlánaflokkun innlánsstofnana 1990-2001	76
Mynd 9	Vöxtur útlána lánakerfisins 1991-2000	77
Mynd 10	Flokkun innlendra skulda lánakerfisins 1990-2000.....	77
Mynd 11	Próun launa og kaupmáttar 1990-2001.....	78
Mynd 12	Atvinnuleysi og atvinnuþáttaka 1989-2001.....	78
Mynd 13	Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu og fjármunamyndunar 1980-2001	79
Mynd 14	Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun sem % af vergrí landsframleiðslu 1980 - 2001	79
Mynd 15	Vöruútflutningur og vöruinnflutningur 1991-2001	80
Mynd 16	Útflutt og innflutt þjónusta 1991-2000.....	80
Mynd 17	Ársfjórðungslegur viðskiptajöfnuður 1995-2000	81
Mynd 18	Nokkrir undirþættir fjármagnsjafnaðar 1995-2000	81
Mynd 19	Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða Seðlabankans 1995-2001	82
Mynd 20	Erlend staða þjóðarbúsins í árslok 1980-2000.....	82
Mynd 21	Lánsfjárbörf og lántökur ríkis 1988 - 2001	83
Mynd 22	Mánaðarlegur tekjuafgangur ríkissjóðs 1999-2001	83
Mynd 23	Skuldir og tekjuafgangur hins opinbera 1988-2001	84
Mynd 24	Útgjöld og tekjur hins opinbera 1988-2001.....	84
Mynd 25	Veltubreyting milli ára 1998-2000.....	85
Mynd 26	Ársfjórðungslegt raungengi krónunnar 1980-2001	85
Mynd 27	Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2000	86
Mynd 28	Hlutabréfaverð 1998-2001	86
Mynd 29	Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka og sparisjóða 1995-2000.....	87
Mynd 30	Eiginfjárlutfall viðskiptabanka og sparisjóða 1995-2000.....	87
Mynd 31	Verðbólga 1939-2001	91
Mynd 32	Hagvöxtur 1945-2001	91
Mynd 33	Viðskiptajöfnuður 1945-2001	91
Mynd 34	Raungengi 1960-2001.....	91
Mynd 35	Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2001.....	91
Mynd 36	Raunávöxtun og peningamagn 1960-2000	91
Mynd 37	Hlutfallsleg atvinnuskipting 1970 og 1997	92
Mynd 38	Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir vörflokkum 1970 og 2000.....	92
Mynd 39	Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir svæðum 1970 og 2000	93
Mynd 40	Hlutfallsleg skipting vöruinnflutnings eftir svæðum 1970 og 2000	93

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)⁵</i>			
	% -breyting vísitölu neysluverðs ¹		% -breyt. meðalgengis krónu ^{1,2}		Peningamarkaður			Skuldabréfamarkaður			12 mán. % -breytingar			
	sl. 1 m.	sl. 12 m.	sl. 1 m.	sl. 12 m.	Endurv. verðbréfa kaup	3 mán. REIBOR ³	3 mán. ríkisvixlar	5 ára óverðtr. ríkisbréf	10 ára spari-skírteini ⁴	25 ára húsbréf ⁴	Grunnfé	M3	Útlán innlánsstofnana	Erlendar skuldir ⁶
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	135.7
1999 .....	.	3.4	.	0.2	9.0	11.7	9.8	9.6	4.7	4.8	75.9	16.9	23.3	27.3
2000 .....	.	5.0	.	-0.1	11.4	12.0	11.5	11.7	5.5	6.3	-10.4	11.0	26.4	25.7
1999														
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	16.9
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	15.0
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	11.3
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	22.1
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	22.7
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	30.8
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	-10.3	11.0	26.4	27.9
2001														
Janúar	0.1	3.5	-0.9	-9.3	11.4	11.6	11.6	11.3	5.6	6.2	31.3	11.3	28.5	25.3
Febrúar	0.2	4.1	0.2	-10.1	11.4	11.8	11.5	11.0	5.6	5.8	10.4	11.2	25.8	26.2
Mars	0.6	3.9	-0.9	-11.2	11.4	11.9	11.1	9.9	5.5	5.8	-2.1	12.7	23.4	15.9
Apríl	1.2	4.5	-5.0	-16.1	10.9	12.6	12.0	10.9	5.7	5.8	...	...	...	...

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

Tafla 1 (frh.) Helstu mánaðarlegar vísbendingar ⁵

	<i>Gjaldeyrismarkaður og gjaldeyrisforði</i>				<i>Utanríkisviðskipti og ytri skilyrði</i>				<i>Vinumarkaður</i>		<i>Ríkisfjármál</i>	<i>Eignaverð</i>		
	Gjaldeyrisforði Seðlabankans:			Hrein kaup SÍ á markaði (ma.kr.)	Vöru-skipta-jöfn. (ma.kr.)	Vöru útflutn.-jöfn. (fob). (ma.kr.)	Vöru innflutn. (fob) (ma.kr.)	Útfl.verð sj.afurða, 12 mán. %-br. ⁹	Raun-gengi ísl. krónu ¹⁰	At-vinnu-leysi	Launa-vísitala, 12 mán. %-br. ¹¹	Tekjujöfn. ríkis, % af tekjum frá áram. ¹²	12 mán. %-breyt.	
	Staða (ma.kr.)	vöruinn-flutn. ⁷	erl. skt.s.k. lánastofn. ⁸										Úrvalsvísitala hluta-tala hluta-tala bréfa ¹³	Verð íbúðar-húsn. ¹⁴
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	144,9	167,3	-5,0	93,5	1,9	6,8	8,7	47,4	21,7
2000	34,2	2,1	0,6	-13,9	-38,4	148,4	187,3	-4,2	96,3	1,3	6,6	5,9	-19,3	13,5
1999														
Október	34,1	2,4	0,8	-	-2,1	11,8	13,8	-8,7	96,7	1,4	6,3	7,4	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	20,0
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	21,7
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	22,4
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	22,6
Mars	32,4	2,3	0,4	-	-4,4	13,4	17,7	-1,2	99,1	1,9	4,6	9,0	54,3	21,2
Apríl	32,3	2,3	0,4	-	-1,8	10,8	12,6	-3,9	99,8	1,5	5,3	12,6	48,3	21,0
Maí	32,4	2,2	0,4	-	-8,6	12,1	20,7	-4,4	100,2	1,5	7,1	8,0	32,6	20,4
Júní	33,2	2,2	0,4	-3,0	-2,2	12,8	14,9	-3,7	98,2	1,3	7,6	10,6	33,1	18,4
Júlí	34,7	2,3	0,4	-7,0	-3,4	12,0	15,3	-3,0	96,3	1,1	7,9	6,5	25,1	16,5
Ágúst	35,1	2,3	0,7	1,1	-1,5	14,2	15,7	-4,4	95,9	1,1	7,9	5,3	21,6	15,6
September ..	35,2	2,2	0,5	0,1	-4,7	12,4	17,1	-5,1	95,1	0,9	7,8	3,3	9,3	15,7
Október	35,1	2,1	0,5	0,3	-3,1	14,2	17,4	-6,9	94,7	0,9	7,8	6,1	3,2	14,4
Nóvember ..	34,8	2,1	0,6	-4,7	-3,0	13,9	16,9	-7,5	93,2	1,1	7,6	4,9	-10,6	14,8
Desember ...	34,2	2,1	0,6	-0,5	-5,0	10,9	15,8	-3,2	91,7	1,3	7,6	5,9	-19,3	13,5
2001														
Janúar	35,1	2,1	0,5	-4,1	0,6	14,4	13,8	-3,5	91,1	1,6	9,3	10,4	-28,1	12,6
Febrúar	34,6	2,0	0,4	-1,0	-1,3	13,2	14,5	...	91,8	1,5	8,2	5,5	-30,8	11,8
Mars	36,0	2,0	0,4	-6,8	...	...	23,5	...	92,5	1,5	9,2	-2,7	-36,2	10,0
Apríl .....	...	...	...	-	...	...	...	...	88,6	...	...	...	-34,7	...

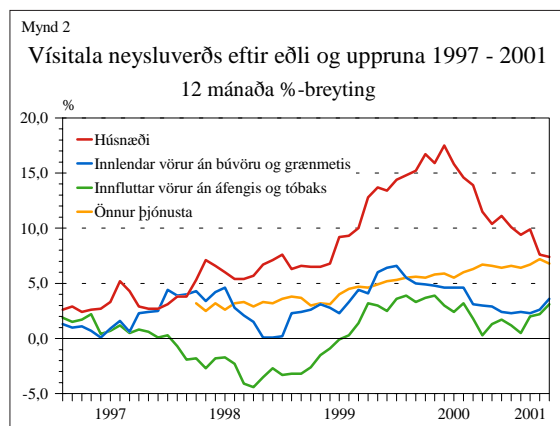
7. Gjalddeyrisforði í lok tímabils sem hlutfall af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvöruinnflutnings sl. 12 mánuði. 8. Í nefnara eru erlendar skammtíma-skuldbindingar innlánsstofnana og fjárfestingarbanka. 9. Verð í SDR. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 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. Úrvalsvísitala frá janúar 1998. Áður þingvísitala VÞÍ. Árstölur eru breyting yfir ár. 14. Íbúðarhúsnæði á höfuðborgarsvæði (sjó sveitarfélög). Þriggja mánaða hlaupandi meðaltal núvirts fermetraverðs. Árstölur eru breyting yfir ár.

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

Tafla 2 Verðlagspróun

	2000					2001			
	ág.	sept.	okt.	nóv.	des.	jan.	feb.	mars	apríl
Vísitala neysluverðs (maí 1988 = 100)	199,1	199,5	201,5	202,1	202,1	202,4	202,8	204,0	206,5
<i>1 mánaðar %-breytingar:</i>									
Vísitala neysluverðs.....	-0,5	0,2	1,0	0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	1,2
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis	-0,4	-0,2	0,9	-0,2	0,6	1,1	0,1	0,6	1,0
Búvara og grænmeti.....	0,3	-0,8	1,3	-0,2	-2,1	2,0	-0,2	-0,6	3,2
Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks.....	-2,1	0,3	2,0	0,4	-0,3	-0,9	-0,4	1,4	1,8
Bensín.....	-3,2	-0,3	2,1	1,5	-2,0	-4,4	2,6	1,7	0,4
Húsnæði	0,2	0,6	0,5	0,7	0,5	0,0	0,9	0,0	1,2
Opinber þjónusta.....	0,4	0,5	0,1	0,1	0,1	0,9	0,2	-0,4	0,3
Önnur þjónusta.....	0,6	0,3	0,5	0,0	0,5	0,6	0,7	0,7	0,4
Samræmd neysluverðsvísitala ESB ¹	-0,6	0,2	1,0	0,2	-0,1	0,3	0,1	0,7	...
<i>12 mánaða %-breytingar:</i>									
Vísitala neysluverðs.....	4,7	4,0	4,2	4,6	4,2	3,5	4,1	3,9	4,5
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis	3,1	3,0	2,9	2,4	2,3	2,4	2,3	2,6	3,6
Búvara og grænmeti.....	1,8	1,9	2,2	3,6	1,6	3,0	1,2	0,6	3,8
Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks.....	1,8	0,3	1,3	1,7	1,2	0,5	2,0	2,2	3,1
Bensín.....	15,4	8,2	9,3	15,0	11,5	5,1	7,8	6,7	4,9
Húsnæði	13,9	11,5	10,4	11,1	10,1	9,4	9,9	7,6	7,4
Opinber þjónusta.....	4,5	4,6	4,7	4,7	4,9	2,1	2,4	1,9	2,4
Önnur þjónusta.....	6,3	6,7	6,6	6,4	6,6	6,4	6,7	7,2	6,8
Samræmd neysluverðsvísitala ESB ¹	4,1	3,6	3,8	4,1	3,7	3,4	3,9	4,1	...
Vísitala byggingarkostnaðar ²	3,5	3,4	3,6	3,9	3,5	4,4	5,3	6,0	4,2
Fasteignaverð ³	15,6	15,7	14,4	14,8	13,5	12,6	11,8	10,0	...
<i>Verðlag erlendis og á heimsmarkaði, 12 mán. %-br.</i>									
Vísitala neysluverðs í Bandaríkjunum	3,4	3,5	3,4	3,4	3,4	3,7	3,5	2,9	...
Vísitala neysluverðs á evrusvæði ⁴	2,3	2,8	2,7	2,9	2,6	2,4	2,6	2,6	...
Hrávöruverð (án olíu) á heimsmarkaði.....	-1,2	-0,6	-2,2	-2,6	-5,5	-5,9	-7,9	...	...
Olíuverð ⁵	48,0	45,7	40,6	32,2	-2,0	-0,6	-14,2	-14,1	13,8

1. Frábrugðin neysluverðsvísitölu Hagstofunnar að því leyti að eigin húsnæði, menntun og heilsugæslu er sleppt. 2. M.v. mælitíma. 3. Núvirt fermetravæðing á höfuðborgarsvæðinu (sjó 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/Thomson Financial, Bloomberg.*



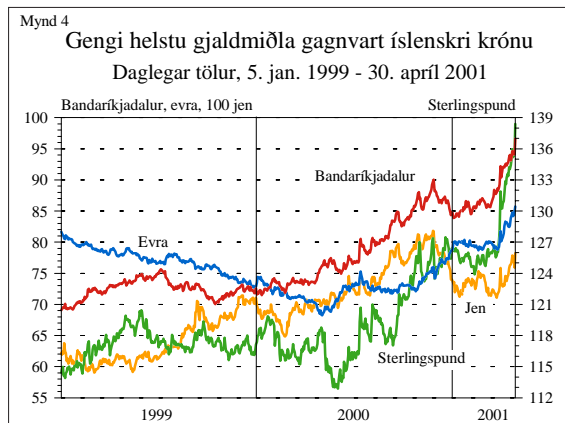
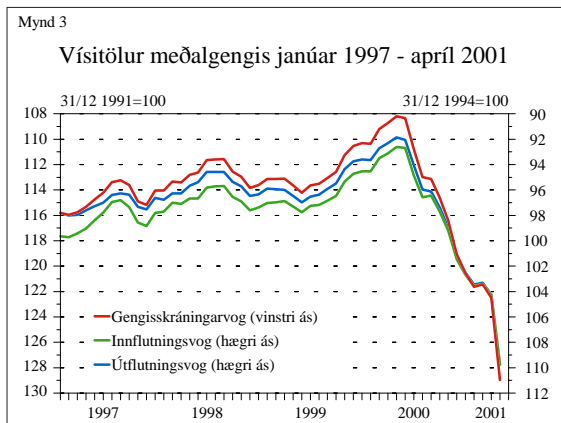
Tafla 3 Gengisþróun

Mánaðarmeðaltöl	2000					2001				3 mán.
	ág.	sept.	okt.	nóv.	des.	jan.	feb.	mars	apríl	%-breyt. til 30. apríl ³
<i>Vísitölur meðalgengis:</i>										
Gengisskráningargvog (31/12 '91 = 100)	113,1	114,6	116,4	119,1	120,5	121,6	121,4	122,5	129,0	-8,3
Innflutningsvog (31/12 '94 = 100) ¹	96,4	97,7	99,2	101,5	102,7	103,6	103,4	104,3	109,7	-8,2
Útflutningsvog (31/12 '94 = 100) ¹	96,1	97,4	98,9	101,2	102,5	103,5	103,3	104,2	109,8	-8,4
<i>Gengisskráning Seðlabanka Íslands:²</i>										
Bandaríkjadalur.....	80,1	83,1	85,1	87,4	86,2	85,0	86,0	87,6	93,4	-11,2
Evra.....	72,4	72,4	72,8	74,8	77,3	79,9	79,3	79,7	83,4	-6,8
Japanskt jen.....	0,741	0,778	0,786	0,802	0,769	0,728	0,740	0,723	0,754	-5,7
Sterlingspund.....	119,1	119,1	123,6	124,6	126,0	125,7	125,0	126,7	134,0	-9,4
Dönsk króna.....	9,71	9,70	9,78	10,04	10,37	10,70	10,62	10,68	11,17	-6,8
Norsk króna.....	8,94	9,02	9,10	9,36	9,50	9,70	9,66	9,77	10,27	-8,2
Sænsk króna.....	8,62	8,61	8,55	8,67	8,92	8,97	8,83	8,74	9,14	-4,2

%-breytingar³

	Milli ársmeðaltala				Frá ársbyrjun til loka			Sl. 12 mán. til loka		
	1997	1998	1999	2000	apríl'99	apríl'00	apríl'01	apríl'99	apríl'00	apríl'01
<i>Vísitölur meðalgengis:</i>										
Gengisskráningargvog (31/12 '91 = 100)	1,3	1,6	0,2	-0,1	-0,5	2,1	-9,2	-0,8	5,6	-19,0
Innflutningsvog (31/12 '94 = 100).....	1,7	1,7	0,2	0,2	-0,4	2,3	-9,1	-0,6	5,6	-18,6
Útflutningsvog (31/12 '94 = 100).....	0,9	1,6	0,1	-0,2	-0,6	2,0	-9,2	-1,0	5,5	-19,2
<i>Gengisskráning Seðlabanka Íslands:²</i>										
Bandaríkjadalur.....	-6,1	-0,2	-1,8	-8,2	-5,5	-4,0	-12,3	-2,6	-2,7	-21,7
Evra (þýskt mark fyrir 1999).....	8,3	1,1	2,6	6,3	.	6,3	-8,1	.	13,7	-20,1
Japanskt jen.....	4,3	7,6	-14,6	-12,6	-0,5	0,6	-5,7	-11,9	-13,0	-9,7
Sterlingspund.....	-10,4	-1,3	0,6	-1,7	-3,0	-1,2	-8,8	0,8	0,1	-14,4
Dönsk króna.....	7,0	1,1	2,5	6,5	3,9	6,5	-8,0	-0,3	14,2	-20,0
Norsk króna.....	2,9	6,6	1,5	3,7	-3,0	7,3	-9,8	1,7	12,3	-20,7
Sænsk króna.....	7,0	4,0	2,1	2,0	-2,3	1,1	-5,3	5,6	3,9	-10,7

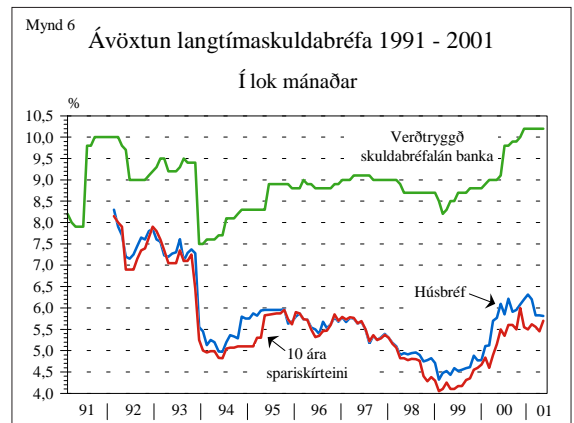
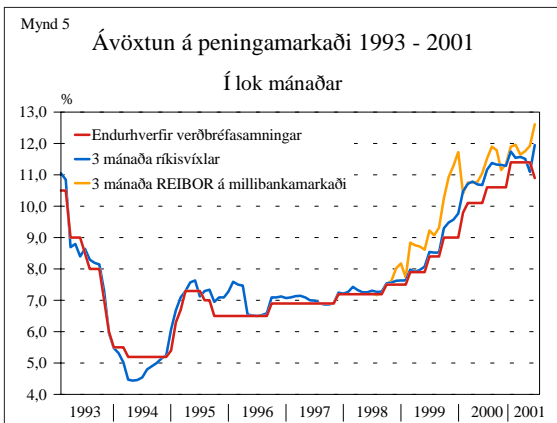
1. Viðskiptavægið gengi gjaldmiðla 17 helstu viðskiptalandanna gagnvart krónunni. 2. Gengi hvers gjaldmiðils gagnvart íslenski krónu. Miðað er við miðgengi, þ.e. meðaltal kaup- og sölugengis. 3. Allar breytingar eru reiknaðar á þann hátt að að jákvætt formerki táknar styrkingu krónunnar en neikvætt formerki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



Tafla 4 Vextir

Allar tölur eru í %	Ársméðaltöl ¹			Í lok mánaðar 2000			Í lok mánaðar 2001			
	1998	1999	2000	okt.	nóv.	des.	jan.	feb.	mars	apríl
<i>Vextir Seðlabanka Íslands</i>										
Viðskiptareikningar lánastofnana	3,0	3,8	5,9	6,1	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,7
Bindiskyldureikningar ²	5,5	6,6	8,7	8,9	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,5
Daglán, forvextir	8,5	9,3	11,4	11,6	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Endurhverf verðbréfasaup ³	7,3	8,3	10,4	10,6	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	10,9
<i>Ávöxtun á peningamarkaði⁴</i>										
REIBOR, 1 mán.	7,6	9,4	11,3	11,0	12,3	12,7	11,7	12,4	12,0	12,7
REIBOR, 3 mán.	7,6	9,5	11,3	11,3	11,9	12,0	11,6	11,8	11,9	12,6
REIBOR, 6 mán.	8,1	10,1	11,3	11,6	11,9	11,9	11,7	11,7	11,5	12,3
Ríkisvixlar, 3 mán. (á VPÍ)	7,4	8,6	11,1	11,3	11,8	11,5	11,6	11,5	11,1	12,0
Ríkisvixlar, 12 mán. (á VPÍ)	7,5	7,9	11,3	11,4	11,8	11,8	11,6	11,5	11,0	11,7
Bankavixlar, 3 mán. (á VPÍ) ⁵	7,5	9,0	11,5	11,7	11,8	11,8	11,8	12,0	12,0	12,7
<i>Ávöxtun á skuldabréfamarkaði⁶</i>										
Ríkisbréf allt að 5 ára	7,7	8,9	11,3	11,6	12,2	11,7	11,3	11,0	9,9	10,9
Spariskírteini 5 ára	4,9	4,7	6,0	6,3	6,6	7,1	6,7	6,2	6,2	5,9
Spariskírteini 10 ára	4,7	4,3	5,3	6,0	5,6	5,5	5,6	5,6	5,5	5,7
Húsbref 25 ára	4,9	4,6	5,9	6,1	6,2	6,3	6,2	5,8	5,8	5,8
Bankabref ⁷	5,5	5,2	6,6	7,0	7,1	7,1	7,4	7,3	7,0	6,9
<i>Útlánsvextir banka og sparisjóða</i>										
Hlaupareikningslán til fyrirtækja	14,5	16,0	19,1	19,4	20,2	20,3	20,3	20,3	20,3	19,8
Almenn vixillán, forvextir	12,9	14,1	17,1	17,4	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	17,7
Óverðtrygð lán, meðalvextir	12,8	13,6	16,7	17,1	18,0	18,0	18,0	18,1	18,1	17,7
Verðtrygð lán, meðalvextir	8,8	8,6	9,5	10,0	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2
<i>Vextir skv. 10. gr. laga nr. 25/1987⁸</i>										
Meðalávöxtun nýrra almennra útlána	13,5	14,2	17,5	18,1	18,1	19,1	19,1	19,1	19,2	19,2
Dráttarvextir í íslenskum krónum	16,5	17,3	22,0	23,0	23,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0

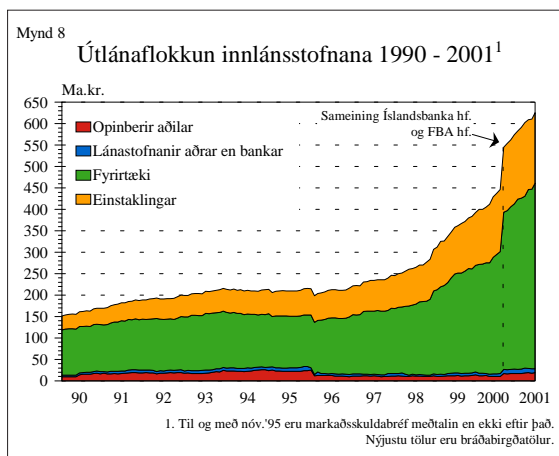
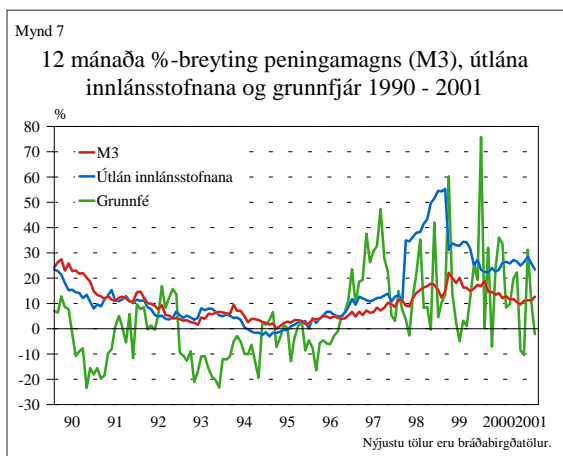
1. Hrein meðaltöl mánaðarlokatalna. Tölur um vexti Seðlabankans eru þó tímavegin meðaltöl. 2. Frá 21. maí 1998 urðu vaxtakjör bindiskyldu óverðtrygð en voru áður verðtrygð. Meðaltal þess árs miðast við nýri kjörin. 3. Ávöxtun á uppboðum. Fyrir mars 1998 ávöxtun í samningum með ríkisvixla og innstæðubréf í beinni sölu. 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 kaupboðum á VPÍ. Fyrir verðtrygð skuldabréf er sýnd ávöxtun umfram verðtryggingu. 7. Meðalkrafa safns óuppsegjanlegra verðtrygðra 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. Mars 2001	%breyting yfir ár			1 mán. breyt. í ma.kr.			12 mán. %breyting		
		1998	1999	2000	jan.'01	feb.'01	mars'01	mars'99	mars'00	mars'01
<i>Úr reikningum Seðlabankans</i>										
Erl. eignir til skamms tíma, nettó.....	7,4	.	.	.	-5,0	0,2	-6,5	.	.	.
Kröfur á ríkissjóð og ríkisstofnanir, nettó	-12,4	.	.	.	-2,2	0,3	1,6	.	.	.
Kröfur á innlánsstofnanir.....	41,2	201,8	50,6	32,0	-2,0	1,0	3,3	78,3	134,2	40,4
Grunnfé.....	26,4	4,6	75,9	-10,4	-4,8	0,2	-1,5	60,2	-7,0	-2,1
Seðlar og mynt í umferð.....	6,6	9,9	12,9	0,2	-1,0	0,0	0,4	30,5	-6,6	7,3
Sjóður og innstæður innlánsstofnana ..	19,8	2,3	103,8	-13,0	-3,8	0,2	-1,9	71,6	-7,2	-4,8
<i>Úr reikningum innlánsstofnana¹</i>										
Seðlabankaliðir, nettó.....	-19,7	.	.	.	-1,5	-0,6	-4,4	.	.	.
Skammtímastaða, nettó.....	-35,0	.	.	.	3,2	-2,8	-0,8	.	.	.
Útlán og markaðsskuldabréf ²	728,1	32,5	25,2	22,1	14,3	2,0	18,6	32,8	28,1	19,2
Útlán.....	626,0	30,4	23,3	26,4	7,6	1,7	15,3	31,2	24,1	23,4
Opinberir aðilar.....	19,0	-45,2	59,6	14,3	0,3	-1,2	0,9	26,0	-9,2	28,5
Lánastofnanir aðrar en bankar.....	9,5	-12,6	26,1	107,1	-2,0	0,5	-0,8	123,2	1,2	51,9
Atvinnuvegir.....	432,9	32,3	25,1	25,2	12,3	1,6	14,0	35,2	22,4	26,8
Einstaklingar.....	164,6	34,6	20,8	27,3	-3,1	0,8	1,2	18,7	34,8	13,7
Markaðsskuldabréf.....	65,5	65,0	21,8	-5,3	0,9	0,5	-1,0	42,5	36,6	-14,3
Innstæður.....	308,0	15,3	17,1	11,3	-1,2	0,5	17,6	21,9	15,2	12,8
Verðbréfaútgáfa.....	173,6	27,9	65,7	64,4	4,7	2,6	-1,4	35,4	55,1	47,5
Erlendar skuldir.....	236,9	135,7	-13,0	27,9	1,2	2,1	9,0	7,9	22,1	15,9
<i>Úr reikningum bankakerfisins¹</i>										
Erlendar eignir, nettó.....	-198,7	170,9	47,6	91,7	-13,4	4,9	-5,0	183,9	88,5	48,2
Útlán og markaðsskuldabréf.....	736,3	28,0	24,8	22,6	16,9	3,0	22,0	31,9	26,0	20,8
Peningamagn, (M1) ³	69,8	20,3	19,4	4,0	-3,8	-5,4	6,8	30,0	16,2	0,2
Peningamagn og alm. sparifé, (M2) ⁴	137,9	12,7	3,8	-3,4	-4,9	-3,9	14,9	19,8	-1,0	3,1
Peningamagn og sparifé, (M3) ⁵	314,5	15,2	16,9	11,0	-2,2	0,5	18,0	22,2	14,6	12,7
Peningamagn, sparifé og verðbréf (M4) ⁶	488,1	17,3	27,3	25,7	2,5	3,1	16,6	25,1	24,2	23,0

1. Breytingar hafa verið reiknaðar út frá stöðutölum innlánsstofnana og FBA frá mars 1998. Þetta á við um líðna útlán (og undirflokkja 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.

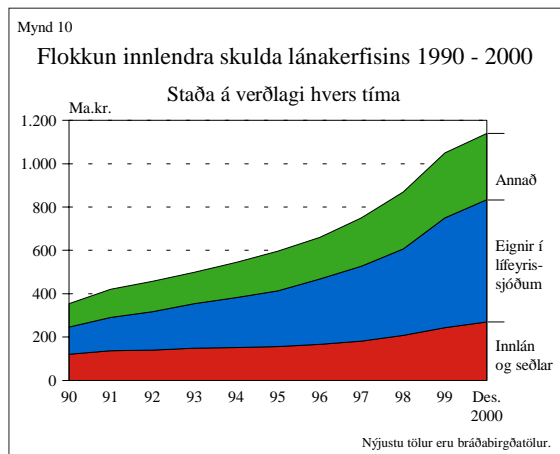
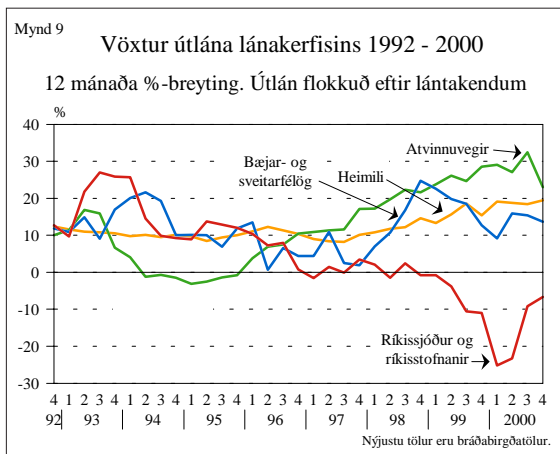


Tafla 6 Reikningar lánakerfisins ¹

	Staða í ma.kr. Des. 2000	%breyting yfir ár						3 mán. %-br. til loka		
		1995	1996	1997	1998	1999	2000	júní'00	sept.'00	des.'00
Eignir										
Útlán og innlend verðbréfaeign.....	1.618,4	6,7	7,6	11,4	15,7	17,7	18,4	5,0	6,8	2,5
Bankakerfi	691,1	3,7	6,4	16,5	27,1	23,1	46,0	25,1	5,0	3,0
Fjárfestingarlánasjóðir atvinnuvega..	88,0	3,2	2,9	25,0	21,0	20,1	-39,8	-54,9	12,3	16,5
Íbúðalánasjóðir	302,5	10,7	9,1	7,5	7,2	13,9	14,2	3,0	4,3	3,3
Lífeyrissjóðir	430,5	11,5	17,4	14,5	8,9	17,9	6,0	-0,2	1,0	1,4
Tryggingarfélög	44,4	8,6	16,0	4,7	9,6	10,1	17,3	11,5	12,4	-7,4
Eignarleigur	43,5	-14,1	32,8	76,4	38,9	23,7	29,0	10,5	7,6	4,3
Verðbréfasjóðir	73,8	-13,9	60,0	68,0	123,5	24,1	-14,0	-6,7	-1,5	-6,1
Útlönd	703,3	-0,1	9,5	10,6	21,0	27,0	39,2	14,4	9,2	7,4
Lánasjóðir ríkisins ²	263,8	13,4	208,2	1,6	-3,7	2,2	-0,4	3,1	0,2	-5,9
Milli samtala	2.640,9	5,7	25,7	12,2	15,8	18,6	19,0	6,0	4,8	3,2
frá dragast innbyrðis viðskipti.....	-1.022,5	3,0	74,9	13,6	16,0	20,0	20,2	7,8	1,9	3,5
Eignir = skuldir.....	1.618,4	6,7	7,6	11,4	15,7	17,7	18,4	5,0	6,8	2,5
Skuldir										
Innlendar skuldir.....	1.139,9	9,4	10,5	13,7	16,0	20,7	8,6	0,6	5,1	-0,6
Innlán og sedlar	270,1	2,2	6,8	9,4	14,4	16,9	11,0	5,1	0,0	1,6
Skuldabréf og víxlar	149,0	11,4	0,6	15,6	29,7	21,6	10,0	1,9	16,1	-7,1
Tryggingarsjóður	39,3	9,9	11,1	4,8	5,8	9,1	11,9	1,6	10,5	-2,1
Lífeyrissjóðir	563,6	12,4	17,0	14,4	15,2	27,4	11,1	1,0	2,4	0,3
Eigið fé lánastofnana.....	126,6	3,3	2,6	9,5	5,7	-2,9	18,8	1,5	7,6	-1,8
Annað, nettó	-8,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Erlendar skuldir, nettó	478,4	0,5	0,5	5,1	14,8	8,6	50,5	19,6	11,5	10,9
Flokkun útlána og verðbréfaeignar lánakerfisins:										
Ríkissjóður og stofnanir	124,7	17,0	-3,5	3,5	-0,8	-11,0	-6,7	-2,4	18,7	-5,4
Bæjar- og sveitafélög.....	70,3	11,9	4,4	1,9	24,8	12,7	13,7	6,8	2,6	4,1
Atvinnuvegir	813,4	-0,8	10,5	17,1	21,6	28,6	23,0	6,0	7,1	2,5
Heimili	610,0	10,0	10,4	10,1	14,6	15,4	19,5	5,0	4,6	4,1

1. Til lánakerfisins teljast bankakerfið, fjárfestingarlánasjóðir, lífeyrissjóðir, lánasjóðir ríkis, tryggingarfélög, eignarleigur, verðbréfasjóðir og erlendir aðil-
ar. Tölur eru að nokkru leyti áætlaðar. 2. Breytt aðferð gerir að verkum að tölur fyrir árið 1997 og síðar eru ekki sambærilegar við tölur fyrri ára.

Heimild: Seðlabanki Íslands.



Tafla 7 Fjármálamarkaður

Í lok tímabils	Staða í ma.kr.			1 mán. %-breytingar			12 mán. %-breytingar		
	1999	2000	feb.'01	des.'00	jan.'01	feb.'01	des.'00	jan.'01	feb.'01
Peningamarkaður ¹	23,8	17,5	26,1	-32,1	31,5	13,4	-26,3	-8,7	10,2
Skuldabréfamarkaður ²	420,2	531,5	530,9	1,1	0,2	-0,3	26,5	33,9	26,8
þar af spariskírteini ríkissjóðs.....	84,3	72,6	65,6	0,6	0,5	-10,1	-13,8	-15,2	-20,8
þar af húsbref.....	169,7	181,8	180,8	0,5	-1,2	0,7	7,1	21,9	5,5
Hlutabréfamarkaður.....	369,8	388,7	373,1	1,7	-3,8	-0,2	5,1	-4,2	-9,2
Hlutdeildarskírteini verðbréfasjóða.....	89,1	76,8	81,7	-4,9	2,0	4,2	-13,7	-11,8	-10,5

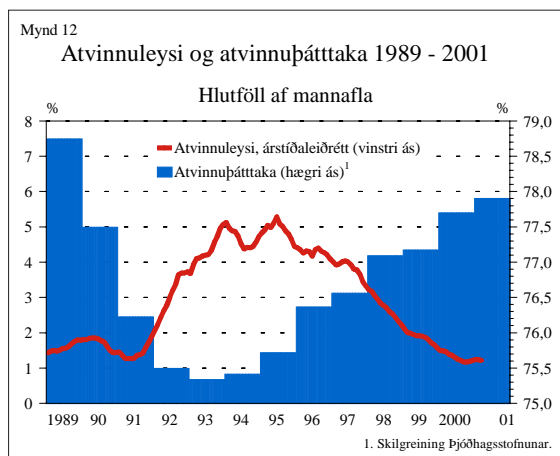
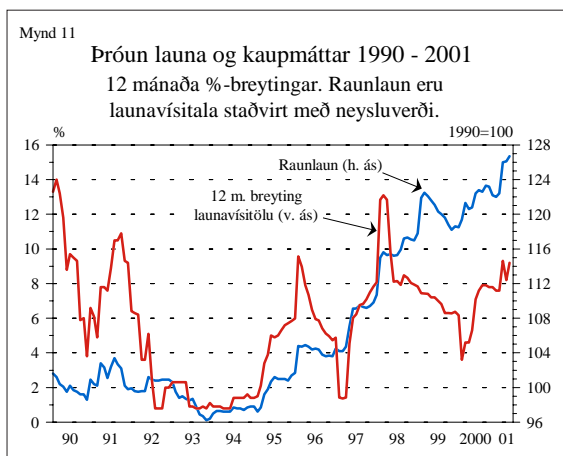
1. Markaðsvíxlar ríkissjóðs, banka og sparisjóða og fjárfestingarlánasjóða. 2. Spariskírteini, ríkisbref, húsbref, húsnæðisbref, skráð skuldabref banka, sparisjóða, fjárfestingarlánasjóða, eignarleigna, fyrirtækja og sveitarfélaga og erlendra aðila. Hlutdeildarskírteini verðbréfasjóða ekki meðtalin.

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	mars'00	jan.'01	feb.'01	mars'01	mars'99	mars'00	mars'01
Launavísitala (1990=100).....	156,8	167,2	178,3	3,1	0,3	1,1	7,4	4,6	9,2
Raunlaun (1990 = 100) ¹	120,3	122,2	126,7	3,0	0,1	0,5	5,8	-1,2	5,1
Fjöldi nýrra atvinnuleyfa.....	3.073	4.018	284	44	-63	-27	68	22	65
Laus störf hjá vinnumiðlunum um land allt.....	291	521	587	-95	61	91	48	197	239
Höfuðborgarsvæðið.....	185	349	359	-93	12	35	83	106	134
<i>Meðaltal tímabils</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>jan.'01</i>	<i>feb.'01</i>	<i>mars'01</i>	<i>mars'99</i>	<i>mars'00</i>	<i>mars'01</i>
Fjöldi atvinnulausra.....	3.789	2.602	1.865	2.174	2.124	2.013	3.268	2.523	2.013
Atvinnuleysi (hlutfall af mannafla).....	2,8	1,9	1,3	1,6	1,5	1,5	2,4	1,9	1,5
Árstíðaleiðrétt atvinnuleysi (hlutfall af mannafla)	2,7	1,9	...	1,2	1,2	1,2	2,0	1,5	1,2
<i>Ársfjórðungslegar mælingar</i>	<i>Meðaltöl</i>			<i>3 mán. %-breyting</i>			<i>12 mán. %-breyting</i>		
	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>I'01</i>	<i>III'00</i>	<i>IV'00</i>	<i>I'01</i>	<i>I'99</i>	<i>I'00</i>	<i>I'01</i>
Launavísitala (1990 = 100).....	156,7	167,1	176,8	1,4	0,5	3,9	7,4	4,3	8,9
Laun á almennum vinnumarkaði.....	148,0	156,3	167,1	1,9	0,5	4,6	5,4	2,1	11,1
Laun opinb. starfsmanna og bankamanna.....	170,6	184,4	192,1	0,5	0,8	2,9	10,3	7,6	5,7

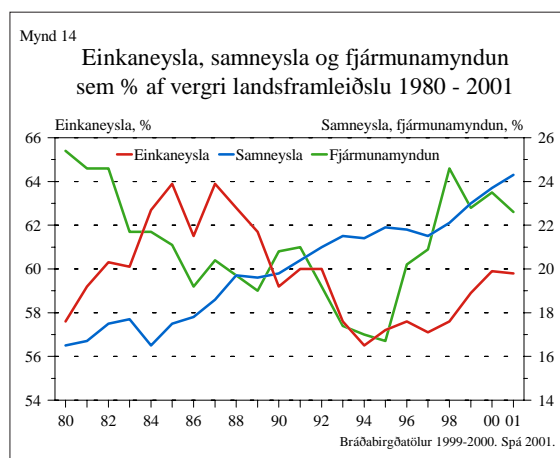
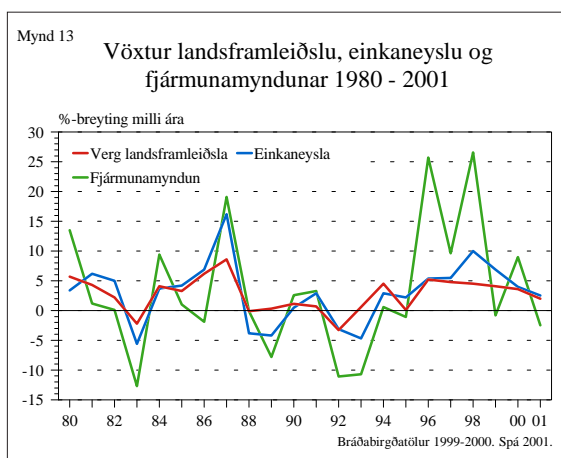
1. Staðvirt með neysluverðvísitölu. Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Kjararannsóknarnefnd, Seðlabanki Íslands.



Tafla 9 Þjóðhagslegt yfirlit

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Bráðab.tölur		Spá
							1999	2000	2001
<i>Milljarðar króna</i>									
Verg landsframleiðsla (VLF), verðlag hvers árs	412,0	438,8	451,4	484,0	524,7	577,4	623,6	669,4	716,5
Viðskiptajöfnuður, verðlag hvers árs	3,1	8,5	3,7	-8,1	-8,1	-40,1	-43,6	-68,9	-72,2
VLF á föstu verði ársins 1990.....	361,0	377,2	377,7	397,2	416,0	434,9	454,2	470,4	479,9
VÞF á föstu verði ársins 1990.....	352,5	363,3	368,3	390,3	409,4	428,1	445,6	458,4	465,6
<i>Magnbreytingar milli ára í %</i>									
Einkaneysla	-4,7	2,9	2,2	5,4	5,5	10,0	6,9	4,0	2,5
Samneysla.....	2,3	4,0	1,8	1,2	2,5	3,4	5,1	3,7	3,1
Fjármunamyndun.....	-10,7	0,6	-1,1	25,7	9,6	26,6	-0,8	9,0	-2,5
Atvinnuvegir.....	-24,7	0,5	7,3	53,0	17,9	38,0	-2,5	11,3	-4,2
Íbúðarhúsnæði	-5,8	0,0	-9,9	7,1	-6,1	1,1	0,3	1,4	2,0
Hið opinbera	14,4	-4,7	-12,4	-3,7	6,6	8,3	7,2	5,3	2,0
Þjóðarútgjöld	-4,2	2,5	2,2	7,2	5,7	12,3	4,6	5,4	1,1
Útflutningur vöru og þjónustu.....	7,0	9,9	-2,1	9,9	5,7	2,2	4,4	5,1	3,4
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	-1,8	18,0	6,1
Innflutningur vöru og þjónustu	-7,7	4,2	4,0	16,7	8,5	23,3	5,7	9,3	0,9
Vöruinnflutningur	-12,7	7,5	6,5	16,6	5,8	24,2	5,0	3,8	-0,5
Þjónstuiinnflutningur	6,2	-3,3	-2,5	16,9	15,8	21,1	7,5	23,2	4,0
Verg landsframleiðsla (VLF).....	0,6	4,5	0,1	5,2	4,8	4,5	4,1	3,6	2,0
Verg þjóðarframleiðsla (VÞF).....	0,9	3,1	1,4	6,0	4,9	4,6	4,1	2,9	1,6
Vergar þjóðartekjur.....	-1,0	3,7	0,8	4,6	5,8	6,5	4,3	1,9	2,1
Viðskiptakjör vöru- og þjónustuviðskipta.....	-4,2	0,1	1,2	-3,0	2,5	5,1	-0,4	-2,5	0,1
<i>Hlutföll af VLF (%)</i>									
Einkaneysla	57,6	56,5	57,2	57,6	57,1	57,6	58,9	59,9	59,8
Fjármunamyndun.....	17,4	17,0	16,7	20,2	20,9	24,6	22,8	23,5	22,6
Viðskiptajöfnuður.....	0,8	1,9	0,8	-1,7	-1,6	-6,9	-7,0	-10,3	-10,1
Þjóðhagslegur sparnaður	18,4	18,9	18,0	18,3	19,3	17,9	15,8	13,5	12,5

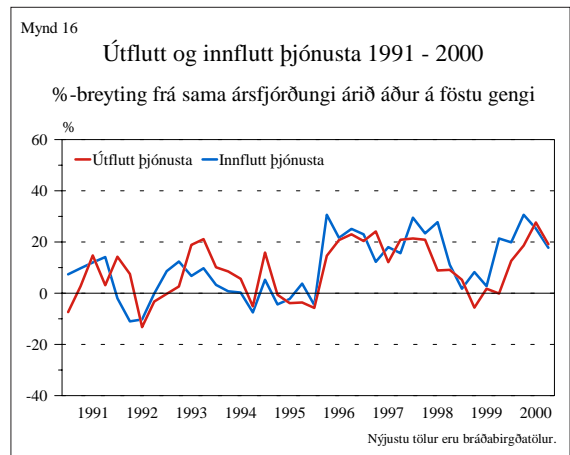
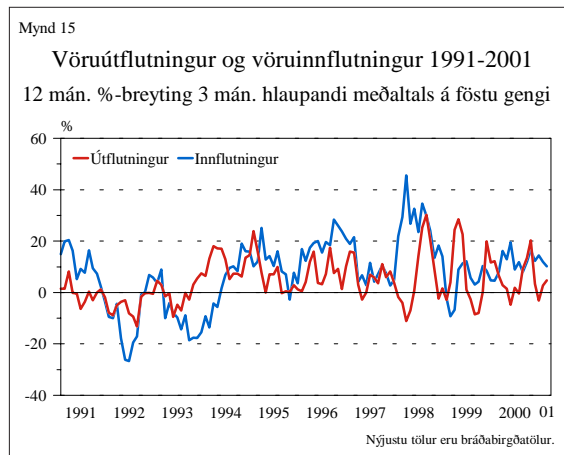
Heimild: Þjóðhagsstofnun.



Tafla 10 Greiðslujöfnuður¹ (frh. á næstu síðu)

Vöruviðskipti	Milljarðar króna					Breyting frá fyrra ári ² í % m.v.		
	1997	1998	1999	2000	Jan.-feb.'01	3 mán.	6 mán.	12 mán.
Vöruskiptajöfnuður	0,3	-25,0	-22,4	-38,4	-0,6	.	.	.
Útfluttar vörur f.o.b.....	131,2	136,6	144,9	148,4	27,6	4,9	3,6	2,7
Útfluttar vörur án skipa og flugvéla	126,0	134,3	138,5	145,5	26,5	1,5	3,7	4,7
Sjávarafurðir	93,6	99,2	97,7	94,5	15,2	-8,8	-5,7	-3,0
Ál og kísiljárn	18,9	21,6	25,7	30,7	8,0	23,3	16,6	22,2
Aðrar iðnaðarvörur	9,9	9,9	11,4	15,1	2,3	15,2	32,0	20,3
Innfluttar vörur f.o.b.	131,0	161,6	167,8	187,3	28,3	10,2	11,0	12,4
Innfluttar vörur án skipa og flugvéla	128,2	154,2	159,7	177,5	27,2	7,0	9,5	11,0
Neysluvörur	43,8	52,0	58,3	59,3	....	...	...	...
Fjárfestingarvörur (án flutn.tækja) .	32,8	42,3	41,5	44,3	7,5	16,7	16,9	9,7

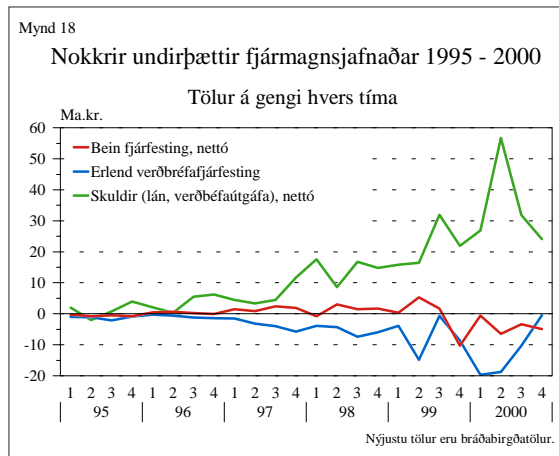
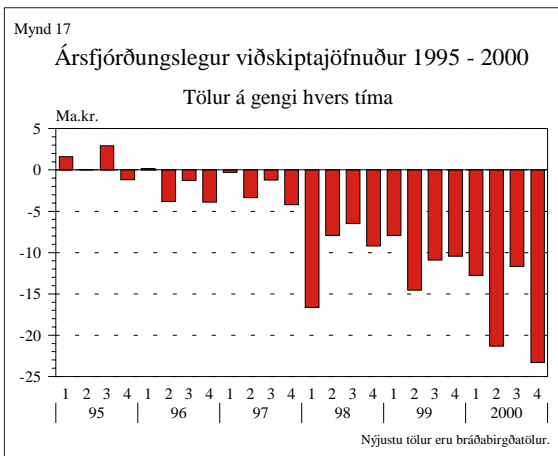
Þjónustu- og þáttaviðskipti	Milljarðar króna					Breyting frá fyrra ári ² í ma.kr. m.v.		
	1997	1998	1999	2000	4. ársfj. 2000	3 mán.	6 mán.	12 mán.
Þjónustujöfnuður	3,0	-1,3	-7,0	-10,8	-6,1	.	.	.
Útflutt þjónusta, alls.....	59,7	67,1	67,1	81,1	19,4	20,7	24,6	21,8
Samgöngur	25,7	31,1	29,9	40,0	9,6	55,0	45,8	35,1
Ferðalög	12,3	14,6	16,1	18,0	3,7	7,1	10,1	12,8
Önnur þjónusta	21,7	21,4	21,2	23,1	6,1	-5,2	8,1	10,0
Innflutt þjónusta, alls	-56,8	-68,4	-74,2	-91,9	-25,4	19,2	22,6	25,0
Samgöngur	-17,9	-22,8	-25,6	-32,7	-9,7	24,6	30,8	28,7
Ferðalög	-22,9	-28,0	-31,5	-37,1	-9,5	6,9	15,2	18,9
Önnur þjónusta	-15,9	-17,6	-17,1	-22,1	-6,3	33,8	23,9	30,7
Jöfnuður þáttatekna	-11,9	-12,7	-13,5	-19,0	-6,1	.	.	.
Tekjur	7,3	8,5	8,6	11,6	2,6	16,8	20,5	36,2
Laun	4,1	4,7	4,9	5,0	0,9	-26,3	-8,2	2,5
Vextir	0,6	0,6	1,4	3,1	0,7	68,5	86,0	122,9
Ávöxtun hlutfjár ³	2,6	3,1	2,3	3,5	0,9	79,4	37,5	54,4
Gjöld	-19,2	-21,2	-22,1	-30,6	-8,7	94,1	56,1	39,6
Laun	-0,4	-0,3	-0,3	-0,8	-0,5	471,0	279,1	149,8
Vextir	-2,1	-2,3	-1,0	-1,0	-0,1	-210,3	-112,8	3,6
Ávöxtun hlutfjár ³	-16,7	-18,6	-20,8	-28,7	-8,0	79,3	58,3	39,5
Rekstrarframlög	-0,2	-1,0	-0,7	-0,8	-0,3	88,8	64,9	6,1
Viðskiptajöfnuður	-8,9	-40,1	-43,6	-68,9	-23,2	.	.	.



Tafla 10 Greiðslujöfnuður (frh.)¹

	Milljarðar króna					Breyting frá fyrra ári ² í ma.kr. m.v.		
	1997	1998	1999	2000	4. ársfj.2000	3 mán.	6 mán.	12 mán.
Fjármagnsjöfnuður	17,7	45,9	60,4	66,1	8,2	.	.	.
Fjárframlög.....	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,2	-0,2
Fjármagnshreyfingar ⁴	17,7	46,2	60,4	66,3	8,1	-0,7	-13,5	6,4
Hreyfingar án forða.....	14,5	48,5	65,8	61,0	6,0	-3,2	-20,0	-4,2
Bein fjárfesting , nettó	6,6	5,4	-2,9	-15,3	-4,9	6,0	0,6	-12,4
Erlendis	-3,6	-5,0	-7,7	-25,4	-14,4	-7,7	-11,8	-17,8
Á Íslandi	10,3	10,4	4,8	10,0	9,5	13,7	12,4	5,3
Verðbréfavíðskipti, nettó.....	-17,3	-16,8	42,6	34,8	14,4	17,9	-3,1	-7,4
Erlend verðbréf.....	-14,4	-21,5	-28,1	-49,2	-0,5	8,7	-1,1	-21,3
Hlutafé	-12,8	-17,9	-26,8	-49,9	-5,8	0,5	-6,3	-23,4
Skuldaskjöl	-1,6	-3,6	-1,4	0,7	5,3	8,2	5,2	2,1
Innlend verðbréf	-2,8	4,7	70,8	84,0	14,9	9,2	-2,0	13,9
Hlutafé	-0,1	1,0	4,0	-8,0	-5,3	-8,0	-8,4	-11,9
Skuldaskjöl	-2,8	3,7	66,7	92,0	20,2	17,2	6,4	25,9
Aðrar fjármagnshreyfingar, nettó ⁴	25,2	60,0	26,1	41,5	-3,6	-27,1	-17,5	15,7
Eignir	-11,6	0,3	-12,7	-6,9	-11,8	-21,2	-13,7	5,6
Skuldir.....	36,7	59,7	38,7	48,4	8,3	-5,8	-3,8	10,0
Gjaldeyrisforði (- aukning).....	3,2	-2,3	-5,3	5,3	2,1	2,5	6,5	10,6
Skekkjur og vantalið, nettó	-8,8	-5,9	-16,8	2,8	15,0	12,8	.	.
<i>Liðir til skýringa:</i>								
Skuldabréf, lán o.fl., nettó.....	24,0	57,8	86,1	139,5	24,1	0,8	0,6	54,2
Eignir	-10,0	-5,6	-19,4	-0,8	-4,4	-10,5	-2,0	18,3
Seðlabankinn	3,1	-2,3	-1,1	6,5	2,2	2,5	5,6	7,6
Hið opinbera	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innlánsstofnanir	-6,0	0,0	-9,3	-4,1	-11,0	-17,0	-14,2	5,2
Aðrir.....	-7,1	-3,3	-8,9	-3,2	4,5	4,0	6,6	5,6
Skuldir.....	34,0	63,4	105,5	140,4	28,5	11,3	2,9	36,0
Seðlabankinn	0,0	3,9	-4,3	9,4	0,7	-3,0	-0,5	13,7
Hið opinbera	-0,4	-3,5	5,6	14,9	2,8	5,4	6,7	9,4
Innlánsstofnanir	21,8	35,0	56,0	74,6	11,4	-2,9	-4,0	19,3
Aðrir.....	12,7	28,1	48,1	41,4	13,6	11,8	0,7	-6,3

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur. 2. Reiknað á föstu gengi. 3. Arðgreiðslur og endurfjárfesting hagnaðar í beinni fjárfestingu. 4. Flæði til landsins er með jákvæðu formerki og stafar af lækkun á erlendri eign eða skuldaaukningu, en flæði frá landinu er með neikvæðu formerki, þ.e. eignaukning eða endurgreiðsla skulda. Heimild: Seðlabanki Íslands.

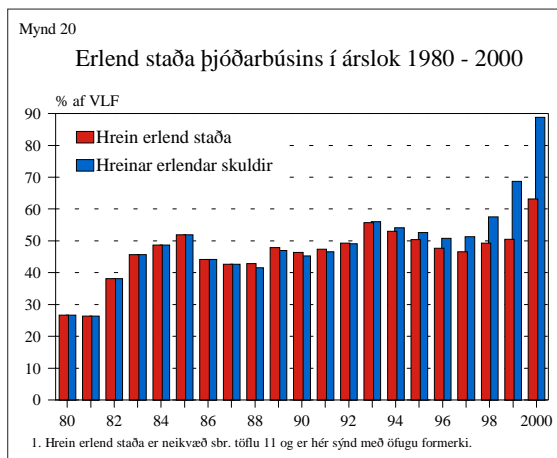
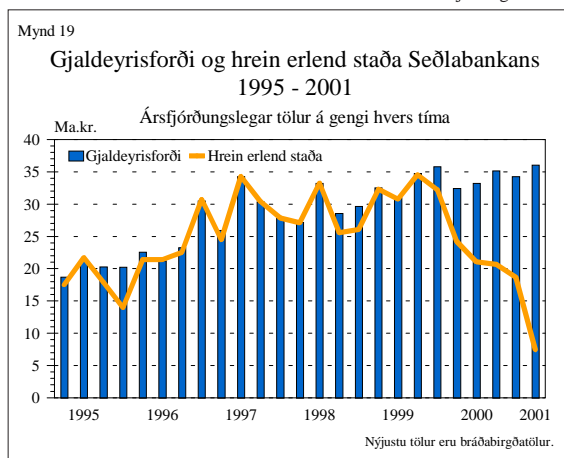


Tafla 11 Erlend staða þjóðarbúsins

Staða í lok tímabils í ma.kr.

	1996	1997	1998	1999	2000	mars'00	júni'00	sept.'00	des.'00
Hrein staða við útlönd	-227,7	-246,1	-288,9	-311,1	-452,3	-313,8	-373,0	-410,3	-452,3
Erlendar eignir	87,1	115,2	152,2	242,5	310,9	263,7	278,6	298,7	310,9
Bein fjárfesting	16,1	19,8	23,5	31,4	47,6	33,0	37,7	42,1	47,6
Eigið fjármagn	6,6	9,3	9,7	15,2	36,4	16,8	24,9	27,9	36,4
Lán til tengdra félaga	9,5	10,5	13,8	16,2	11,2	16,2	12,8	14,2	11,2
Erlend markaðsverðbréf	23,0	40,6	72,5	138,8	186,3	161,8	172,5	188,8	186,3
Hlutabréf	12,2	28,7	57,5	124,3	179,7	144,5	159,8	177,4	179,7
Skuldaskjöl	10,8	11,9	14,9	14,5	6,6	17,3	12,7	11,3	6,6
Aðrar fjáreignir en forði	17,3	27,0	26,6	36,6	42,8	36,5	35,2	32,7	42,8
Gjaldeyrisforði	30,8	27,8	29,6	35,8	34,2	32,4	33,2	35,2	34,2
Erlendar skuldir alls	314,8	361,3	441,1	553,6	763,2	577,5	651,6	709,0	763,2
Bein fjárfesting á Íslandi	13,2	23,9	31,7	38,4	42,5	39,5	36,5	37,6	42,5
Eigið fjármagn	7,7	14,3	23,8	26,5	31,6	27,5	26,3	26,7	31,6
Lán frá tengdum félögum	5,6	9,6	7,9	11,9	10,9	12,0	10,2	10,9	10,9
Innlend markaðsverðbréf	152,5	152,1	157,6	227,4	347,1	227,6	282,3	323,0	347,1
Hlutfé	0,1	0,0	1,0	4,8	1,6	4,7	2,3	2,1	1,6
Skuldaskjöl	152,5	152,1	156,7	222,6	345,5	222,8	280,0	320,9	345,5
Aðrar erlendar skuldir	149,0	185,3	251,7	287,7	373,6	310,4	332,8	348,4	373,6
Löng lán	111,1	132,7	198,6	232,7	287,1	229,4	246,5	259,8	287,1
Skammtímaskuldir	37,9	52,6	53,1	55,0	86,5	81,0	86,3	88,6	86,5
Ýmsar kennitölur									
Áhættufjármagn, nettó	15,0	24,6	48,3	112,4	183,2	133,2	158,7	179,8	183,2
Skuldabréf, lán o.fl., nettó	-242,7	-270,7	-337,2	-423,5	-635,5	-447,0	-531,7	-590,1	-635,5
Seðlabankinn	31,1	27,9	26,0	32,2	18,6	24,1	21,0	20,6	18,6
Hið opinbera	-136,7	-137,4	-135,3	-138,1	-165,5	-131,6	-141,7	-156,5	-165,5
Innlánsstofnanir	-37,7	-54,8	-94,1	-145,2	-328,3	-168,8	-282,9	-315,4	-328,3
Aðrir geirar	-99,4	-106,3	-133,9	-172,3	-160,3	-170,7	-128,1	-138,7	-160,3
Hlutföll af landsframleiðslu¹									
Hrein erlend staða	-47,7	-46,6	-49,3	-50,5	-63,2	-46,2	-54,9	-60,4	-66,6
Hreinar erlendar skuldir ²	50,8	51,3	57,5	68,7	88,8	65,8	78,3	86,9	93,6
Vergar erlendar skuldir ²	63,2	63,9	69,6	82,8	100,5	78,5	90,3	98,6	105,9
Langtímaskuldir	50,7	50,2	57,4	66,2	81,6	62,1	70,6	79,3	86,4
Skammtímaskuldir	12,5	13,7	12,2	16,6	19,0	16,4	19,7	19,3	19,5

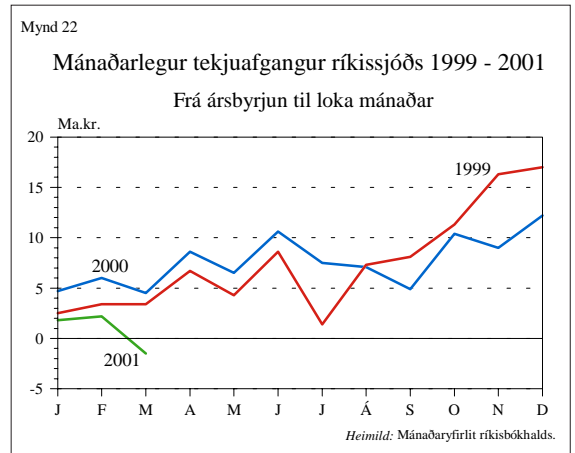
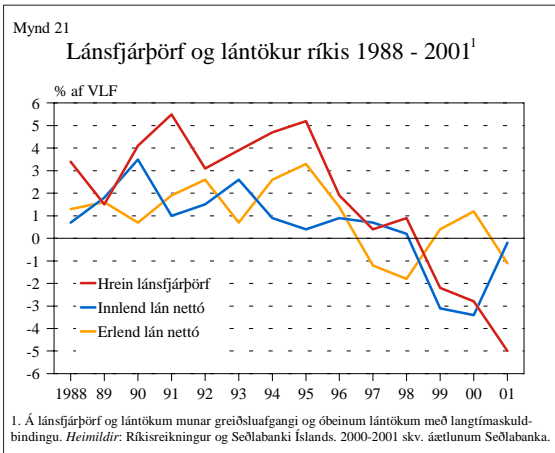
1. Skuldastaða er reiknuð á meðalgengi árs til samræmis við verga landsframleiðslu og útflutningstekjur. Skuldastaða í lok ársfjórðungs er reiknuð beint í hlutfalli við áætlaða landsframleiðslu ársins. 2. Án áhættufjármagns. Heimild: Seðlabanki Íslands.



Tafla 12 Yfirlit um fjármál ríkissjóðs ¹

Fjárhæðir eru í ma.kr.	1997	1998 ²	1999	Jan. - des. ³		%breytt milli ára	Sl. 4 mán. til mars'00 mars'01		%breytt milli ára
				1999	2000				
Tekjur.....	135,3	180,8	222,6	195,0	207,6	6,4	71,2	77,0	8,1
Gjöld.....	134,6	189,6	199,0	178,0	195,4	9,8	66,0	75,3	14,1
Afgangur.....	0,7	-8,8	23,6	17,0	12,2	.	5,2	1,7	.
Viðskiptareikningar nettó.....	-3,0	-1,5	-13,8	1,5	2,6	.	6,7	1,8	.
Lánveitingar, nettó (innstreymi).....	-0,3	2,9	-2,5	3,3	2,0	.	0,3	0,2	.
Hlutfjárviðskipti og stofnfé.....	0,4	2,0	6,3	4,6	-0,3	.	-0,1	-0,1	.
Afgangur fyrir lántökur.....	-2,1	-5,4	13,6	26,4	16,5	.	12,2	3,6	.
Hreinar lántökur.....	2,3	-9,5	-4,0	-26,7	-16,2	.	-9,1	-1,1	.
Stuttar innlendar.....	-3,9	2,9	-6,7	-5,3	-3,9	.	5,5	3,7	.
Langar innlendar.....	7,8	-2,0	2,7	-14,3	-13,5	.	-9,5	-3,2	.
Erlendar.....	-6,5	-10,4	0,0	-1,1	8,2	.	-1,4	3,6	.
Lífeyrissjóðir og ógreiddir vextir ⁴	5,0	0,0	0,0	-6,0	-7,0	.	-3,7	-5,3	.
Greiðslujöfnuður.....	0,2	-9,5	9,6	-0,3	0,3	.	3,0	2,5	.
<i>Helstu tekna- og útgjaldaliðir</i>									
Tekjur alls.....	135,3	180,8	222,6	195,0	207,6	6,4	71,2	77,0	8,1
Skattar alls.....	125,5	161,2	187,8	174,6	193,1	10,6	65,6	71,5	9,0
Tekjuskattur einstaklinga, alls.....	17,7	32,3	38,0	36,5	42,4	16,2	14,5	16,7	15,0
Aðrir tekju- og eignarskattar ⁵	14,8	18,2	23,5	19,9	23,8	19,6	10,8	12,8	18,9
Virðisaukaskattur.....	50,0	59,3	70,0	63,3	69,1	9,0	21,6	22,4	3,3
Vörugjöld og bílagjöld ⁶	27,0	30,7	33,4	33,0	34,1	3,5	11,1	11,0	-1,4
Tryggingagjöld.....	14,3	16,1	17,8	16,9	18,9	11,7	5,6	6,8	21,0
Aðrir skattar.....	1,6	4,6	5,1	5,0	4,9	-3,1	1,9	1,8	-3,3
Vextir, arður og leiga.....	8,3	10,8	12,0	8,1	8,8	9,3	3,0	3,5	14,3
Eignasala, tekjuhloti.....	0,6	2,5	11,0	7,0	0,6	-91,6	0,1	0,2	22,1
Aðrar tekjur.....	0,9	6,3	11,8	5,3	5,1	-5,1	2,4	1,8	-24,0
Gjöld alls.....	134,6	189,6	190,4	178,0	195,4	9,8	66,0	75,3	14,1
Rekstrargjöld.....	54,4	84,3	83,4	75,2	83,8	11,5	30,2	30,3	0,2
Rekstrar- og neyslutilfærslur.....	50,9	71,7	73,9	73,9	78,9	6,7	24,5	30,2	23,2
Fjármagnskostnaður.....	14,9	16,0	14,7	11,2	16,1	44,5	6,7	9,2	38,1
Viðhald.....	3,9	4,1	4,2	4,2	4,5	8,0	0,9	1,0	13,7
Fjárfesting.....	10,5	13,6	14,2	13,5	12,1	-10,6	3,7	4,6	24,4

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 spariskirteinavaxta fela í sér óbeina lántöku og eru meðhöndluð sem slíkar. 5. Gjald í framkv.sjóð aldraðra, fjármagnstekjuskattur, tekjuskattur félaga, eignarskattur, erfðafjárskattur, stimpilgjöld. 6. Vörugjald, áfengisgjald, hagnaður ÁTVR, sérstakt og almennt vörugjöld af bensíni, vörugjöld af ökutækjum, almenn innflutningsgjöld, bifreiðagjald og þungaskattur. *Heimild: Ríkisbókhald.*

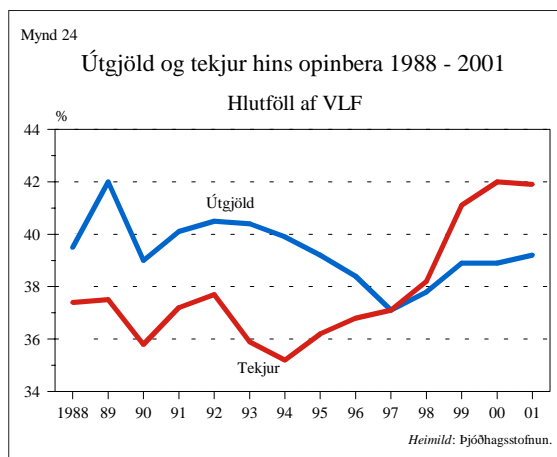
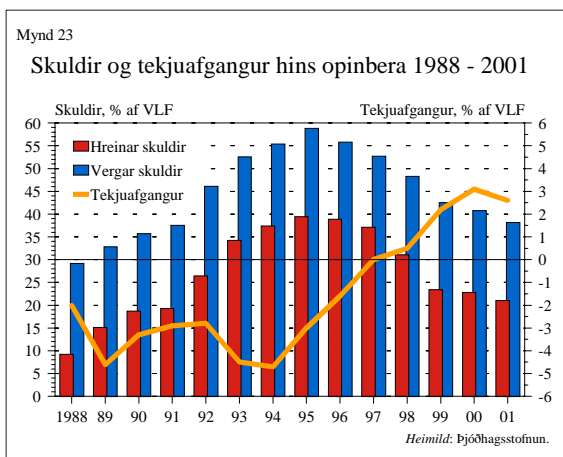


Tafla 13 Fjármál hins opinbera ¹

Í milljörðum króna	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Áætlanir	
									2000	2001
Hið opinbera										
Tekjur.....	150,9	148,1	154,5	163,6	179,1	194,8	220,8	256,0	280,9	299,9
Útgjöld.....	162,1	166,5	175,1	177,0	186,8	194,9	218,0	242,5	260,2	281,5
Tekjuafgangur/halli.....	-11,2	-18,4	-20,6	-13,4	-7,7	-0,1	2,8	13,6	20,7	18,5
Hreinar skuldir.....	106,5	143,2	165,5	179,3	191,5	196,5	180,7	147,6	157,6	153,8
Vergar skuldir.....	185,6	220,1	245,1	267,6	274,4	279,4	280,5	272,1	282,4	280,4
Ríkissjóður										
Tekjur.....	121,6	119,0	125,1	131,3	144,6	151,3	170,5	197,9	216,6	229,9
Útgjöld.....	131,2	132,8	138,5	142,8	151,9	148,5	164,3	183,4	194,1	211,1
Tekjuafgangur/halli.....	-9,6	-13,8	-13,4	-11,6	-7,3	2,7	6,2	14,5	22,5	18,8
Hreinar skuldir.....	98,4	130,6	144,9	155,4	168,2	172,3	151,3	118,8	123,3	116,7
Vergar skuldir.....	166,1	195,6	213,9	232,6	239,2	241,6	237,8	226,0	232,8	227,2
Sveitarfélög										
Tekjur.....	31,5	31,0	31,9	34,9	40,0	48,2	54,4	60,9	67,3	75,1
Útgjöld.....	33,2	35,7	38,8	36,4	40,5	51,2	58,6	63,8	69,2	75,5
Tekjuafgangur/halli.....	-1,7	-4,7	-6,8	-1,4	-0,4	-3,0	-4,3	-2,9	-1,8	-0,4
Hreinar skuldir.....	10,2	14,6	22,2	25,1	24,2	25,0	30,1	29,4	34,9	37,7
Vergar skuldir.....	20,4	25,2	31,8	35,6	35,7	38,4	43,3	46,8	50,2	53,8
Hið opinbera, % af VLF										
Tekjur.....	37,7	35,9	35,2	36,2	37,0	37,1	38,2	41,1	42,0	41,9
Útgjöld.....	40,5	40,4	39,9	39,2	38,6	37,1	37,8	38,9	38,9	39,3
Tekjuafgangur/halli.....	-2,8	-4,5	-4,7	-3,0	-1,6	0,0	0,5	2,2	3,1	2,6
Hreinar skuldir.....	26,4	34,2	37,4	39,4	38,9	37,1	31,1	23,0	22,8	20,6
Vergar skuldir.....	46,1	52,6	55,4	58,8	55,8	52,7	48,3	42,5	40,8	37,6

1. Hið opinbera er ríki, sveitarfélög og almannatryggingar. Tekjur og gjöld eru hér samkvæmt uppgjöri Þjóðhagsstofnunar samkvæmt þjóðhagsreikningakerfi Sameinuðu þjóðanna. Stærstu frávikin frá ríkisreikningi eins og hann er framsettur frá og með 1998 eru að: a) einungis eru færð útgjöld vegna lífeyris ríkisstarfsmanna sem nemur hækkun lífeyrisskuldbindinga vegna atburða á viðkomandi ári; b) afskrifir skattakrafna eru ekki færðar til gjalda heldur er varúðarafskrift vegna ofálagningar dregin frá tekjum; c) eignasala er ekki færð til tekna heldur með eignahreyfingum.

Heimild: Þjóðhagsstofnun.



Tafla 14 Velta ¹

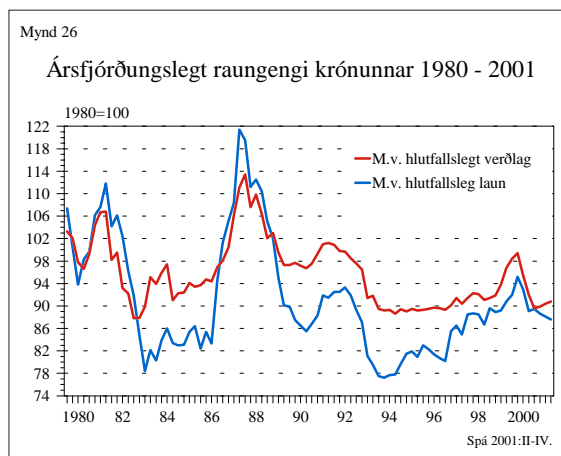
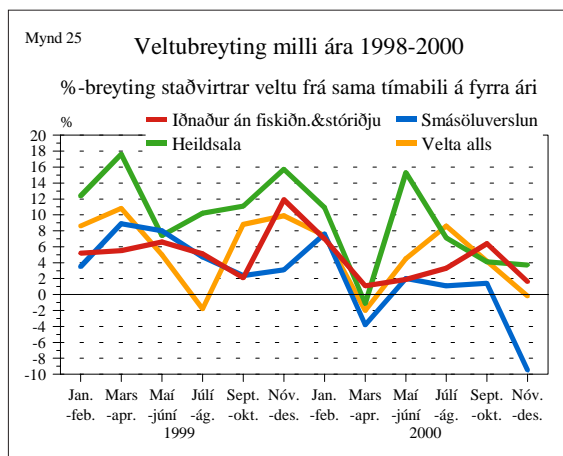
Ma.kr.	Janúar-desember			%br. frá fyrra ári, jan.-des. ²	
	1998	1999	2000	1999	2000
Samtals iðnaður	237.890	248.102	261.683	1,0	0,3
Iðnaður án fiskiðnaðar	145.227	158.689	173.941	5,9	4,2
Iðnaður án fiskiðnaðar og stóriðju	122.323	132.921	142.423	6,3	3,4
Smásöluverslun (án eldsneytis)	147.620	158.374	161.132	5,1	-0,9
Heildsala	211.984	243.093	265.645	12,3	6,5
Heildsala án eldsneytis	186.102	214.333	226.881	12,8	3,1
Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð	63.029	68.418	82.425	5,2	14,6
Samtals	952.111	1.040.648	1.115.875	6,9	3,4
Samtals án eldsneytis	926.228	1.011.889	1.077.111	5,8	1,2

1. Byggt á virðisaukaskattskýrslum. Ný aðferð var notuð í fyrsta sinn við uppgjör ársins 1998 og tölur eru því ekki samanburðarhæfar við tölur fyrri ára.
2. Reiknað út frá veltu staðvirtri með neysluverðsvisitölu. Heimild: Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

Tafla 15 Raungengi íslensku krónunnar

Raungengi (1980=100)	Meðalstaða árs					I ársfj.	%breyt. frá fyrra ári		
	1996	1997	1998	1999	2000		III '00	IV '00	I '01
m.v. hlutfallslegt neysluverðlag	89,5	90,3	91,7	93,5	96,3	89,6	1,8	-4,9	-8,9
m.v. hlutfallslegan launakostnað á einingu	81,9	84,3	88,1	89,6	92,3	89,5	4,3	-1,8	-2,7
<i>%breyting frá fyrra ári</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>Brb. 2000</i>	<i>Áætlun 2001</i>
Nafngengi	-6,2	-4,7	0,8	0,0	1,2	1,5	0,0	0,4	-8,1
Erlent verðlag	3,2	2,4	2,4	2,0	2,1	1,7	1,5	2,3	2,2
Innlent verðlag	4,1	1,5	1,7	2,3	1,8	1,7	3,4	5,1	4,2
Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag	-5,4	-5,5	0,1	0,3	0,9	1,6	1,9	3,1	-6,4
Erlend framleiðni	1,7	2,5	1,4	1,5	1,5	1,2	1,2	1,8	1,8
Innlend framleiðni	1,5	4,0	-1,0	2,1	2,3	1,8	1,5	1,4	1,0
Erlend laun	4,3	2,8	3,1	3,5	3,3	3,4	3,3	3,2	3,7
Innlend laun	0,9	0,8	4,3	5,2	5,8	7,1	5,5	5,7	7,2
Raungengi miðað við hlutfallsleg laun	-9,0	-7,9	4,4	1,1	3,0	4,6	1,7	3,0	-4,2

Heimild: Seðlabanki Íslands.



Tafla 16 Fasteignamarkaður og eignaverð

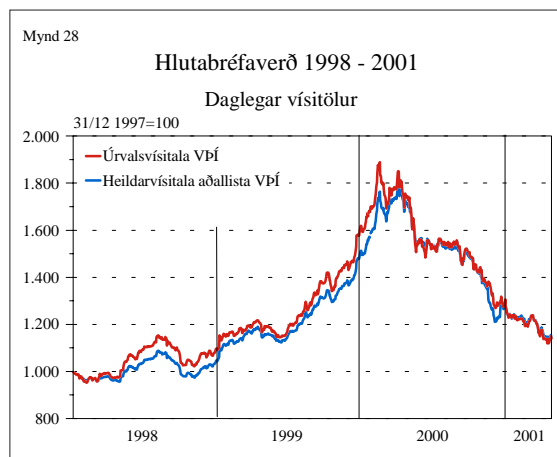
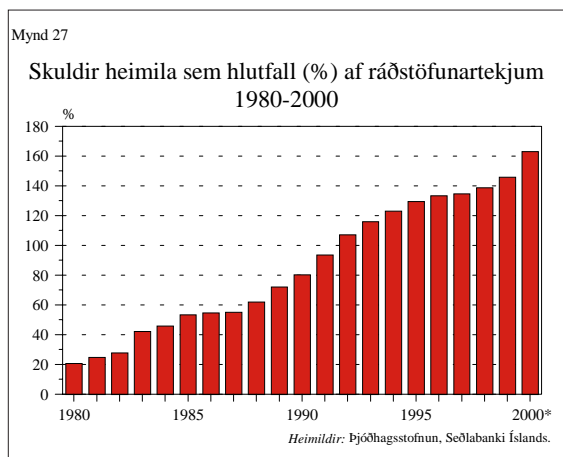
Fasteignamarkaður ¹	1997	1998	1999	2000	1 mán. %-br.		12 mán. %-breytingar			
					feb.'01	mars'01	mars'99	mars'00	mars'01	
Verðvísitala íbúðarhúsnæðis á höfuðb.svæði ²	109,1	125,1	147,4	157,5	0,9	0,7	9,8	21,2	10,0	
Verð í fjölbýli á höfuðborgarsvæði ²	108,8	124,3	146,2	154,4	1,2	0,5	9,3	22,4	8,1	
Afgreidd húsbref, raunmarkaðsvirði (ma.kr.) ³ ..	20,3	30,6	25,8	1,9	-10,5	-1,1	13,6	14,5	-20,2	
Fjöldi afgreiddra umsókna íbúðalánasjóðs ⁴	2.214	2.406	2.313	202	-6,7	-3,2	10,0	9,6	4,3	
<i>Verð veiðiheimilda (meðalverð tímabils, kr./kg.)</i>										
Verð varanlegra þorskheimilda (kr./kg.).....	758	771	860	710	0,0	-5,3	-1,4	16,4	-16,5	
Verð skammtíma þorskheimilda (kr./kg.).....	87	105	110	96	-3,6	1,1	33,0	8,1	-16,5	
<i>Hlutafjarmarkaður</i>										
	Í árslok				30/4	%breyting til 30. apríl 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	1.139	-3,3	-6,4	-20,4	-34,7	
Heildarvísitala aðallista VPÍ.....	1.000	1.047	1.512	1.303	1.144	-3,7	-6,8	-19,2	-33,3	
<i>Atvinnugreinavísitölur VPÍ, 31/12 1997 = 100</i>										
Sjávarútvegur	100	96	108	75	68	-0,9	-5,0	-15,2	-34,2	
Fjármál og tryggingar.....	100	111	190	163	148	-4,5	-3,6	-19,2	-34,6	
Samgöngur	100	131	211	118	101	-4,5	-12,0	-22,1	-45,5	
Iðnaður og framleiðsla	100	96	150	156	114	-3,9	-18,7	-28,6	-39,9	

1. Tölur innan ársins eru 3 mán. hreyfanleg meðaltöl. 2. Janúar 1996=100. 3. Breytingar eru reiknaðar út frá tölum sem eru staðvartar með vísitölu fasteignaverðs á höfuðborgarsvæði. 4. Til nýbygginga og endurbóta. Heimildir: Fasteignamat ríkisins, LÍU, Kvótaping, Verðbrefafing 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 ¹	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	563,6	11,1
Skuldir heimila við lánakerfið.....	262,5	289,1	317,9	350,7	386,2	442,6	510,6	610,0	19,5
Skuldir heimila sem % af ráðstöfunartekjum.....	116,0	122,9	129,4	133,4	134,7	138,7	145,8	163,0	.
Skuldir fyrirtækja við lánakerfið.....	335,1	332,1	327,3	359,2	420,7	509,4	658,6	813,3	23,5
Skuldir sjávarútvegsfyrirtækja	101,8	95,6	93,6	116,1	123,1	139,7	148,3	179,1	20,7

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



Tafla 18 Afkoma fyrirtækja

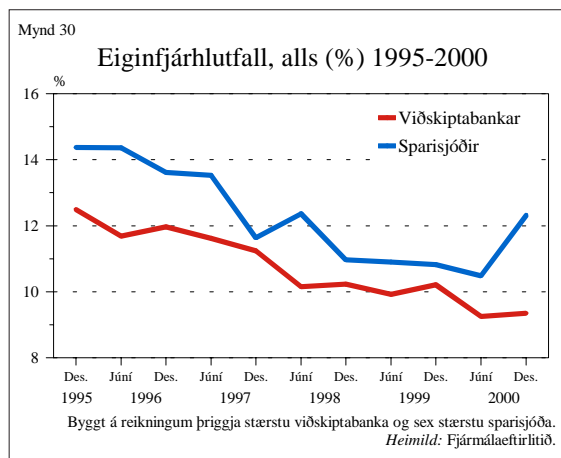
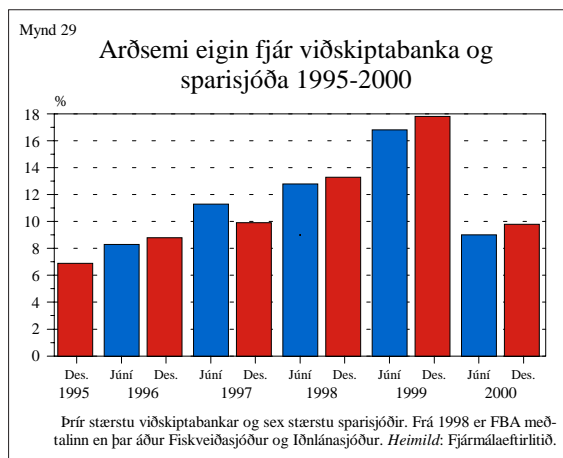
Úr reikningum hlutfélaga á VPÍ¹

	1998	1999	2000	Breyting '99-'00	% af veltu	
					1999	2000
<i>Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna</i>						
Hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnsliði	21,9	20,9	27,9	7,0	7,3	7,8
Sjávarútvegur	10,1	7,2	8,7	1,5	14,7	17,4
Samgöngur	3,6	3,8	2,4	-1,4	8,4	4,7
Hugbúnaður	0,3	1,2	1,6	0,4	8,7	10,2
Iðnaður og framleiðsla	1,8	2,1	5,5	3,4	7,5	12,5
Hagnaður eftir skatta	6,7	8,1	-1,8	-9,9	2,9	-0,5
Sjávarútvegur	1,3	1,0	-4,8	-5,8	2,1	-9,5
Samgöngur	1,5	3,0	-0,5	-3,5	6,4	-0,8
Hugbúnaður	0,3	0,6	1,0	0,4	4,5	6,0
Iðnaður og framleiðsla	0,8	0,6	1,3	0,7	2,3	2,9
Eiginfjárlutfall félaga á VPÍ	35,0	33,8	30,1	.	.	.
Arðsemi eigin fjár félaga á VPÍ	8,2	7,1	-1,7	.	.	.
Fjöldi hlutfélaga á VPÍ í lok tímabils	67	75	75	0	.	.

Úr reikningum viðskiptabanka og sparisjóða²

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	% -breyting	
							'98-'99	'99-'00
<i>Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna</i>								
Hreinar vaxtatekjur	12,3	12,4	13,3	14,4	18,0	21,1	25,2	17,1
Aðrar rekstrartekjur	6,1	7,0	8,6	9,9	13,4	13,4	35,6	0,6
Hreinar rekstrartekjur	18,4	19,4	21,9	24,3	31,4	34,6	29,4	10,1
Rekstrargjöld	12,5	13,2	14,5	16,5	19,6	22,7	18,4	15,9
Framlag í afskriftareikning	3,1	2,9	2,0	3,1	3,6	4,0	15,0	10,7
Matsverðsbreytingar	-	-	-	-	-	1,7	.	.
Tekju- og eignarskattur	0,9	0,9	1,2	0,5	1,5	1,9	204,6	22,7
Hagnaður	1,7	2,4	3,0	4,1	6,7	4,4	62,6	-34,7
Heildareignir í lok tímabils	295,8	330,2	385,5	496,9	627,0	789,7	26,2	25,9
Eigið fé í lok tímabils	27,1	29,8	33,0	37,6	44,2	49,1	17,7	11,1
<i>% í lok tímabils</i>								
Arðsemi eigin fjár	6,9	8,8	9,9	13,3	17,8	9,8	.	.
Kostnaðarhlutfall ³	68,1	67,8	66,2	68,1	62,3	65,6	.	.
Eiginfjárlutfall alls	12,7	12,2	11,3	10,3	10,3	9,7	.	.
Eiginfjárlutfall án vikjandi lána	11,7	10,8	9,9	8,6	7,9	6,6	.	.

1. Byggt á reikningum allra félaga á Verðbréfaþingi Íslands nema fjármála- og tryggingarfyrirtækja. Uppgjör ársins 1999 eru þöruð við árið 2000. 2. Þrjú stærstu viðskiptabankarnir og sex stærstu sparisjóðirnir. FBA er talinn með Íslandsbanka frá og með árinu 1998 en fyrir þann tíma eru Fiskveiðisjóður og 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	Finnl.	Danm.	Ísland	
Verðbólga sl. 12 mán.....	2,3	2,6	2,9	0,8	-0,1	1,8	3,7	2,9	2,3	4,5
Atvinnuleysi ¹	8,0	8,7	4,3	5,2	4,7	3,9	3,5	9,6	5,4	1,2
Hagvöxtur ²	2,9	3,0	2,7	2,6	2,8	3,2	0,9	5,5	2,3	3,6
Óverðtryggðir langtímavextir (nafnávöxtun) ³	4,6	4,6	4,9	5,2	0,5	4,8	6,6	5,0	5,1	10,9
Verðtryggðir langtímavextir (raunávöxtun) ³	...	...	3,1	3,0	...	2,8	...	...	...	5,9
Skammttímavextir ⁴	4,9	4,7	3,9	5,3	0,4	4,0	7,5	4,8	5,0	12,0
<i>Tölur fyrir árið 2000 (nema annað sé tilgr.):</i>										
VLF/mann m.v. kaupm.jafnvægi US\$ (ppp) ⁵	...	21,7	33,9	22,1	24,6	23,0	28,1	22,7	27,1	25,3
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	3,1
Vergar skuldir hins opinbera, % af VLF	70,3	72,7	59,5	53,5	112,3	56,2	26,1	43,5	50,4	40,8
Útgjöld hins opinbera, % af VLF	44,3	45,0	29,3	38,4	38,2	53,9	40,6	44,8	51,3	39,3
Viðskiptajöfnuður, % af VLF	-0,2	0,0	-4,3	-1,5	2,8	2,4	15,4	5,5	1,4	-10,3

1. Árstuðarleidd. 2. Árlegur hagvöxtur m.v. nýjustu ársfjórðungstölur fyrir öll lönd nema Ísland. Árstuðarleidd nema fyrir Danmörku og Svíþjóð. 3. Fimm ára ríkisskuldabréf. 4. Þriggja mánaða skuldbindingar á peningamarkaði. 5. Árið 1999. Í þús. Bandaríkjadala. Umreiknað á gengi sem leiðréttir fyrir verðlagsmuni milli ríkjana. Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Eurostat, OECD.

Tafla 20 Alþjóðleg hagþróun

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	<i>Spár</i>		
								2000	2001	
<i>Hagvöxtur, % á ári ¹</i>										
Heimsframleiðsla	2,3	3,7	3,6	4,0	4,2	2,8	3,5	4,8	3,2	
Evrusvæði	-0,8	2,3	2,3	1,5	2,4	2,9	2,6	3,4	2,4	
Bretland	2,3	4,4	2,8	2,6	3,5	2,6	2,3	3,0	2,6	
Bandaríkin	2,7	4,0	2,7	3,6	4,4	4,4	4,2	5,0	1,5	
Japan.....	0,5	1,0	1,6	3,3	1,9	-1,1	0,8	1,7	0,6	
Þróunarlönd.....	6,3	6,7	6,1	6,5	5,8	3,5	3,8	5,8	5,0	
Umskiptaríki.....	-7,6	-7,6	-1,5	-0,5	1,6	-0,9	2,6	5,8	4,0	
Vöxtur heimsverslunar, % á ári.....	3,7	9,0	9,1	6,5	10,1	4,2	5,3	12,4	6,7	
<i>Verðbólga:²</i>										
Evrusvæði	4,0	3,2	3,0	2,5	1,7	1,3	1,2	2,4	2,3	
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	1,5	2,2	3,4	2,6	
Japan.....	1,2	0,7	-0,1	0,1	1,7	0,6	-0,3	-0,6	-0,7	
<i>Atvinnuleysi:</i>										
Evrusvæðið	10,7	11,5	11,2	11,5	11,4	10,7	9,9	9,0	8,4	
Bretland.....	10,4	9,7	8,7	8,2	7,1	6,3	6,0	5,6	5,3	
Bandaríkin	6,9	6,1	5,6	5,4	5,0	4,5	4,2	4,0	4,4	
Japan.....	2,5	2,9	3,1	3,3	3,4	4,1	4,7	4,7	5,3	
<i>Jöfnuður hins opinbera, % af VLF ³</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 ⁴</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	1,7	1,8	2,1	

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.)

	<i>Verðlag</i> ¹		<i>Gengi</i>			<i>Vextir</i>			<i>Peningastærðir</i>			Hlutfall gjaldeyris- forða og vöruinnfl. ⁵	Erlendar skuldir % af VLF ⁶	Hag- vöxtur
	Vísitala neyslu- verðs ¹	Verð- bólga	Meðal- gengi krónu ²	Raungengi krónu ³		Meðaláv. spari- skírteina ⁴	Alm. skuldabréfa- lán banka (raunáv.) óverðtr.	verðtr.	% - breyting yfir ár					
			neysluverð	m.v. laun	m.v.				M3	Útlán innlánsst.	Útlán lánakerfis			
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	63,9	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	69,6	4,5
1999	189,6	3,4	313,1	93,5	89,6	4,4	8,0	8,6	16,9	23,3	17,7	2,6	82,8	4,1
2000	199,1	5,0	313,3	96,3	92,3	...	12,7	9,5	11,0	26,4	18,4	2,1	100,5	3,6

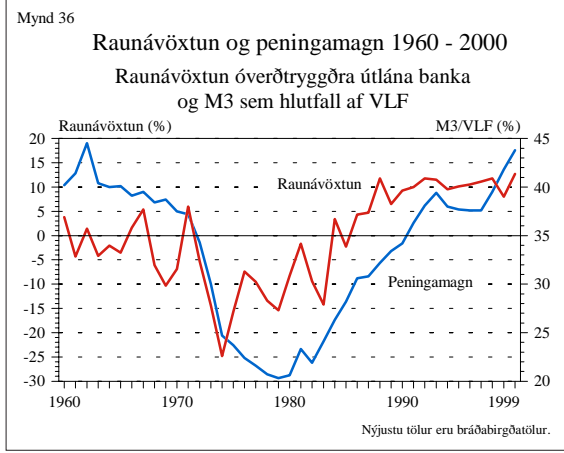
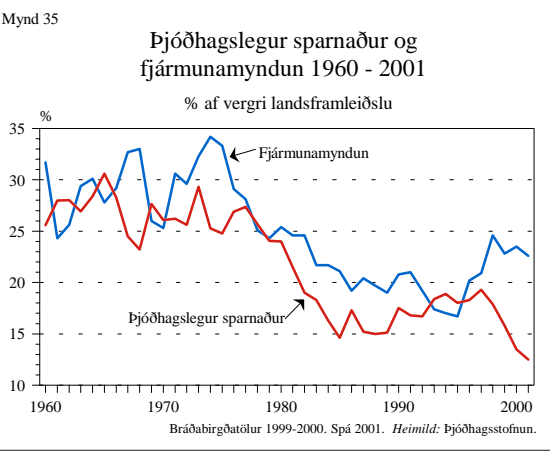
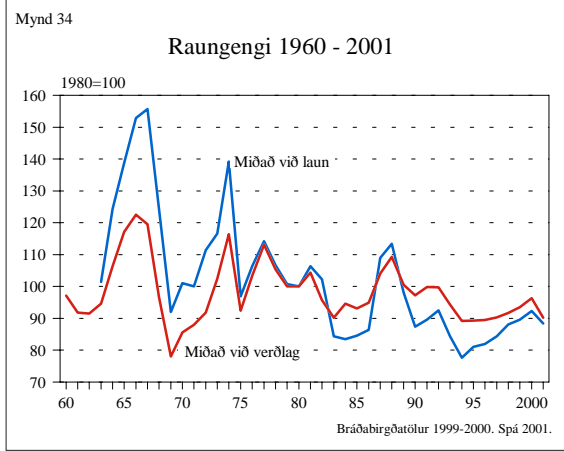
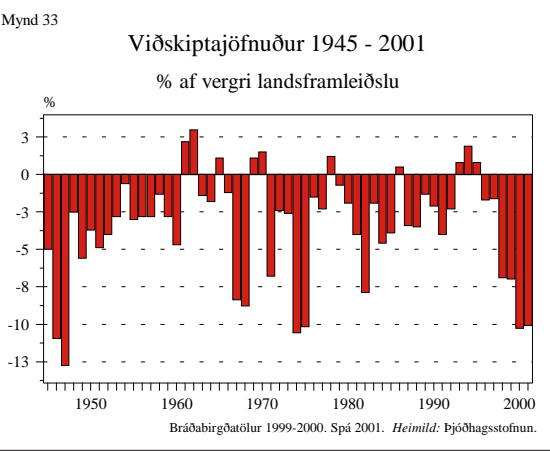
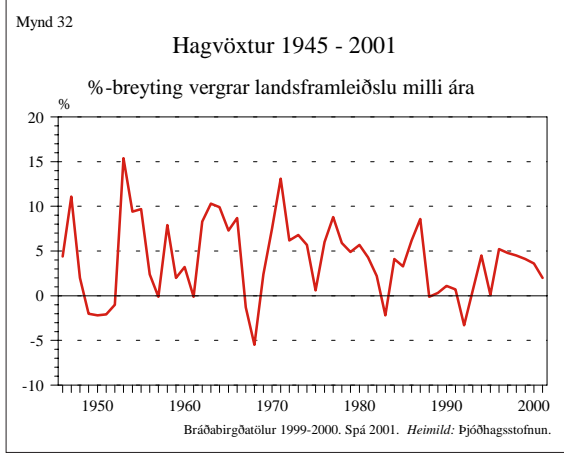
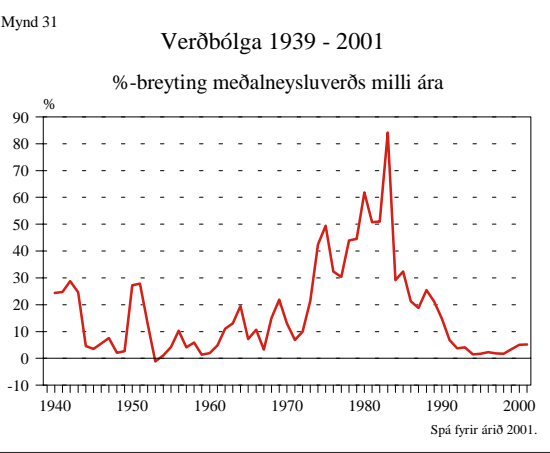
1. Sínd eru ársmeðaltöl (maí 1988=100) og breyting milli ársmeðaltala. 2. Meðalgengi árs miðað við viðskiptavegið gengi helstu viðskiptalanda. 3. 1980=100. 4. Árleg meðaltöl ávöxtunar verðtryggðra spariskírteina ríkissjóðs. Ávöxtun á VPÍ frá 1987. Áður vextir í frumsölu. 5. Gjaldeyrisforði í lok tímabils 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

	<i>Þjóðh.stærðir (%-breyt. milli ára)</i>			<i>Utanríkisviðskipti (%-breyt. milli ára)⁷</i>				<i>Híð opinbera (% af VLF)⁸</i>			<i>Vinumarkaður (% af mannafla)</i>		<i>Laun (%-breyt. milli ára)</i>	
	Einka-neysla	Fjármuna-myndun	Þjóðar-útgjöld	Út-flutn.	Inn-flutn.	Viðskipta-kjör	Viðsk.-jöfn., % af VLF	Jöfn-uður	Tekjur	Útgjöld	Atv.-leysi	Atv.-þátttaka	Raun-laun ⁹	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	37,0	38,6	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	4,6	4,4	5,7	-0,4	-7,0	2,2	41,1	38,9	1,9	77,2	3,3	4,5
2000.....	4,0	9,0	5,4	5,1	9,3	-2,5	-10,3	3,1	42,0	38,9	1,3	77,7	1,6	1,5

7. Viðskipti með vöru og þjónustu. %-breytingar milli ára eru magnbreytingar. 8. Híð opinbera er ríki, sveitarfélög og almannatryggingar. 9. Launavísitala Hagstofu frá 1989. Áður launavísitala til greiðslu-jöfnunar. Raunvirt með neysluverðvísitölu.

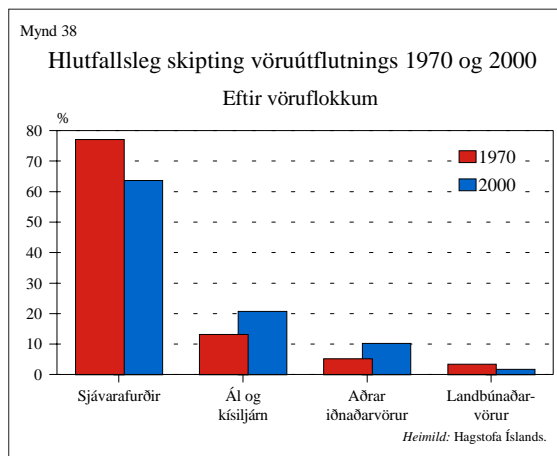
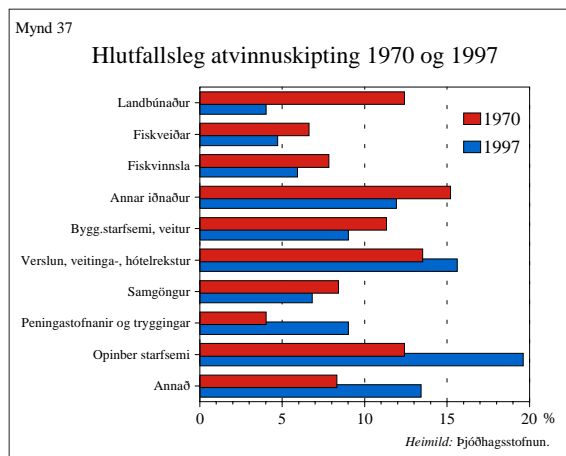
Heimildir: Hagstofa Íslands, Verðbréfaþing Íslands, Þjóðhagsstofnun, Vinnumálastofnun.



Tafla 22 Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins

	1970	2000 ^l		1970	2000 ^l
I. Mannfjöldi og vinnuafli (þús. manna)			IV. Þjóðartekjur og -útgjöld		
Mannfjöldi í árslok	204,8	282,8	Verg landsframleiðsla (VLF), ma.kr.	0,4	669,4
yngri en-16 ára.....	70,6	69,4	Verg landsframleiðsla, ma. US\$.....	0,5	8,5
16-74 ára	127,3	198,9	Þjóðartekjur á íbúa í þús. US\$	2,0	29,3
eldri en 74 ára	7,0	14,5	VLF á íbúa í þús. US\$ m.v. kaupmáttarjafnvægi (ppp) ²	2,7	27,1
Árleg fjölgun síðustu 5 ára (%)	1,1	1,1	Verg fjármunamyndun, % af VLF	25,3	23,5
Vinnuafli (þús. manns).....	82,7	141,7	Vergur þjóðhagslegur sparnaður, % af VLF ...	26,1	13,5
þ.a. karlar.....	54,7	81,1	Hreinn þjóðhagslegur sparnaður, % af HÞF ³ ..	11,6	0,3
þ.a. konur.....	28,0	60,5	Útflutningur vöru og þjónustu, % af VLF	46,4	34,3
II. Hlutfallsleg atvinnuskipting (%) (1997)			Samneysla, % af VLF	12,7	23,7
Landbúnaður	12,4	4,0	Heildarútgjöld hins opinbera, % af VLF ⁴	28,9	38,9
Fiskveiðar.....	6,6	4,7	Heildarskattar, % af VLF ³	28,9	39,3
Fiskvinnsla	7,8	5,9	V. Fjármagn og skuldir		
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 hóteldrekstur.....	13,5	15,6	Fjármunaeign í mrð. US\$.....	1,8	23,5
Samgöngur	8,4	6,8	Hreinar erlendar skuldir	20,1	88,8
Peningastofnanir og tryggingar.....	4,0	9,0	Greiðslubyrði erl. langtímaskulda,% útfl.tekna	11,3	37,5
Opinber starfsemi.....	12,4	19,6	Heildarskuldir hins opinbera.....	13,0	40,8
Ýmis þjónusta og önnur starfsemi.....	8,3	13,4	Hreinar skuldir hins opinbera.....	-2,3	22,8
III. Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings			Peningamagn (M3).....	0,0	43,8
<i>Skipting eftir vöruflokkum (%):</i>			Útlán og markaðsskuldabréf lánakerfis.....	84,6	237,7
Sjávarafurðir	77,1	63,7	Skuldir atvinnuvega	53,6	119,5
Iðnaðarvörur.....	18,4	30,9	Skuldir heimila.....	21,2	89,6
þar af ál og kísiljárn.....	13,2	20,7	Markaðsverðmæti hlutabréfa .....	.	57,7
Landbúnaðarvörur.....	3,4	1,7			
<i>Skipting eftir ríkjum (%):</i>					
Bandaríkin.....	30,0	12,2			
Evrópusambandið	52,8	67,8			
Annað.....	17,2	20,0			

1. Bráðbirgðatölur. 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 þjóðarframleiðsla, þ.e. verg þjóðarframleiðsla að frádrögnum afskriftum. 4. Á þjóðhagsreikningagrunni. Heimildir: Hagstofa Íslands, Verðbréfabætur Íslands, Þjóðhagsstofnun, OECD, Seðlabanki Íslands.



Tafla 23 Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum¹

	% af heild						Ma.kr.	
							Jan. - feb.	Jan.-feb.
	1970	1980	1990	1999	2000	2001	2000	2001
<i>Vöruútflutningur, fob</i>								
Evrópusambandið.....	52,8	52,3	70,7	64,1	67,8	69,8	100,5	19,3
Evrusvæði.....	25,4	30,2	37,6	38,3	42,5	47,3	63,1	13,1
Önnur Evrópusambandslönd.....	27,4	22,0	33,1	25,8	25,2	22,5	37,4	6,2
þar af Bretland.....	13,2	16,5	25,3	19,7	19,4	17,0	28,8	4,7
Önnur Vestur-Evrópulönd.....	2,8	2,3	3,4	10,1	7,8	9,9	11,6	2,7
Austur-Evrópa og fyrrum Sovétríki.....	9,6	8,8	2,9	1,0	1,4	2,0	2,1	0,6
þar af Rússland.....	6,8	5,4	2,5	0,3	0,4	0,3	0,6	0,1
Bandaríkin.....	30,0	21,6	9,9	14,7	12,2	11,8	18,2	3,3
Japan.....	0,1	1,5	6,0	5,0	5,3	2,1	7,8	0,6
Önnur OECD-lönd.....	0,5	0,6	0,5	1,9	2,0	1,0	3,0	0,3
Próunarlönd ²	4,2	12,9	5,5	2,4	2,4	2,7	3,6	0,7
Önnur lönd.....	0,0	0,0	1,1	0,8	1,0	0,7	1,5	0,2
Alls.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	148,4	27,6
<i>Vöruinnflutningur, cij</i>								
Evrópusambandið.....	64,9	58,0	59,9	55,9	57,0	59,4	115,9	18,3
Evrusvæði.....	32,0	33,2	35,5	32,4	33,5	35,8	68,0	11,0
Önnur Evrópusambandslönd.....	33,0	24,8	24,4	23,5	23,6	23,6	47,9	7,3
þar af Bretland.....	14,3	9,5	8,1	9,2	9,0	8,0	18,2	2,5
Önnur Vestur-Evrópulönd.....	5,4	8,1	5,2	11,8	9,7	8,8	19,6	2,7
Austur-Evrópa og fyrrum Sovétríki.....	10,4	10,9	6,5	5,2	5,7	2,9	11,7	0,9
þar af Rússland.....	7,2	9,7	5,0	1,9	1,8	0,3	3,6	0,1
Bandaríkin.....	8,2	9,4	14,4	10,9	11,0	8,5	22,3	2,6
Japan.....	2,9	4,0	5,6	5,5	4,9	3,7	10,0	1,1
Önnur OECD-lönd.....	0,4	5,8	3,7	4,7	4,5	4,1	9,1	1,3
Próunarlönd ²	7,2	2,7	3,1	4,5	5,6	11,1	11,4	3,4
Önnur lönd.....	0,6	1,1	1,4	1,6	1,5	1,6	3,1	0,5
Alls.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	203,2	30,8

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.

