

# P E N I N G A M Á L

## Ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands 2004/2

---

### *Efnisyfirlit*

#### *Inngangur*

Verðbólguhorfur hafa versnað, Seðlabanki Íslands hækkar vexti ..... 1

#### *Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum*

Verðbólga eykst næsta árið en horfur svipaðar til tveggja ára ..... 3

#### *Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans*

Seðlabankinn hækkar vexti ..... 37

#### *Birgir Ísl. Gunnarsson*

Stöðugt verðlag – hagstæð skilyrði og horfur í efnahagslífi ..... 42

#### *Hallgrímur Ásgeirsson*

Samþætting verðbréfamarkaða í Evrópu ..... 49

Peningastefnan og stjórnþæki hennar ..... 59

Varúðarreglur um lausafjárhlutfall og gjaldeyrisjöfnuð ..... 60

Annáll efnahags- og peningamála ..... 61

Töflur og myndir ..... 63

---

#### *Útgefandi:*

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbréf: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

#### *Ritstjórn:*

Ritnefnd: Már Guðmundsson, formaður

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.

19. rit. Júní 2004

Prentun og bókband: Gutenberg ehf.

Peningamál eru á vefsíðu Seðlabanka Íslands.

Áskriftargjald fyrir árið 2004 er 2.000 kr.

ISSN 1605-9468

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

---

#### *Merking tákna:*

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

## Inngangur

# Verðbólguhorfur hafa versnað, Seðlabanki Íslands hækkar vexti

Síðustu mánuði hefur framvinna efnahagsmála ein-kennst af kröftugum vexti innlendra eftirspurnar og aukinni verðbólgu. Hagvöxtur og þjóðarútgjöld jukust meira á síðasta ári en Seðlabanki Íslands reiknaði með í spá sinni í mars síðastliðnum. Vísbendingar um þróunina á fyrstu mánuðum þessa árs benda til að vöxtur einkaneyslu hafi verið svipaður og á síðasta ári. Fjárfesting í íbúðarhúsnæði hefur vaxið töluvert og fjárfesting í öðrum atvinnurekstri en stóriðju virðist vera að taka við sér. Þessi þróun bendir til þess að slakinn í þjóðarbúskapnum muni hverfa fyrr en áður var talið.

Verðbólga hefur aukist síðustu mánuði og fór yfir verðbólguþröngun bankans í maí. Að hluta stafar þetta af verðhækkunum á eldsneyti og hrávöru á alþjóðlegum mörkuðum en eðlilegt er að við mótun stefnunnar í peningamálum sé horft framhjá slíkum breytingum. Kjarnaverðbólga hefur þó einnig aukist töluvert og fór yfir verðbólguþröngun bankans í maí. Þar veldur áframhaldandi hækkun húsnæðisverðs miklu, en í apríl var íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hærra að raungildi miðað við neysluverð en það hefur verið svo langt sem mælingar ná. Það er því líklega orðið nokkuð ofþanið. Verð vöru- og þjónustuliða í vísitölu neysluverðs hefur einnig hækkað hraðar að undanfögnu.

Útlán innlánsstofnana hafa vaxið mjög hratt á undanfögnu mánuðum. Í heild jukust útlán og markaðsbréfaeign þeirra um 37% á tólf mánuðum til loka apríl. Sýnu mest er hækkun útlána til erlendra lánþega og kaup á erlendum og innlendum markaðsbréfum. Útlán til erlendra lánþega og kaup á markaðsbréfum fela í sér útlána- og markaðsáhættu sem skiptir máli varðandi mat á fjármálastöðugleika

en eru ekki vísbending um né ávísun á aukna innlenda eftirspurn. Útlán innlánsstofnana til innlendra lánþega hafa einnig aukist mjög mikið undanfarna mánuði, eða án gengis- og vísitöluáhrifa um tæp 22% á tólf mánuðum til loka apríl. Það er meiri vöxtur en til lengdar samrýmist lítilli verðbólgu og stöðugleika í þjóðarþróun. Hins vegar eru vissar vísbendingar um að þessi mikli vöxtur hafi að stórum hluta verið tímabundinn og tengst breytingum á eignarhaldi og endurskipulagningu í íslensku atvinnulífi. Auk þess gæti aukin hlutdeild innlends bankakerfis í fjármögnun innlendra fyrirtækja átt hlut að máli, einkum í erlendu lánsfé. Því þurfa aukin innlend útlán að undanfögnu ekki að vera vísbending um aukna fjárfestingu og önnur umsvif í íslensku efnahagslífi. Útlán lánakerfisins í heild hafa vaxið hægar en útlán innlánsstofnana. Jafnframt ætti að draga úr vexti útlána innlánsstofnana í kjölfar umbreytinga í eignarhaldi fyrirtækja eins og raunar gerðist í apríl. Tölur um samsetningu útlána innlánsstofnana styðja þessar skýringar á vissan hátt en þróun næstu mánaða mun leiða í ljós hve traustar þær eru.

Að þessu sinni birtir Seðlabankinn þjóðhagsspá til ársins 2006 og verðbólguþröngun til fyrri helming þess árs. Spárnar byggjast eins og endranær á óbreyttum stýrivöxtum Seðlabankans og óbreyttu gengi krónunnar sem er rúmum 3% lægra en miðað var við í spá bankans í mars sl. Í ríkisfjármálum er byggt á fjárlögum yfirstandandi árs og á útgjaldaáformum 2005 og 2006 í langtímaáætlun í ríkisfjármálum sem fylgdi frumvarpi til fjárlaga sl. haust og nýlegri áætlunum fjármálaráðuneytisins. Reiknað er með boðuðum skattalækkunum sem nema í heild um 2½% af landsframleiðslu og koma fram í þremur

jöfnum áföngum á árunum 2005 til 2007. Þetta er í samræmi við síðustu langtímaáætlun í ríkisfjármálum en óvissa ríkir enn um útfærslu þessara breytinga. Aðrar forsendur spánna breytast í samræmi við framvindu og nýjustu tiltækar upplýsingar en einnig spár alþjóðastofnana þar sem við á. Veigamest er að horfur um eldsneytisverð hafa stórversnað og rýrir það viðskiptakjör þjóðarinnar í ár og spillir horfum um verðbólgu til skemmri tíma litið.

Spáð er að þjóðarútgjöld og landsframleiðsla vaxi hraðar á þessu og næsta ári en áður var reiknað með. Framleiðsluspenna mun því myndast fyrr en áður var talið og verður að óbreyttu orðin veruleg á árinu 2006. Vegna mikils vaxtar þjóðarútgjalda mun innflutningur vöru og þjónustu aukast umtalsvert á þessu og næsta ári, eða um 11% til 12% hvort ár. Við þetta bætist að jöfnuður þáttatekna mun versna vegna aukinnar skuldsetningar þjóðarbúsins og hærri vaxta erlendis. Viðskiptahalli mun því samkvæmt spánni halda áfram að vaxa og gæti orðið 11% til 12% af landsframleiðslu hvort áranna 2005 og 2006. Gangi það eftir mun hrein erlend staða þjóðarbúsins versna úr neikvæðri stöðu sem nam rúmlega 67% af landsframleiðslu á síðasta ári í um 85% árið 2006. Aðeins um helming viðskiptahallans virðist mega rekja beint eða óbeint til stóriðjuframkvæmda. Með rétttri hagstjórn er hægt að koma í veg fyrir að þessi spá rætist, en hún byggist m.a. á óbreyttri peningastefnu. Aðhaldssamari peningastefna mun hins vegar slá á innlenda eftirspurn auk þess sem önnur hagstjórn þarf að leggjast á sömu sveif. Þá mun innri aðlögun þjóðarbúsins sjálfs í gegnum breytingar á gengi krónunnar og eignaverði hamla á móti. Spáin gefur hins

vegar tilefni til að hagstjórn verði í senn aðhaldssöm og árvökul á komandi misserum. Einkum þyrfti aðhald í ríkisfjármálum að verða meira á árunum 2005 og 2006 en reiknað er með í forsendum spárinnar. Fyrirhuguðum skattalækkunum á þessum árum þarf því að fylgja meiri lækkun ríkisútgjalda en hér er reiknað með þannig að ríkisfjármálin örvi ekki innlenda eftirspurn. Gangi það ekki eftir lendir meginþungi aðhaldsaðgerða á peningastefnunni. Hætt er við að það haldi raungengi krónunnar hærra en ella og þrengi að útflutnings- og samkeppnisgreinum. Slík framvinda gæti leitt til erfiðari aðlögunar í lok núverandi uppsveiflu en ella.

Samkvæmt spá bankans mun verðbólga verða yfir markmiði hans allt spátímabilið. Reyndar er frávikid meira til skamms tíma en til lengri tíma og helgast það af eldsneytishækkunum og lægra gengi krónunnar en í síðustu spá. Verðbólga gæti jafnvel farið yfir þölmörk verðból gumarkmiðsins (4%) á næstu ársfjórðungum. Nokkur atriði geta hins vegar dregið úr líkum á því að það gerist, svo sem hraðari lækkun eldsneytisverðs en hér er reiknað með, lækkun húsnæðisverðs eða hækkun gengis krónunnar. Óvissa ríkir um alla þessa þætti um þessar mundir. Við framkvæmd peningastefnu er unnt að líta framhá þeim hluta þessarar þróunar sem á rætur að rekja til eldsneytishækkana en ekki hinum. Því hefur Seðlabankinn ákveðið að hækka stýrivexti sína um 0,25 prósentur. Horfurnar sem hér eru kynntar gætu gefið tilefni til meiri hækkunar vaxta að þessu sinni. Því má búast við að bankinn hækki stýrivexti sína fljótlega aftur gefi nýjar upplýsingar ekki sterkar vísbendingar um betri verðbólguhorfur.

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

# Verðbólga eykst næsta árið en horfur svipaðar til tveggja ára

*Frá útgáfu síðustu þjóðhags- og verðbólguþá Seðlabankans í mars sl. hafa komið fram skýrar vísendingar um að vöxtur innlendrar eftirspurnar aukist enn. Þjóðhagsreikningar fyrir árið 2003, sem birtir voru skömmu eftir útgáfu Peningamála í mars, sýna meiri hagvöxt en áður var reiknað með og vísendingar um þróun einkaneyslu og fjárfestingar á fyrstu mánuðum þessa árs benda síður en svo til þess að slaknað hafi á vextinum. Síðastliðna tvo mánuði hefur þessi þróun einnig birst í aukinni verðbólgu, þótt þar komi einnig til mikil hækkun á verði eldsneytis og annarrar hrávöru á alþjóðamörkuðum. Á sama tíma hafa fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja heldur batnað vegna lægri langtímavaxta. Stækkun Norðurlágsverksmiðjunnar, sem tekið var mið af í síðustu spá bankans, hefur nú endanlega verið ákveðin. Þjóðhags- og verðbólguþá Seðlabankans sem hér er kynnt til sögunnar ber merki þessara breytinga. Framleiðsluspenna mun myndast fyrr en áður var talið og verður líklega orðin nokkur þegar liður á þetta ár. Við þetta bætist að gengi krónunnar hefur heldur veikt frá því að síðasta spá var gerð. Til samans leiða sterkari eftirspurn, veikara gengi og hækkun eldsneytisverðs til þess að verðbólguhorfur til eins árs hafa versnað. Horft til næstu tveggja ára eru horfurnar hins vegar svipaðar og í fyrri spám, þ.e.a.s. að verðbólga verði nokkuð yfir verðbólguþá Seðlabankans í lok spátímans. Þessar horfur gefa tilefni til frekara aðhalds í peningamálum.*

### I Þróun efnahagsmála

Undanfarna tvo til þrjú mánuði hafa komið fram skýr merki um að vöxtur innlendrar eftirspurnar sé að sækja í sig veðrið, jafnvel að því marki að farið sé að gæta ójafnvægis í þjóðarþá Seðlabankans. Síðustu tvo mánuði hefur þetta einnig komið fram í aukinni verðbólgu, sem í maíbyrjun fór yfir verðbólguþá Seðlabankans í fyrsta sinn frá desembermánuði sl. og hefur ekki mælst meiri frá ágústmánuði árið 2002. Aukin eftirspurn er þó ekki eina ástæða þess að verðbólga hefur aukist. Að nokkru leyti hefur hækkun neysluverðs-vísitölunnar undanfarna mánuði verið af erlendum toga, einkum vegna herra bensínverðs, en stafar

einnig af veikara gengi krónunnar. Hækkun vöruverðs er þó innan hóflegra marka.

Vaxandi eftirspurn birtist ekki síst í því að húsnæðisverð hefur hækkað undanfarna mánuði eftir hálfis árs hlé, og er það ein helsta uppspretta aukinnar verðbólgu undanfarið. Vöxtur ráðstöfunartekna, gott atvinnuástand og betri fjármálaleg skilyrði hafa stuðlað að aukinni eftirspurn eftir íbúðum, verðhækkun þeirra og þar með að aukinni byggingarstarfsemi, sem virðist í miklum blóma.

Flest bendir til þess að vöxtur einkaneyslu það sem af er ári hafi verið svipaður og í fyrri. Nýlegir kjarasamningar við stóra hópa launþega, sem ásamt batnandi atvinnuástandi víðast hvar munu tryggja vaxandi kaupmátt á næstunni, ættu að styðja við einkaneyslu. Sama á við um hækkun eignaverðs, bæði fasteigna og hlutabréfa. Vinnumarkaðskönnun

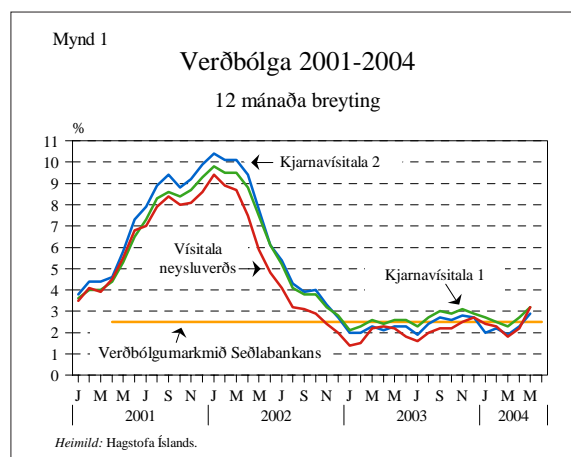
1. Í þessari grein er notast við upplýsingar sem voru tiltækar þann 19. maí 2004.

Hagstofu Íslands sýnir þó að atvinnuástand hefur ekki batnað sem nemur minna atvinnuleysi, en vísendingar eru um að mörg fyrirtæki stefni að fjölgun starfsfólks á næstunni. Fjármunamyndun atvinnuvega, annarra en stóriðju, er að líkindum einnig nokkuð vaxandi þótt heimildir um það séu ekki eins traustar. Mestu máli skiptir þó að framkvæmdir við virkjanir færast nú í aukana og gætir þess í ýmsum hagtölum.

Eftirspurn hefur vaxið ört til þessa þrátt fyrir fremur veik ytri skilyrði, sem einnig áttu þátt í auknum viðskiptahalla á sl. ári. Lækkun á verði sjávarafurða og hækkun olíuverðs hefur bitnað á sjávarútvegi. Afli hefur glæðst nýlega og vonir standa til aukins afla og batnandi verðlags á þessu ári. Hægur efnahagsbati í Evrópu gæti þó tafið slíka þróun. Hinn hægi efnahagsbati og þ.a.l. óvenjulágir vextir hafa á hinn bóginn stuðlað að hagstæðum fjármálalegum skilyrðum fyrir þjóðarbúið. Þessar aðstæður eiga þátt í miklum útlánavexti sem einkennt hefur undanfarið ár, en í þeim er jafnframt fölginn áhætta fyrir þjóðarbúið taki alþjóðlegir vextir að hækka hraðar en nú er gert ráð fyrir.

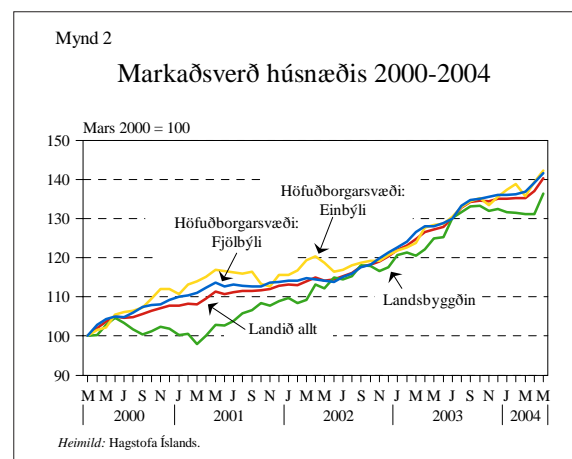
### Verðlagsþróun

Eftir að hafa minnkað fyrstu þrjá mánuði ársins, niður í 1,8% í mars, jókst verðbólga verulega á ný í apríl og fór í 3,2% í byrjun maí. Miðað við kjarnavísitölu 1, sem undanskilur ýmsa sveiflukennða liði og er annar af tveimur mælikvörðum á undirliggjandi verðbólgu, var verðbólgan einnig 3,2%. Ef einnig er horft framhjá breytingum á verði opinberrar þjón-



ustu, samanber kjarnavísitölu 2, var verðbólga heldur minni, en þó nokkru yfir verðbólgu markmiði, eða 2,9%. Horft til lengri tíma er eðlilegt að horfa framhjá áhrifum verðhækkunar opinberrar þjónustu. Eftir að hafa hækkað minna en þjónusta einkaaðila á árunum 1999 til vormánaða 2002 hefur verðlag opinberrar þjónustu smám saman aðlagast verðlagi hjá einkaaðilum. Þegar þeirri aðlögun lýkur má ætla að dragi úr hækkuninni að öðru óbreyttu.

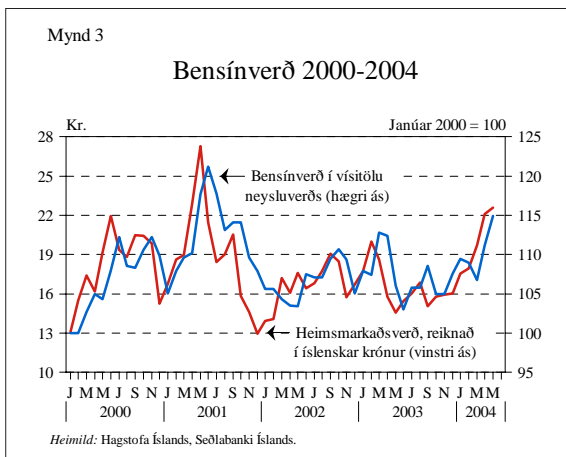
Af hækkun vísitölu neysluverðs undanfarna tólf mánuði má rekja u.þ.b. 1% til hækkunar húsnæðisliðar vísitölnnar. Frá því um mitt sl. ár dró þó úr tólf mánaða hækkun húsnæðisliðarins, úr tæplega 11% í ágúst í 6,7% í mars. Í apríl tók húsnæðisverðbólgan hins vegar að aukast á ný, eftir umtalsverða hækkun íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu í febrúar og mars og í maí hækkaði markaðsverð húsnæðis um 2,3% og ársþækkun markaðsverðs fór yfir 10%. Íbúðaverð á landsbyggðinni lækkaði töluvert frá miðbiki sl. árs til aprílmánaðar, en í byrjun maí hækkaði það mun meira frá fyrri mánuði en á höfuðborgarsvæðinu, eða um 4%. Að hækkun húsnæðisliðarins frátalinni hafði neysluverðlag hækkað um 2,2%. Verðbólga að húsnæðislið frátöldum hefur því einnig hækkað verulega, en hún hafði verið um eða innan við 1% frá því í desember 2002 og var aðeins 0,7% í mars sl.



### Hækkun vöruverðs enn hófleg

Þótt verðlag innfluttrar vöru hafi hækkað töluvert undanfarna þrjá mánuði, var það í maíbyrjun aðeins 1½% hærra en fyrir ári, en töluvert verðlækkun var um miðbik síðastliðins árs. Verðlag innlendrar vöru hefur hækkað álíka mikið. Undanfarið ár hefur því

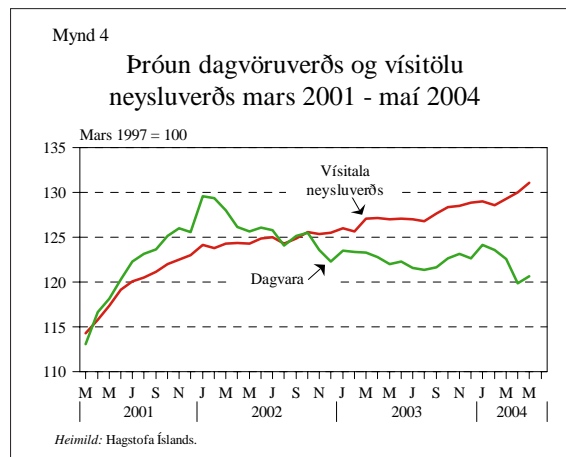
einkennst af stöðugleika vöruverðs, á heildina litið. Gengi krónunnar hefur enda verið nokkuð stöðugt. Gengisbreytingar koma tiltölulega fljótt fram í sumum liðum vísitölunnar en með töluverðri töf í öðrum. Hóflugar og skammvinnar gengishreyfingar, eins og undanfarið ár, hafa tiltölulega lítil áhrif. Frá því í febrúar hefur gengi krónunnar veikt nokkuð og átti, ef að líkum lætur, nokkurn þátt í hækkun vöruverðs í maí. Bensínverð er afar næmt fyrir gengisbreytingum og verðbreytingum á alþjóðlegum markaði. Undanfarna mánuði hefur þó gætt aukinnar samkeppni sem kann að hafa haft nokkur áhrif á verðþróunina. Í apríl og maí hækkaði bensínverð um 7½%, sem rekja má til hvors tveggja, herra innkaupaverðs og lægra gengis krónunnar.



### Verðlag dagvöru tæplega 7% lægra en í ársbyrjun 2002

Hækkun neysluverðlags hefur mismunandi áhrif á kaupmátt ýmissa neytendahópa eftir því hvað hækkar mest. Aðeins lítill hópur neytenda stendur í húsnæðis kaupum í hverjum mánuði. Þorri neytenda skynjar því ekki hækkun húsnæðisliðarins með beinum hætti, nema að hluta í gegnum verðbætur á verðtryggðar skuldir, þótt fórnarkostnaður þess að búa í eigin húsnæði aukist. Neytendur geta einnig tímasett kaup á varanlegum neysluvörum með tilliti til verðþróunar. Það á síður við um ýmsar daglegar nauðsynjavörur. Verðlag á þessum vörum kann því að hafa mikil áhrif á það hvernig heimilin skynja verðlagsbreytingar frá degi til dags. Í rúmlega tvö ár hefur þróun verðlags þessarar vöru verið afar hagstæð fyrir neytendur. Dagvöruverð hækkaði

nokkuð í maí, en var eigi að síður 1% lægra en fyrir ári og tæplega 7% lægra en í ársbyrjun 2002.



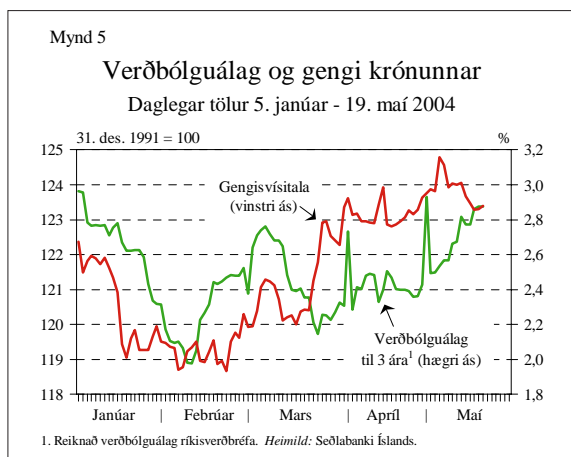
### Verðbólguvæntingar um og yfir verðbólgu markmiði

Verðbólguálag reiknað sem mismunur óverðtryggðra ríkisskuldabréfa og verðtryggðra ríkisbréfa til þriggja ára hefur að meðaltali verið nánast jafnt verðbólgu markmiðinu frá upphafi þessa árs, lítillega yfir því í janúar, undir í febrúar, en alveg við markmiðið í mars og apríl. Það hefur sveiflast á milli 2-3%, var hæst í ársbyrjun, en lægst u.þ.b. mánuði síðar. Stærstu sveifluna í byrjun ársins er eðlilegt að setja í samhengi við samsvarandi sveiflu í gengi krónunnar. Veikara gengi krónunnar hafði í maíbyrjun heldur ýtt verðbólguvæntingum upp á við miðað við seinni hluta marsmánaðar, en þó ekki svo að fullrytt verði að um marktæka hækkun sé að ræða. Má túlka það sem svo að markaðsaðilar telji veikingu krónunnar tímabundna og að aðhaldssöm peningastefna muni tryggja verðlagsþróun á svipuðum nótum og áður hefur verið gert ráð fyrir. Ekki er að sjá að ákvarðanir um stækkun Norðurláls hafi haft marktæk áhrif á verðbólguvæntingar, enda hafa þær sennilega tekið mið af þeim framkvæmdum um nokkurt skeið.

Samkvæmt könnun sem gerð var meðal veltu- mestu fyrirtækja landsins á tímabilinu 16. febrúar til 9. mars töldu talsmenn þessara fyrirtækja að verðbólga yrði ívið meiri en felst í verðbólguálagi skuldabréfa, eða 2,8%, en almenningur gerði ráð fyrir 3,3% verðbólgu að meðaltali samkvæmt könnun sem Gallup gerði á tímabilinu 28. apríl til 12. maí. Mismunurinn á verðbólguvæntingum þessara þriggja hópa helst því svipaður og verið hefur. Síðasta dag



könnunarinnar birtist vísitala neysliverðs fyrir maí-mánuð og mældist verðbólga í maí nær hin sama og verðbólguvitund almennings samkvæmt könnuninni, eða 3,2%. Líklegt má hins vegar telja að umræðan um verðbólguna í kjölfar birtingar vísitölunnar hefði hækkað matið.



### Ytri skilyrði

Efnahagsbatinn í heiminum hefur færst í aukana á undanförmum mánuðum. Á síðari helmingi sl. árs var vöxturinn í heimsbúskapnum hinn mesti frá árinu 1999, en að nokkru leyti skýrist það af tímabundnum áhrifum skattalækkunar í Bandaríkjunum og upp-sveiflu eftir lægð vegna bráðalungnabólgu í Asíu. Almennt er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði meiri á þessu og næsta ári en áður var talið. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáir t.d. 4½% vexti heimsframleiðslunnar árin 2004 og 2005, eða ½ prósentu meiri vexti en hann spáði í september sl. Frá sjónarhóli Íslands er þó sá galli á gjöf Njarðar að batinn er enn tiltölulega hægur á mikilvægasta markaðssvæðinu, Evrópu, og spár gera yfirleitt ráð

fyrir hægum vexti þar á þessu og næsta ári. Ýmiss konar ójafnvægi er að auki enn til staðar í heimsbúskapnum. Ekki er farið að draga marktækt úr viðskiptahallanum í Bandaríkjunum og samsvarandi afgangur er í öðrum heimshlutum, þrátt fyrir umtalsverða lækkun á gengi Bandaríkjadals. Hagvöxtinn í Bandaríkjunum verður að skoða í samhengi við hina miklu eftirgjöf í ríkisfjármálum og skammtímavexti sem ekki hafa verið lægri í hálfu öld. Hvorugt getur staðist til lengdar og er það ögrandi viðfangsefni hagstjórnar þar í landi á næstu misserum að vinda ofan af hagstjórnarslakanum án þess að kæfa efnahagsbatann.

Verðbólga er víðast um heim með minnsta móti, en raddir um hættu á verðhjöðnun í Bandaríkjunum og Evrópu hafa hljóðnað. Undirliggjandi verðbólga hefur reyndar verið á uppleið í Bandaríkjunum undanfarna mánuði, þótt enn sé hún lítil í sögulegu samhengi, og því má gera ráð fyrir að skammtímavextir taki að þokast upp á við þegar líða tekur á árið. Á mörkuðum er þess vænst að vextir hækki hægt, eins og bandaríski seðlabankinn hefur gefið í skyn. Nokkrir seðlabankar hafa þegar tekið að þoka vöxtum upp á við, t.d. Englandsbanki, en á evrusvæðinu má ætla að þess sé lengra að bíða. Reyndar hafa málsmetandi aðilar, t.d. OECD, talið tilefni til vaxtalækkunar á evrusvæðinu.

Hækkun erlendra vaxta mun hafa umtalsverð áhrif á hinn skuldsetta íslenska þjóðarbúskap og draga úr jákvæðum áhrifum efnahagsbata í viðskiptalöndunum á þjóðarbúskapinn. Flest virðist þó benda til þess að áhrifanna muni lítið gæta á þessu ári, því að enn virðist langt í að skammtímavextir fari að hækka á evrum, sem vega þyngst í skuldum þjóðarinnar. Þegar frá líður má hins vegar gera ráð fyrir að hækkun vaxta hafi umtalsverð áhrif, eins og fjallað er um í rammagrein 1.

### Rammagrein 1 Áhrif breytinga á erlendum vöxtum á íslenskan þjóðarbúskap

U.þ.b. ¾ af vergum skuldum þjóðarinnar teljast langtímaskuldir, þótt meðallíftíminn sé reyndar ekki mjög langur. Vextir á stórum hluta langtímaskulda eru að auki breytilegir og fylgja því skammtímavöxtum þétt eftir. Þetta gerir þjóðarbúskapinn um þessar mundir

næmari fyrir breytingum á skammtímavöxtum en ætla mætti. Fyrir hverja prósentu sem erlendir vextir hækka eykst vaxtabyrði útistandandi langtímaskulda þjóðarinnar um u.þ.b. 0,7% af landsframleiðslu, ef miðað er við landsframleiðslu og skuldir þjóðarbúsins í lok sl.

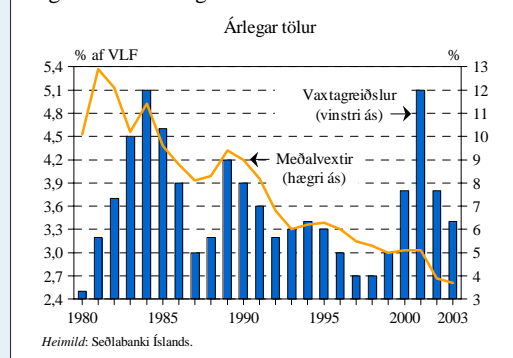
árs. Vegna þess að 86% langtímalána voru á breytilegum vöxtum um sl. áramót, auk þess sem líftími skulda hefur styst verulega, sem leiðir til þess að endurfjármagna þarf u.þ.b. 2/3 langtímalána á næstu þremur árum, mun hækkunar skammtímaxta gæta tiltölulega fljótt í vaxtabyrðinni.<sup>1</sup> Meðalvextir erlendra lána þjóðarbúsins hafa aldrei verið lægri en á síðasta ári, eða 3,1%. Af fastvaxtalánnum voru greiddir að meðaltali 6% vextir, en 2,6% vextir af lánnum með breytileg kjör. Að þorri skulda þjóðarinnar sé með breytilega vexti um þessar mundir er því ekki undarlegt. Í því felst hins vegar sú áhætta að vextirnir hækki hratt, þegar aðhald í peningamálum mikilvægustu gjaldmiðlasvæða eykst á ný. Vaxtabyrðin gæti meira en tvöfaldast ef stefnan í peningamálum í Bandaríkjunum og Evrópu hyrfi frá þeim slaka sem nú er til staðar í nokkurt aðhald.

Á hinn bóginn bendir þróun efnahagsmála í helstu viðskiptalöndum til þess að hækkun skammtímaxta verði hægfara á þessu ári. Breyting sem orðið hefur á gjaldmiðlasamsetningu langtímaskulda dregur einnig úr líkum á hraðri hækkun næsta árið. Verulega hefur dregið úr vægi Bandaríkjadals sl. tvö ár en vægi evru aukist. U.þ.b. 2/3 hlutar langra erlendra skulda í árslok 2003 voru í evrum, en innan við fimmtungur í Bandaríkjadöllum. Aukið vægi evru á sl. ári skýrist reyndar að hluta af hærri gengi evru gagnvart Bandaríkjadöllum, en þess má geta að í byrjun tíunda áratugar síðustu aldar var u.þ.b. helmingur skulda þjóðarinnar í Bandaríkjadöllum. Vægi evru í skammtímaskuldum þjóðarinnar jókst einnig stórlega. Miðað við ástand efnahagsmála á evrusvæðinu virðist afar ólíklegt að skammtímaxvextir á evrusvæðinu hækki umtalsvert á þessu ári og jafnvel ekki loku fyrir það skotið að þeir eigi eftir að lækka. Þegar kemur fram á næsta ár aukast hins vegar líkur á að skammtímaxvextir verði farnir að hækka í átt til hlutlausrar stöðu. Komi ekki bakslag í efnahagsbatann verður að telja mögulegt að skammtímaxvextir geti nálgast hlutlausu stöðu þegar árið 2006. Í alþjóðlegum spám er þó yfirleitt gert ráð fyrir hægari hækkun vaxta.

Þótt flest bendi til hægfara breytinga fyrst í stað, er líklegt að á næstu tveimur til fimm árum muni umtalsverð aðlögun þurfa að eiga sér stað í íslenskum þjóðarbúskap til að mæta hækkun erlendra vaxta.

Meðalvextir á erlendum skuldum þjóðarinnar í heild hafa verið nálægt 6% undanfarinn áratug. Hækki meðalvextir skulda þjóðarinnar í meðalstöðu mun það hafa margvísleg áhrif á þjóðarbúskapinn. Nettóskuldir þjóðarinnar voru í lok sl. árs u.þ.b. jafnar landsframleiðslu. Hækkun í meðalstöðu, þ.e.a.s. um 3 prósentur, myndi því auka nettóvaxtagreiðslu þjóðarinnar, jöfnuð þáttatekna og þar með viðskiptahallann um sem næst 3% af landsframleiðslu. Að öðru óbreyttu myndi þurfa að fjármagna þennan aukna halla með frekari lán-tökum. Meðan ekki yrðu önnur viðbrögð myndu uppsöfnuð áhrif því verða enn meiri. Hins vegar er ekki líklegt að slík þróun vari árum saman. Alþjóðlegar rannsóknir sýna að mikill viðskiptahalli er að jafnaði tiltölulega skammvinnt fyrirbæri og knýr fljótlega fram aðlögun í þjóðarbúskapnum sem dregur úr hallanum.<sup>2</sup> Hækkun erlendra vaxta myndi til skamms tíma veikja gengi krónunnar, að öðru óbreyttu. Veikari króna stuðlar í sjálfu sér að minni viðskiptahalla eftir margvíslegum leiðum. Til að ná markmiði um verðstöðugleika yrðu innlendir vextir einnig að hækka. Hækkun innlendra sem erlendra vaxta myndi að lokum hægja á innlandri eftirspurn, draga úr innflutningi og knýja ytri jöfnuð þjóðarbúsins í átt til jafnvægis. Nauðsynleg aðlögun gæti orðið nokkuð mikil ef hún færi saman við aðlögun í kjölfar þeirrar miklu framkvæmdahrinu sem ganga mun yfir á næstu þremur árum.

Meðalvextir á skuldum þjóðarbúsins og hreinar vaxtagreiðslur til útlanda 1980-2003



1. Að einhverju marki hafa skuldarar breytt breytilegum vöxtum í fasta undanfarinn vikur og e.t.v. mánuði.

2. Sjá t.d. Sebastian Edwards, Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops, *NBER Working Paper Series*, nr. 10276, febrúar 2004.



Efnahagsbati í Evrópu hefur ekki gagnast stærsta útflutningsatvinnuvegi þjóðarinnar enn sem komið er. Á sl. ári lögðust á eitt lítilll uppsjávarafli, lækkun verðlags sjávarafurða á erlendum mörkuðum og hækkun á gengi krónunnar. Verðmæti sjávarafllans dróst saman um 13% í krónum talið á sl. ári, en á föstu verði jókst það lítillega. Eftir fengsæla mars- og aprílmánuði hefur verðmæti aflans á föstu verðlagi aukist um 6,4%. Það sem af er þessu ári hefur útflutningsverð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli verið riflega 6% lægra en á sama tímabili fyrir ári. Verðlækkunina má, a.m.k. að nokkru leyti, rekja til hins hæga vaxtar einkaneyslu á evrópska efnahagssvæðinu. Markaðsaðilar telja þó flestir að tímabili verðlækkana sem staðið hefur frá því á miðju seinasta ári muni brátt ljúka. Á fyrstu þremur mánuðum þessa árs jókst útflutningsverðmæti sjávarafurða um 4% í krónum talið og 4,5% á föstu gengi.

Umhugsunarvert er að á sama tíma og verðlag sjávarafurða hefur lækkað hefur hráefnaverð í heiminum, bæði málma og landbúnaðarhráefna, verið á hraðri uppleið. Þetta misræmi má e.t.v. skýra með því að ólíkt sjávarafurðum, sem eru bundnar við tiltölulega afmörkuð markaðssvæði í Evrópu, Ameríku og A-Asíu, þar sem ríkar gæðakröfur eru gerðar, eru þær hrávörur sem hækkað hafa í verði einsleitar vörur, t.d. korn og málmar, sem stóraukin spurn er eftir frá Asíu, einkum Kína.<sup>2</sup> Ef þróttur í efnahagslífi Evrópu eykst

og kaupmáttur fer aftur vaxandi gæti verðlag sjávarafurða einnig tekið að hækka í helstu markaðslöndum. Eins og sést á meðfylgjandi mynd eru lítil tengsl á milli útflutningsverðs sjávarafurða og hrávöruverðs matvæla á heimsmarkaði.

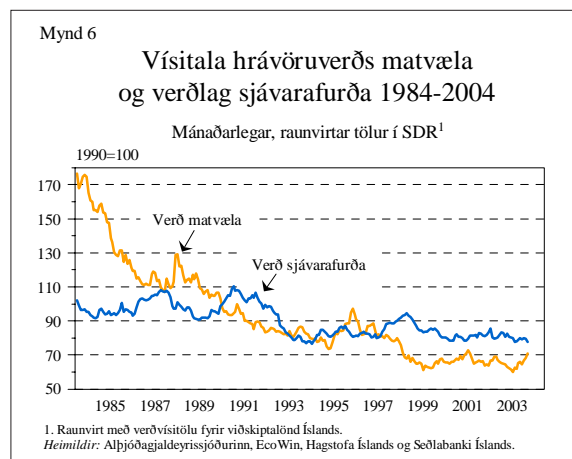
### Oliuverð í fjórtán ára hámarki

Þótt innlendir orkugjafar gegni veigamiklu hlutverki í íslenskum þjóðarbúskap, er hann nokkuð næmur fyrir breytingum á verði olíu. T.d. er oliukostnaður stór þáttur í kostnaði útgerðar og eins og í öðrum löndum vegur bensín allþungt í útgjöldum heimila. Oliuverð hefur undanfarnar vikur verið í fjórtán ára hámarki. Hækkunin hefur komið nokkuð á óvart því að almennt var talið að aukið framboð frá Írak myndi þrýsta verði niður. Átök í landinu hafa gert þær vonir að engu. Framleiðslukvóta OPEC verður ekki kennt um þessa hækkun nema að litlu leyti, því að talið er að framleiðslugeta OPEC-ríkja sé því sem næst að fullu nýtt. Stjórnvöld í Sádi-Arabíu hafa þó lýst því yfir að þau muni leggja til aukinn kvóta á fundi sem haldinn verður 3. júní ef verðið helst áfram hátt. Mikil eftirspurn virðist meginástæða hás verðlags og sér ekki fyrir endann á henni.

### Framleiðsla og eftirspurn

Um miðjan marsmánuð birti Hagstofan þjóðhagsreikninga fyrir árið 2003, sem sýndu nokkru meiri hagvöxt en flestir höfðu gert ráð fyrir, þ.á m. Seðlabankinn. Á síðasta fjórðungi ársins var hagvöxtur hinn mesti frá fyrsta fjórðungi ársins 2001. Vöxtur fjármunamyndunar hélt áfram að aukast og var fjármunamyndun tæplega þriðjungu meiri en fyrir ári. Vöxtur einkaneyslu var svipaður og fyrir á árinu, en áfram dró úr vexti samneyslu. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var verulega neikvætt eins og á öðrum og þriðja ársfjórðungi.

Á árinu öllu jókst landsframleiðsla um 4%, eða 1¼ prósentum meira en Seðlabankinn áætlaði skömmu áður en þjóðhagsreikningar voru birtir. Bæði einkaneysla og fjármunamyndun jukust töluvert meira en gert var ráð fyrir í áætlunum bankans, en samneysla jókst eins og reiknað var með. Minni vöxtur útflutnings og meiri vöxtur innflutnings vó á móti vexti þjóðarútgjalda. Ekki urðu verulegar breytingar á niðurstöðum þjóðhagsreikninga fyrir árið 2002. Athyglisvert er að þótt Hagstofan hafi met-



2. Verð á sojamjöli er reyndar í nokkurri samkeppni við fiskmjöl. Þrátt fyrir vaxandi eftirspurn, t.d. frá Kína, hefur verð sojamjöls þó ekki hækkað eins og verð annarrar kornvöru, enda hefur framleiðslan einnig aukist hratt, t.d. í Brasilíu.

ið hagvöxt ársins 2003 umtalsvert meiri en Seðlabankinn áætlaði, var nafnvirði landsframleiðslunnar samkvæmt þjóðhagsreikningum eigi að síður lægra en gert var ráð fyrir í áætlun bankans (806,4 ma.kr. á móti 811,9 ma.kr.). Um hugsanlegar ástæður er fjallað um í viðauka 2.

#### Vöxtur einkaneyslu meiri en Seðlabankinn spáði

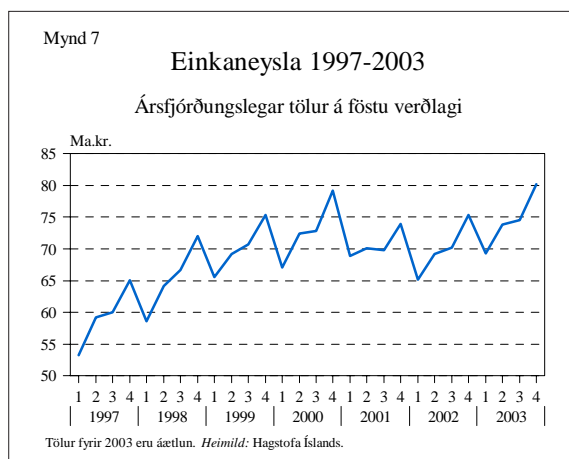
Einkaneysla á síðasta fjórðungi ársins 2003 var 6,4% meiri en ári fyrr, sem er jafn mikill vöxtur og á árinu öllu. Vöxturinn á árinu öllu var ½ prósentu meiri en Seðlabankinn hafði reiknað með. Muninn má einkum rekja til þess að verðlag einkaneyslunnar hækkaði samkvæmt þjóðhagsreikningum minna en reikn-

að var með í áætlunum Seðlabankans (sjá viðauka 2).

Vöxtur samneyslu á síðasta fjórðungi ársins var heldur minni en fyrr á árinu, auk þess sem matið fyrir fyrsta til þriðja ársfjórðung lækkaði við endurskoðun um tæplega 1%, og var það í annað sinn sem samneyslutölur ársins voru endurskoðaðar til lækkunar.

#### Fjármunamyndun á sl. ári mun meiri en reiknað var með

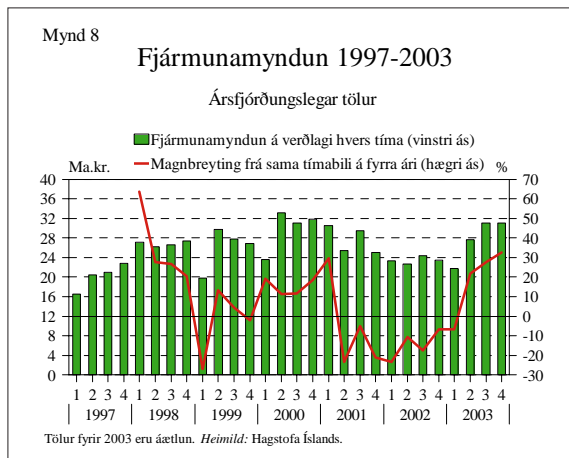
Samkvæmt þjóðhagsreikningum var fjármunamyndun á fjórða ársfjórðungi 2003 33% meiri en ári fyrr. Vöxturinn var því meiri þegar leið á árið, auk þess sem fyrri áætlanir fyrir fyrstu þrjá fjórðunga ársins hækkuðu verulega, eða um sem næst 3 prósentur að meðaltali. Á árinu öllu jókst fjármunamyndun um 19%, eða 6½ prósentu meira en Seðlabankinn reiknaði með. Atvinnuvegafjárfesting jókst um 24%, eða 5½ prósentu meira en reiknað var með í spá Seðlabankans. Fjármunamyndun dróst saman í sjávarútvegi, en jókst verulega í málmíðnaði, byggingarstarfsemi, veitukerfum, hótél- og veitingarekstri og fjarskiptaþjónustu. Fjármunamyndun í íbúðarhúsnæði er talin hafa aukist um 13,3%, en við uppfærslu á spá bankans í mars var spáð 6% vexti, sem þó var umtalsverð aukning frá fyrri spám.



Tafla 1 Þjóðhagsstærðir á árinu 2003

| Magnbreyting frá fyrra ári (%)          | 1. ársfj. | 2. ársfj. | 3. ársfj. | 4. ársfj. | Síðasta spá Seðlabanka |                         |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|------------------------|-------------------------|
|   |           |           |           |           | Allt árið              | fyrir 2003 <sup>1</sup> |
| Verg landsframleiðsla .....             | 4,6       | 3,3       | 3,3       | 4,9       | 4,0                    | 2¼                      |
| Þjóðarútgjöld .....                     | 3,0       | 9,7       | 9,0       | 10,2      | 8,1                    | 6¾                      |
| Einkaneysla .....                       | 6,3       | 6,7       | 6,1       | 6,4       | 6,4                    | 6                       |
| Samneysla .....                         | 3,2       | 3,9       | 2,9       | 2,2       | 3,0                    | 3                       |
| Fjármunamyndun .....                    | -6,7      | 21,8      | 27,7      | 32,7      | 19,0                   | 12½                     |
| Útflutningur .....                      | 5,0       | -5,1      | 1,4       | -3,9      | -0,7                   | ¼                       |
| Innflutningur .....                     | 0,6       | 10,6      | 15,7      | 10,9      | 9,7                    | 10½                     |
| <i>Hlutfall af landsframleiðslu (%)</i> |           |           |           |           |                        |                         |
| Vöru- og þjónustujöfnuður .....         | 1,8       | -5,5      | -3,8      | -5,6      | -3,4                   | .                       |
| Viðskiptajöfnuður <sup>2</sup> .....    | -1,3      | -8,7      | -6,0      | -6,0      | -5,5                   | -5½                     |

1. Spá í mars 2004. 2. Viðskiptajöfnuður án rekstrarframlaga. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



### Viðskiptahallinn 5½% af landsframleiðslu

Viðskiptahalli á árinu 2003 nam 5½% af landsframleiðslu, eins og Seðlabankinn hafði reiknað með. Lögðust þar á eitt hraður vöxtur innflutnings í takt við aukna eftirspurn og lægð í útflutningi sem rekja má til lakari aflabragða en árið 2002 og lækkunar á verði sjávarafurða. Viðskiptakjör ársins 2003 versnuðu og námu áhrifin 0,9% af landsframleiðslu fyrra árs. Þjóðartekjur jukust því töluvert minna en landsframleiðslan, eða sem nam 2,6%.

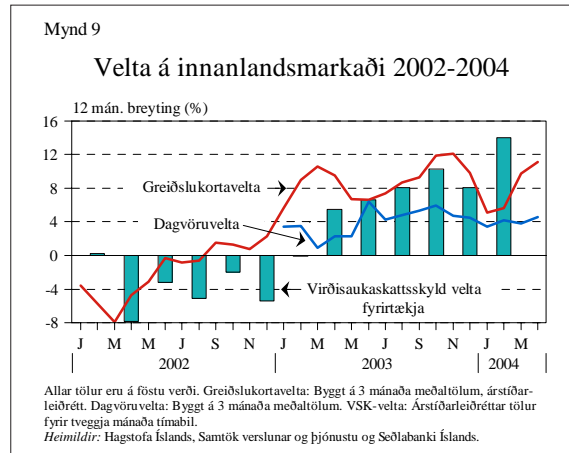
### Vöxtur eftirspurnar áfram ör það sem af er árinu

Innlend eftirspurn virðist áfram vera í örum vexti. Veltu- og innflutningstölur benda til svipaðs vaxtar einkaneyslu og á síðastliðnu ári. Á fyrsta þriðjungi ársins var velta í dagvöruverslun 4% meiri en fyrir ári og greiðslukortavelta jókst um 7% á sama tímabili.<sup>3</sup> Virðisaukaskattstengd velta á fyrstu tveimur mánuðum þessa árs jókst um 9% að raungildi frá sama tíma í fyrra. Þar af jókst innanlandsvelta um 14%, sem er mesta raunaukning frá árinu 2000. Mestur vöxtur var í heildsölu, þjónustu, hótél- og veitingastarfsemi og byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð.

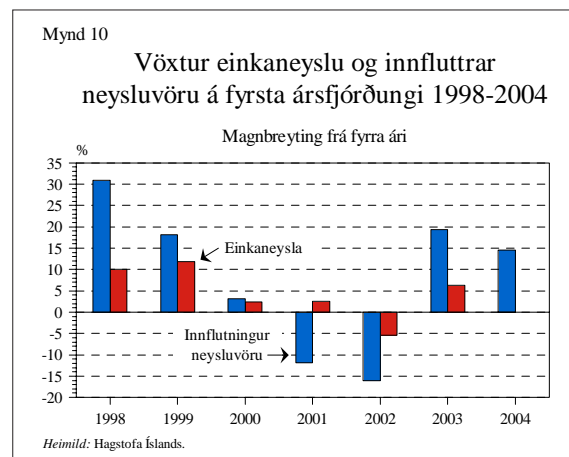
Í mars náði væntingavísitala Gallup næsthæsta gildi sínu frá upphafi og hinu hæsta frá maímánuði í fyrra (kosningamánuðinum), en í apríl og maí lækkaði vísitalan nokkuð á ný. Mat á atvinnuástandinu hefur sveiflast á tiltölulega þröngu bili, en

3. Túlka verður breytingar greiðslukortaveltu með nokkrum fyrirvara, bæði vegna þess að fyrirtækjavelta er ekki aðgreind í tölunum og vegna þess að greiðslukort hafa verið að vinna markaðshlutdeild af öðrum greiðslumiðlum, t.d. ávísunum.

ekki hækkað varanlega eins og mat á efnahagslífinu, frá því snemma árs 2002. Einnig kom fram í marskönnuninni að fleiri hygga á meiri háttar útgjöld, t.d. utanlandsferðir, bifreiða- eða húsnæðis kaup, næstu sex mánuði en áður í þriggja ára sögu könnunarinnar.



Sementssala hefur aukist mjög undanfarna mánuði. Á fyrsta fjórðungi ársins var sementssalan tveimur þriðju hlutum meiri en á sama tíma í fyrra. Sala vegna Kárahnjúkavirkjunar hefur aukist verulega og má gera ráð fyrir að sementsnotkun þar hafi numið u.þ.b. 40% af heildarnotkun á fyrsta fjórðungi ársins.



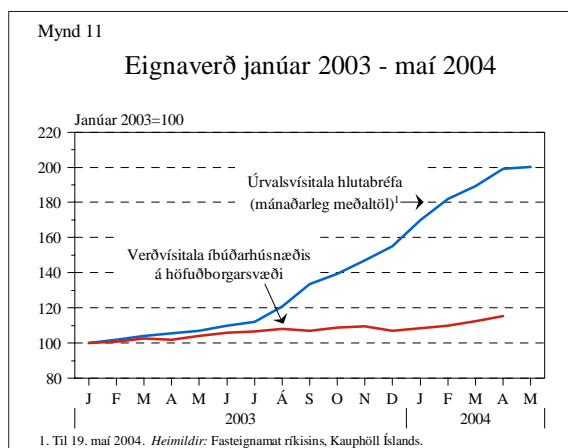
### Innflutningur í örum vexti fyrstu mánuði ársins

Ein skýrasta vísbendingin um vöxt innlestrar eftirspurnar birtist í örum vexti innflutnings. Fyrstu þrjú mánuði ársins var ársvöxtur neyslu- og fjárfestingarvöruinnflutnings áþekkur meðalársvextinum í fyrra,

eða 15% og 14%. Vöxtur fjárfestingarvöruinnflutnings án skipa og flugvéla nam 37%, sem einnig er svipaður vöxtur og á sl. ári. Innflutningur á rekstrarvörum á fyrsta fjórðungi ársins var hins vegar fjórðungi meiri en í fyrra, en jókst lítið í fyrra. Að nokkru leyti skýrist þessi mikli vöxtur af miklum innflutningi rekstrarvöru til álframleiðslu, sem er sveiflukenndur, en þyngst vegur mikill vöxtur í innflutningi annarrar óskilgreindrar rekstrarvöru, sem líklegt er að tengist virkjunarframkvæmdum að einhverju leyti.

#### *Hækkun eignaverðs styður við eftirspurn*

Hækkun eignaverðs styður áfram við eftirspurn. Úrvalsvísitala hlutabréfa hefur hækkað um sem næst fjórðung frá áramótum, eftir 56% hækkun á sl. ári. Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hefur einnig hækkað verulega undanfarna tvo mánuði eftir hálfis árs stöðnun. Verðhækkunin tengist að hluta lægri ávöxtun húsbrefta undanfarna mánuði (sjá nánar umfjöllun í viðauka 1). Ávöxtunarkrafa húsbrefta lækkaði í mars og apríl og var ávöxtunarkrafa húsbrefta u.þ.b. ½ prósentu lægri í apríl en í janúar. Síðustu vikur hefur lækkunin hins vegar gengið lítillaga til baka. Bankavextir hafa einnig lækkað og ný lánsform standa íbúðakaupendum til boða. Einnig má gera ráð fyrir að minni óvissa um tekjur í kjölfar þess að kjarasamningar náðust milli nokkurra stærstu launþegasamtakanna og Samtaka atvinnulífsins hafi fremur hvetjandi áhrif á eignamarkaði.



#### *Útflutningur tók við sér í mars*

Eins og greint var frá hér að framan var lægð í útflutningi á sl. ári og raunar dróst útflutningur í heild

lítillaga saman. Eftir slaka byrjun jókst vöruútflutningur verulega í mars. Útflutningur sjávarafurða tók verulega við sér eftir að afli glæddist í febrúar og mars. Að magni jókst almennur útflutningur fyrstu þrjá mánuði ársins um 9% frá fyrra ári, þar af útflutningur sjávarafurða um 11%, en 6½% verðlækkun sjávarafurða vó á móti. Útflutningur áls var hins vegar 15% minni en fyrir ári, en líta má á það sem tilviljunarkennda sveiflu, sem endurspeglar að nokkru leyti mikinn útflutning áls á sama tíma í fyrra, enda er framleiðsla áls jöfn yfir árið þótt útflutningurinn sveiflist milli mánaða. Of snemmt er að fullyrða hvað þróunin á fyrstu mánuðum ársins boðar fyrir árið í heild, því fyrsti fjórðungur hvers árs er oft nokkuð frábrugðinn öðrum árshlutum. Þótt jöfnuður hafi verið í stórum dráttum í vöruviðskiptunum fyrstu þrjá mánuði ársins, sem jafnan eru hagtæðir, var útkoman u.þ.b. 6 ma.kr. lakari en á sama tíma í fyrra.

#### *Visbendingar um aukin umsvif og fjárfestingu fyrirtækja*

Mikill vöxtur í innflutningi fjárfestingarvöru er að jafnaði góð visbending um fjárfestingu fyrirtækja. Um þessar mundir er þó erfitt að ráða í hvaða upplýsingar þessar tölur fela í sér um fjárfestingu almennt, því að innflutningur vegna stóriðju, beint og óbeint, er ekki aðgreinanlegur. Flestum kom á óvart hve fjárfesting önnur en stóriðjufjárfesting var mikil á síðasta ári. Fjárfestingarvísitala sem byggð er á könnun Gallup fyrir Seðlabankann og fjármálaráðuneytið meðal veltumestu fyrirtækja landsins lækkaði í byrjun ársins. Á sama tíma í ár hækkaði þessi vísitala hins vegar umtalsvert frá fyrra ári. Í ljósi reynslunnar er þó ástæða til að túlka þá breytingu með varúð. Fyrirtækin virðast almennt bjartsýn um eigin veltu og hagnað á árinu en síður um framvindu efnahagslífsins.

Gögn um virðisaukaskattstengda veltu sýna mikinn vöxt í byggingariðnaði. Velta í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð var á fyrstu tveimur mánuðum ársins 27% meiri en fyrir ári, enda tengjast mikil umsvif gerð virkjana og bygging íbúðarhúsnæðis er í miklum vexti.

#### *Íbúðafjárfesting áfram í örur vexti*

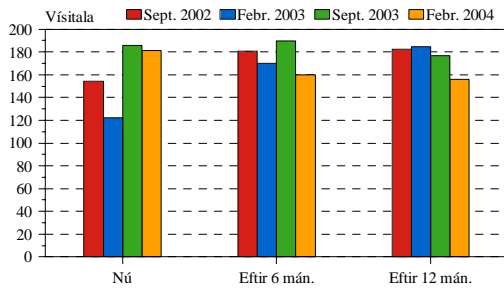
Fjármálalegar og aðrar efnahagslegar aðstæður eru ákjósanlegar fyrir íbúðamarkaðinn. Atvinna er almennt stöðug og atvinnuástand batnandi, kaupmáttur

Mynd 12

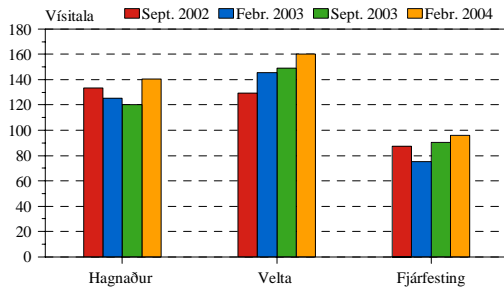
### Vísitölur efnahagslífsins 2002-2004

Skv. könnunum meðal fyrirtækja (án opinberra fyrirtækja)

Vísitölur efnahagslífsins nú, eftir 6 og 12 mánuði



### Vísitölur hagnaðar, veltu og fjárfestingar



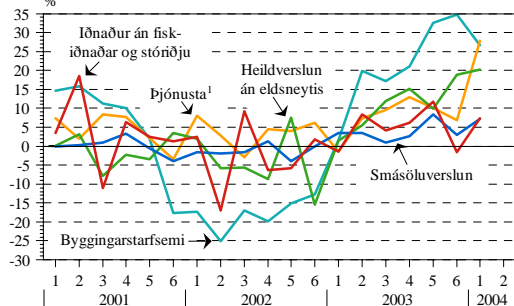
Heimild: IMG Gallup.

launa hefur aukist, verðbólga verið lítil til þessa og vextir lægri en þeir hafa verið árum saman. Við þetta bætast væntingar um góðari í tengslum við þær

Mynd 13

### Virðisaukaskattskyld velta 2001-2004

Raunbreyting frá sama tímabili á fyrra ári



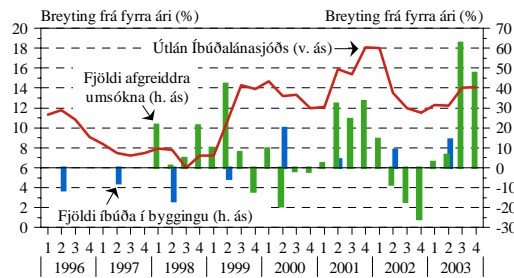
1. Þjónusta, hótél og veitingarestur. Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

miklu framkvæmdir sem eru framundan næstu þrjú árin. Íbúðaverð stóð í stað síðari hluta sl. árs en hefur undanfarna mánuði haldið áfram á þeirri braut hækkunar sem það hefur verið á undanfarin sjö ár og er nú í sögulegu hámarki, miðað við þróun almenns neysluverðlags.

Þrátt fyrir mikla uppsveiflu í þjóðarbúskapnum og hækkun íbúðaverðs á árunum 1998-2000 var íbúðafjárfesting lengi að taka við sér. Undanfarið ár kvað hins vegar við annan tón. Íbúðafjárfesting jókst, eins og áður hefur komið fram, um 13% í fyrra og mun meira en spáð var. Margt bendir til að þessi öri vöxtur haldi áfram enn um sinn. Framkvæmdir voru hafnar við u.þ.b. 13% fleiri íbúðir á sl. ári en árið 2002 og íbúðum í byggingu fjölgaði álíka mikið. Mun þess gæta í tölum fyrir íbúðafjárfestingu ársins 2004. Þessar tölur eru á svipuðum nótum og vöxturinn í útlánum Íbúðalánasjóðs undanfarið ár.

Mynd 14

### Útlán Íbúðalánasjóðs<sup>1</sup> (ársfjórðungslegar tölur) og fjöldi íbúða í byggingu (árlegar tölur) 1996-2003



1. Sýnd er breyting á stöðu heildarútlána og á fjölda afgreiddra umsókna um lán til nybygginga og endurbóta. Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Íbúðalánasjóður, Seðlabanki Íslands.

### Afkoma skráðra fyrirtækja yfirleitt góð á fyrsta fjórðungi ársins

Tölur um afkomu allra skráðra fyrirtækja á fyrsta fjórðungi ársins liggja ekki fyrir þegar þetta er ritað. Árshlutauppgjör sem fyrir liggja benda hins vegar til jafngóðrar eða betri afkomu en í fyrra. Sérstaka athygli vekur að afkoma þeirra sjávarútvegsfyrirtækja sem skilað hafa uppgjörum virðist hafa verið töluvert betri en á sama tíma í fyrra. Hagnaður eftir skatta var nokkru lakari vegna gengisáhrifa á skuldir. Veltufé frá rekstri jókst á fyrsta ársfjórðungi og var næstum helmingi meira en fyrir ári. Eiginfjárlutfall hefur einnig styrkst.



## Vinumarkaður

Vísendingar af vinnumarkaði benda til þess að vinnuafleifing sé að aukast, en þó ekki eins mikið og álykta mætti með hliðsjón af minnkandi atvinnuleysi. Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar bendir til að atvinna hafi ekki aukist í takt við minnkun atvinnuleysis. Starfandi fólki á fyrsta fjórðungi þessa árs fjölgaði aðeins um 500 manns, eða 0,3%, frá fyrra ári, þótt atvinnulausum fækkaði um 1.300 manns. U.þ.b. 800 manns hafa því horfið af vinnumarkaði, enda minnkaði atvinnuþátttaka (þ.e.a.s. hlutfall fólks á vinnualdri sem er starfandi eða atvinnulaust í leit að vinnu) úr 80,1% í 79,2%. Meðalfjöldi unninna vinnustunda var óbreyttur frá fyrra ári, eða 40,9 en reglulegum vinnustundum starfandi fækkaði um 0,3 klukkustundir. Vinnumagn

dróst saman um 1,8%.<sup>4</sup> Athygli vekur að samkvæmt könnun Hagstofunnar dróst vinnumagn meira saman á landsbyggðinni en á höfuðborgarsvæðinu þrátt fyrir aukna vinnu tengda virkjunarframkvæmdum á Austurlandi.

Skráð atvinnuleysi hefur minnkað nokkuð samfellt frá ágúst mánuði í fyrra. Þá var árstíðarleiddrétt atvinnuleysi 3,5%, en 2,9% í apríl sl. Þó virðist draga hægar úr atvinnuleysi að undanförunu en í fyrra. Nokkur munur er á skráðu atvinnuleysi hjá Vinnu-  
málastofnun, sem var 3,6% á fyrsta ársfjórðungi 2004, og atvinnuleysi samkvæmt vinnumarkaðs-  
könnun Hagstofu, sem var 3,1%. Skýrist þessi munur líklega að mestu af mismunandi skilgreiningum Hagstofu og Vinnu-  
málastofnunar á atvinnuleysi og vinnuafli, eins og fjallað er nánar um í rammagrein 2.

### Rammagrein 2 Vinnumarkaður: Misræmi eða mismunandi skilgreiningar?

Tvenns konar mælingar liggja fyrir á atvinnuleysi og fleiri kennitölum vinnumarkaðar, þ.e. annars vegar vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands og hins vegar skráningar Vinnu-  
málastofnunar. Samkvæmt skilgreiningu vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar telst sá atvinnulaus sem er í atvinnuleit og getur hafið störf innan tveggja vikna.<sup>1</sup> Tölur Vinnu-  
málastofnunar byggjast hins vegar á atvinnuleysisráningu vinnu-  
miðlana. Í meðfylgjandi töflu sést að færri karlar voru á atvinnuleysisráningu en eru atvinnulausir samkvæmt skilgreiningu vinnumarkaðskönnunar, en þessu er öfugt farið með konur. Sú skýring hefur verið sett fram að karlar skrái sig síður atvinnulausa og að algengt sé

1. Núverandi skilgreining Vinnumarkaðskönnunar er: „Atvinnulausir teljast þeir sem ekki voru í starfi í viðmiðunarvikunni, geta hafið störf innan tveggja vikna frá því rannsóknin er gerð og uppfylla auk þess eitthvert eftirfarandi skilyrði:

1. Hafa verið virkir í atvinnuleit sl. fjórar vikur að viðmiðunarviknu meðtalinni.
2. Hafa fundið starf sem byrjar seinna, þó ekki síðar en innan þriggja mánaða.
3. Biða eftir að vera kallaðir til vinnu.“

#### Mismunandi skilgreiningar atvinnuleysis

Tölur miðast við 1. ársfjórðung 2004

| Atvinnulausir (fjöldi) | VMK <sup>1</sup> | VMS <sup>2</sup> |
|------------------------|------------------|------------------|
| Karlar.....            | 2.800            | 2.615            |
| Konur.....             | 2.000            | 2.443            |
| Samtals.....           | 4.800            | 5.059            |

| Fjöldi á vinnumarkaði | VMK <sup>1</sup><br>(vinnuafli) | VMS <sup>2</sup><br>(ársverk) |
|-----------------------|---------------------------------|-------------------------------|
| Karlar.....           | 82.300                          | 80.745                        |
| Konur.....            | 74.800                          | 59.421                        |
| Samtals.....          | 157.100                         | 140.166                       |

| Atvinnuleysi (%) <sup>3</sup> | VMK <sup>1</sup> | VMS <sup>2</sup> |
|-------------------------------|------------------|------------------|
| Karlar.....                   | 3,4              | 3,2              |
| Konur.....                    | 2,7              | 4,1              |
| Samtals.....                  | 3,1              | 3,6              |

1. VMK er samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu. 2. VMS er samkvæmt tölum Vinnu-  
málastofnunar. 3. Fjöldi atvinnulausa sem hlutfall af vinnuafli í vinnumarkaðskönnun Hagstofu en sem hlutfall af árs-  
verku í tölum Vinnu-  
málastofnunar.

Heimildir: Hagstofa Íslands og Vinnu-  
málastofnun.

4. Sjá viðauka 2 um mismunandi skilgreiningar í vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar.



að konur með ung börn teljist ekki atvinnulausar samkvæmt skilgreiningu vinnumarkaðskönnunar vegna þess að þær geti ekki hafið störf innan tveggja vikna þótt þær séu á atvinnuleysisrá, því að einungis er krafist að skráðir atvinnulausir séu „reiðubúnir að ráða sig til allra almennra starfa“.<sup>2</sup>

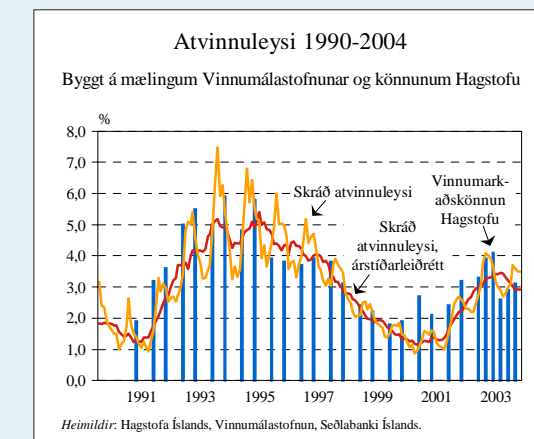
Mismunandi skilgreining á „vinnuafli“ hefur einnig í för með sér að nefnarinn er misstór þegar reiknað er hlutfall atvinnulausra, eftir því hvort horft er til Vinnumálastofnunar eða könnunar Hagstofu. Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu eru allir sem hafa unnið eina klukkustund eða meira í viðmiðunarkviku taldir starfandi (til vinnuafli teljast bæði starfandi einstaklingar og atvinnulausir) en Vinnumálastofnun styðst við áætlun fjármálaráðuneytis um ársverk á vinnumarkaði. Nefnarinn er því töluvert hærri í vinnumarkaðskönnun en í tölum Vinnumálastofnunar, eins og fram kemur í töflunni. Munurinn er meiri meðal kvenna enda algengara að konur séu í hlutastörfum en karlar.

Í þriðja lagi er mat á fjölda atvinnulausra mismunandi. Vinnumarkaðskönnun telur alla einstaklinga sem uppfylla skilgreiningu um að vera atvinnulausir óháð fyrri starfshlutfalli, en Vinnumálastofnun umreiknar fjölda atvinnulausra miðað við starfshlutfall í atvinnuleysisdaga.<sup>3</sup> Eins dags atvinnuleysi tveggja einstaklinga í hálfu starfi reiknast sem einn atvinnuleysisdagur, þ.e.a.s. mældur er fjöldi heilla atvinnuleysisdaga í

2. Lög um atvinnuleysisstryggingar nr. 12/1997, 2. gr.

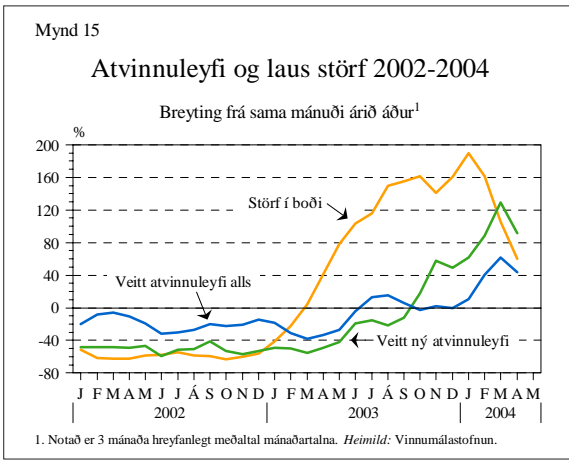
3. Skilgreining Vinnumálastofnunar er: „Fjöldi atvinnuleysisdaga er samanlagður fjöldi dagsverka þeirra einstaklinga sem eru á atvinnuleysisrá í mánuðinum (eitt dagsverk svarar til átta vinnustunda). Taldir eru með allir dagar mánaðarins nema laugardagar og sunnudagar að frádregnum þeim vinnutíma sem einstaklingur hefur unnið í mánuðinum miðað við átta stunda vinnudag eða jafngildi þess. Aðrir frídagar en laugardagar og sunnudagar teljast með sem vinnudagar“.

Einhver fyrstu merki um uppsveiflu á vinnumarkaði birtast oft í fjölgun lausra starfa hjá vinnumiðlunum. Eins og sést á mynd 15 tók lausum störfum í boði hjá vinnumiðlunum að fjölga vorið 2003, nokkrum mánuðum áður en atvinnuleysi fór að síga. Fjölgunin milli ára er því enn hröð og gæti fjöldinn slegið fyrri met þegar árstíðarbundnum toppi verður

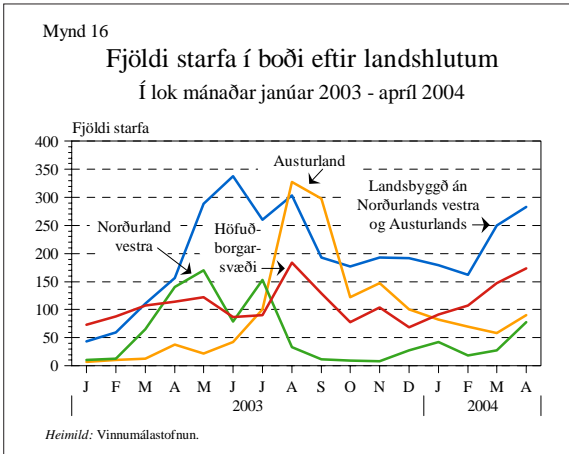


mánuði, en ekki fjöldi atvinnulausra einstaklinga (óháð vinnutíma), eins og gert er í vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Munur á atvinnuleysishlutfalli Vinnumálastofnunar og vinnumarkaðskönnunar Hagstofu hefur verið á bilinu 0,1 til 1,6 prósentur og ekki alltaf í sömu átt. Algengara er að atvinnuleysi mælist meira í vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar en hjá Vinnumálastofnun þegar atvinnuleysi er að aukast og öfugt þegar dregur úr atvinnuleysi. Ein skýring á þessu misræmi er að vinnumarkaðskönnunin nái til einstaklinga sem missa vinnu á samdráttartímum áður en þeir skrá sig hjá vinnumiðlun. Þegar atvinnuástandið batnar kann hún á sama hátt að telja til starfandi þá einstaklinga sem hafa fengið vinnu en ekki látið afskrá sig hjá Vinnumiðlun, e.t.v. vegna þess að þeir hafa ekki hafið störf. Einnig gæti vinnuaflið í útreikningum Vinnumálastofnunar verið vanmetið í uppsveiflum og ofmetið í niðursveiflum þar sem fólk hefur tilhneigingu til að hverfa af vinnumarkaði þegar herðir að í efnahagsmálum en koma aftur inn á markaðinn þegar betur horfir.

náð. Líklega er uppsveiflan í lausum störfum ekki eingöngu vísbending um aukin umsvif í þjóðarþáskapnum. Að nokkru leyti má rekja aukinn fjölda lausra starfa til þess að atvinnurekendur eru farnir að auglýsa fyrir en áður störf sem þeir telja ólíklegt að hægt verði að manna innanlands í því skyni að flýta fyrir öflun atvinnuleyfa síðar.



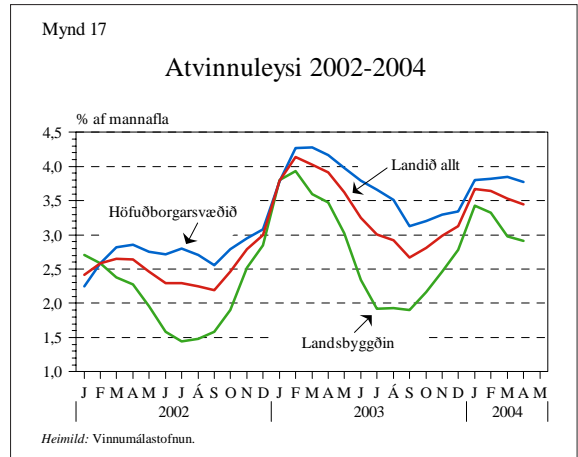
Mikil fjölgun lausra starfa á Norðurlandi vestra á vor- og sumarmánuðum 2003 skýrist að mestu af þörf fyrir starfsfólk í sláturhús á haustmánuðum (mynd 16). Fjölgun lausra starfa í tengslum við virkjanaf framkvæmdir á Austurlandi skýrir enn fremur meira en helming þeirrar fjölgunar lausra starfa sem varð á landsbyggðinni í ágúst og september sl. Fjölgun lausra starfa á höfuðborgarsvæðinu í ágúst stafar hins vegar af því að skólafólk hverfur af vinnumarkaði á meðan enn er þörf fyrir sumarafleysingafólk.



Á fyrsta fjórðungi þessa árs voru veitt rúmlega helmingi fleiri atvinnuleysi en á sama tíma í fyrra. Hlutfallsleg fjölgun nýrra atvinnuleyfa var enn meiri. Meðalfjöldi lausra starfa rúmlega tvöfaldaðist á sama tímabili.

Þrátt fyrir miklar virkjanaf framkvæmdir á Austurlandi virðast horfur í atvinnumálum hafa vænkast einna mest á höfuðborgarsvæðinu, sbr. könnun

Gallup, en sl. ár hefur atvinnuleysi almennt verið meira á höfuðborgarsvæðinu en á landsbyggðinni. Fjölgun lausra starfa á höfuðborgarsvæðinu fyrstu fjóra mánuði ársins var meiri en á sama tíma í fyrra, en lítil breyting á landsbyggðinni.



Nokkuð virðist hafa þrengrt að sjávarútvegi undanfarið ár eftir því sem fram kemur í könnun sem Gallup gerði í febrúar og mars um stöðu og framtíðarhorfur veltuhæstu fyrirtækja á Íslandi (sjá nánar hér á eftir). Er það nokkuð á skjön við uppgjör skráðra fyrirtækja, sem getið var um að framan, en kann að skýrast af betri aflabróðum og hagstæðri gengisþróun eftir að könnunin var gerð, auk þess sem afköm skráðra fyrirtækja er líklega almennt betri en afköm greinarinnar í heild. Af einstökum atvinnugreinum er mestur vilji til að fækka starfsfólki í sjávarútvegi, eða um 1,9%. Í flutningum og ferðaþjónustu o.fl. er hins vegar búist við fjölgun starfsfólks um 6,3%. Í heild vilja fyrirtækin fjölga starfsfólki um 1,3% yfir árið. Fyrirtæki á landsbyggðinni gera ráð fyrir að fækka áfram starfsfólki á þessu ári um 1,3% en fyrirtæki á höfuðborgarsvæðinu vilja fjölga starfsfólki um 2,1%. Könnun sem gerð var fyrir Samtök iðnaðarins sýnir áþekkar niðurstöður. Fleiri fyrirtæki gera ráð fyrir að fjölga starfsfólki en fækka.

Þessar niðurstöður hafa verið staðfestar í samtölum við starfsfólk vinnumiðlana og aðila vinnumarkaðar. Af þeim má ráða að litill vöxtur sé í atvinnu á landsbyggðinni utan Austurlands, þar sem skortur er á iðnaðar- og byggingaverkamönnum til uppbyggingar utan virkjanasvæðis. Mikil eftirspurn

er eftir iðnaðarmönnum í Reykjavík, enda meira byggt af íbúðarhúsnæði en um árabíl. Líklega er eitthvað um að byggingarfyrirtæki safni að sér starfsfólki til að tryggja sig þegar framkvæmdir við virkjanir og álbræðslu Norðuráls komast á skrið. Á Suðurnesjum er ágæt atvinnuástand og ekki horfur á að það breytist í bráð.

### Opinber fjármál

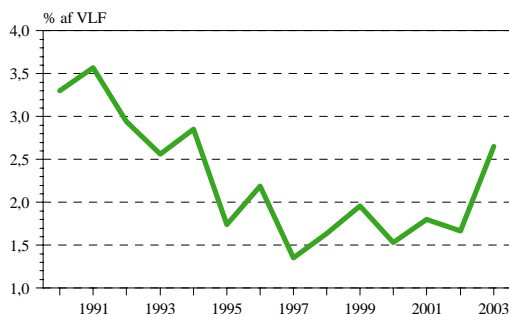
Opinber fjármál einkenndust á liðnu ári af mikilli útgjaldaaukningu og tekjuhækkun hjá ríkissjóði, sem leiddi til þess að hlutfall opinberra útgjalda af landsframleiðslu hækkaði um rúmlega 2½ prósentu og hlutfall tekna um tæplega 2½ prósentu. Áformað er að útgjaldaaukningin gangi til baka á þessu ári og gott betur, en að tekjur lækki heldur minna, þannig að halli sem nam 1½% af VLF á árinu 2003 snúist í örlítinn afgang 2004.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var afkoma hins opinbera árið 2003 neikvæð um 11 ma.kr. eða 1,4% af landsframleiðslu, en var neikvæð um 1,1% af landsframleiðslu árið 2002. Í byrjun árs gerði fjármálaráðuneytið ráð fyrir að hallinn í fyrra hefði verið 2% af landsframleiðslu. Tekjur ríkissjóðs eru nú taldar hafa hækkað um tæp 9% milli ára sem er heldur meira en gert var ráð fyrir við samþykkt fjárukalaga. Gjöld hækkuðu öllu meira, eða um rúm 10%. Afkoma sveitarfélaganna virðist hafa orðið heldur betri en reiknað var með, en afkoma ríkisins nokkurn veginn eftir áætlunum. Tekjur sveitarfélaga áttu að hækka um 6%, en hafa samkvæmt bráðabirgðatölum hækkað um 5,2%. Útgjöld þeirra jukust um 3%. Batinn stafar að langmestu leyti af minni fjárfestingarútgjöldum. Samneysla er nú talin hafa vaxið um 3% að magni árið 2003, en áður var gert ráð fyrir 4% vexti. Fjárfesting hins opinbera er talin hafa aukist um 12%, en um áramót gerði fjármálaráðuneytið ráð fyrir 10½% vexti.

Samkvæmt áætlunum fyrir yfirstandandi ár munu aðrar tekjur ríkissjóðs en tekjur af eignasölu hækka um 4½% frá fyrra ári, en gjöld eiga að lækka um 1%. Verðlag er talið munu hækka um 3% og fela áætlanir því í sér umtalsverða raunlækkun gjalda, sem er að mestu fólgin í samdrætti fjárfestingarútgjalda. Þau námu 2,6% af landsframleiðslu árið 2003 og höfðu ekki verið jafnhmikil á þann mælikvarða síðan á samdráttarskeiðinu 1992-1995.

Mynd 18

### Fastafjárútgjöld ríkisins 1990-2003



Heimild: Hagstofa Íslands.

Áætluð hækkun tekna er tiltölulega lítil miðað við þjóðhagshorfur, einkum ef tekið er mið af hækkun skatttekna árið 2003. Áætlaður rekstrarafgangur ríkissjóðs á árinu 2004 er 5½ ma.kr. eða um ½% af landsframleiðslu. Það er í minna lagi miðað við vöxtinn í þjóðarbúskapnum, en dugar til að lækka hreinar skuldir ríkissjóðs úr 18½% í 17½% af landsframleiðslu. Skuldahlutfallið hefur þá lækkað um nær helming á tíu árum.

Heimildir um framgang ríkisfjármála á þessu ári eru venju fremur rýrar vegna breytinga á bókhaldskerfum ríkisins. Upplýsingar eru því seint á ferðinni og illsambærilegar við fyrra ár, einkum að því er varðar útgjöld. Skatttekjur ríkisins voru 12% hærri í janúar og febrúar en á sama tíma árið 2003 og eiga að vera nokkurn veginn sambærilegar. Gjöld ríkissjóðs að frádregnum þekktum áhrifum bókhaldsbreytinga hafa lækkað um rúmlega 4%. Líklega er lækkunin þó vanmetin vegna breytinganna. Ef svo heldur sem horfir, verður afkoma ríkissjóðs betri en segir hér að framan, enda uppsveiflan í þjóðarbúskapnum meiri en reiknað hafði verið með, en of skammt er liðið á árið til að slíkar ályktanir séu marktækar.

Á þessu ári er gert ráð fyrir að tekjur sveitarfélaga hækki um 5-7% en gjöld um 4-5%, sem er aðeins umfram hækkun á verðlagi samneyslu en minna en hækkun launa. Gangi áætlanir eftir yrði halli á rekstri sveitarfélaga aðeins á bilinu 1-3 ma.kr. eða sem svarar 0,1-0,4% af landsframleiðslu. Miðað við hagvöxtinn sem spáð er munu hreinar skuldir sveitarfélaga standa í stað í 6,6% af landsframleiðslu, sem er sögulegt hámark.

Almannatryggingar eru í reynd undirdeild ríkissjóðs en eru færðar sérstaklega í þjóðhagsreikningum. Almannatryggingar hafa yfirleitt verið reknar með afgangi, þ.e.a.s. tekjur eynamerktar almannatryggingum, einkum tryggingagjöld, hafa verið hærri en útgjöld. Samkvæmt áætlunum snýst þetta við á þessu ári. Áætlaður afgangur á rekstri hins opinbera er því minni en samanlagður jöfnuður ríkis og sveita, rúmur milljarður króna. Þetta er óverulegur munur, en þó verri staða en æskileg væri í ljósi hagvaxtarþróunar.

### Fjármálaleg skilyrði

Í *Peningamála* 2004/1 var lagt mat á fjármálaleg skilyrði. Niðurstaða greiningarinnar var að frá sjónarhóli fyrirtækja hefðu fjármálaleg skilyrði þjóðarbúsins í byrjun marsmánaðar verið heldur hagstæðari en þau voru í október 2003. Vísað var til þess að vextir hefðu þokast niður og hlutabréfaverð hækkað. Á hinn bóginn var nefnt að herra gengi hefði þrennt nokkuð að útflutnings- og samkeppnisatvinnuvegum. Frá sjónarhóli heimila var einnig talið að fjárhagsleg skilyrði hefðu batnað, sakir lægri vaxta og herra hlutabréfaverðs og gengis krónunnar, en fjárhagsleg skilyrði fjármálastofnana voru talin nokkurn veginn óbreytt.

Í stórum dráttum hafa fjármálaleg skilyrði líklega haldið áfram á þeirri braut sem þau hafa verið á frá

haustmánuðum. Á þeim 2½ mánuði sem liðnir eru frá því að þessar niðurstöður voru birtar hafa þó ekki orðið stórar breytingar. Stýrivextir Seðlabankans voru hækkaðir 11. maí síðastliðinn, en verðbólga og verðbólguvæntingar hafa einnig hækkað nokkuð frá marsmánuði. Raunstýrivextir voru því í maí nokkru lægri en í mars og apríl, en eru því sem næst óbreyttir ef horft er til meðaltala yfir lengri tímabil (sjá töflu 2).

Gengi krónunnar hefur veikt nokkuð frá birtingu *Peningamála* 2004/1. Lækkun gengisins felur í sér nokkra slökun á fjármálalegum skilyrðum fyrirtækja, þar sem hækkun afurðaverðs (í krónum) sem í lækkuninni felst er talin vega þyngra en aukin byrði vegna vaxta og afborgana af erlendum skuldum. Gengisþróunin að undanfögnu hefur verið útflutnings- og samkeppnisfyrirtækjum hagstæð, en öðru máli gegnir auðvitað um innflutningsfyrirtæki og gengislækkun felur í sér óhagstæðari fjármálaleg skilyrði heimila.

Hjá heimilunum vegur þó þyngra lægri ávöxtunarkrafa húsbreifa á tímabilinu. Á henni hafa orðið töluverðar sveiflur á tímabilinu. Ávöxtunarkrafan lækkaði verulega í apríl, en hefur að undanfögnu verið svipuð og síðast þegar lagt var mat á fjármálaleg skilyrði. Það sem af er maí var ávöxtunarkrafan að meðaltali 0,1 prósentu lægri en í mars og útlánavextir banka og sparisjóða hafa þokast áfram niður.

Tafla 2 Breytingar á fjármálalegum skilyrðum frá útgáfu *Peningamála* 2004/1

|  | 4 vikur<br>til 10. mars | 4 vikur til<br>19. maí | Áhrif eftir geirum <sup>1</sup> |                                   |                        |                    |
|--|-------------------------|------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|------------------------|--------------------|
|  |                         |                        | Heimili                         | Útflutnings- og<br>samk.fyrirtæki | Fjármála-<br>fyrirtæki | Önnur<br>fyrirtæki |
| Raunstýrivextir <sup>2</sup> .....                                       | 2,5                     | 2,6                    | -                               | -                                 | -                      | -                  |
| Verðtryggðir innlendir vextir<br>(ávöxtunarkrafa 40 ára húsbreifa) ..... | 4,5                     | 4,2                    | +                               | .                                 | +/-                    | .                  |
| Meðalvextir óverðtryggðra útlána banka og sparisjóða...                  | 11,5                    | 11,3                   | +                               | +                                 | .                      | +                  |
| Meðalvextir verðtryggðra útlána banka og sparisjóða.....                 | 8,2                     | 8,0                    | +                               | +                                 | .                      | +                  |
| Erlendir skammtímavextir <sup>3,4</sup> .....                            | 1,6                     | 1,7                    | -                               | -                                 | -                      | -                  |
| Erlendir langtímavextir (ríkisskuldabréf, 10 ár) <sup>3</sup> .....      | 4,0                     | 4,4                    | -                               | -                                 | -                      | -                  |
| Gengisvísitala krónunnar.....  | 119,9                   | 123,7                  | +                               | -                                 | +/-                    | +/-                |
| Gengi hlutabréfa <sup>5</sup> .....                                      | 2.505,8                 | 2.695,9                | +                               | +                                 | +                      | +                  |

1. Hér tákna '+' hagstæðari fjármálaleg skilyrði, '-' tákna óhagstæðari fjármálaleg skilyrði, '+/-' tákna að brugðið geti til beggja átta og '.' tákna að það eigi ekki við. 2. Miðað við þriggja ára verðbólguálag. 3. Vægi evru er 2/3 og Bandaríkjadals 1/3. 4. Ríkisskuldabréf til þriggja mánaða. 5. Miðað er við úrvalsvisítölu.

Verð hlutabréfa hefur hækkað frá því í mars og fjármálaleg skilyrði fyrirtækja sem sækja fjármagn á hlutafjármarkaðinn því batnað. Batinn er þó nokkuð mismunandi eftir geirum. Hækkun hlutabréfaverðs felur einnig í sér jákvæð auðsáhrif á einstaklinga sem eiga hlutabréf.

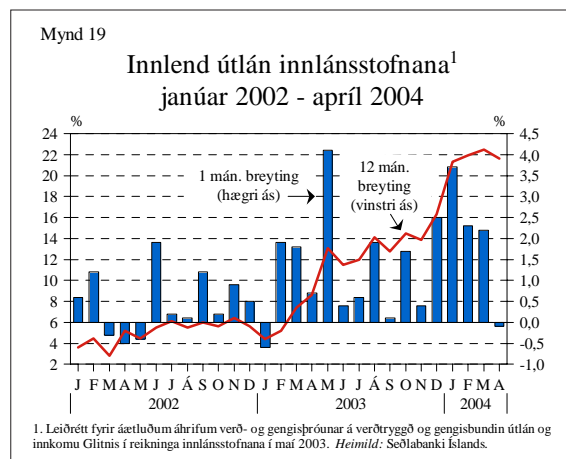
### Vöxtur útlána

Hinn öra vöxt útlána undanfarið ár má að nokkru leyti skýra með afar hagstæðum fjármálaskilyrðum, einkum erlendis. Einnig hefur verið nefnt að hann tengist breytingum á eignarhaldi í íslenskum fyrirtækjum og sé því ekki nauðsynlega undanfari meiri fjárfestinga og annarra umsvifa. Í lok apríl höfðu innlend útlán innlánsstofnana aukist um 23,5% á tólf mánuðum, eða 21,6% ef horft er framhá áhrifum gengis- og verðlagsbreytinga á stofn gengis- og verðtryggðra útlána. Vöxtur erlendra útlána og markaðs verð bréfa er meiri, og var í apríl um 159% á tólf mánuðum.

Hluta útlánavaxtarins má rekja til fjármögnunar innlends bankakerfis á skuldsettum yfirtökum íslenskra fyrirtækja og ýmsum umbreytingarverkefnum tengdum þeim, bæði innanlands og erlendis. Þá bendir ýmislegt til þess að innlent bankakerfi hafi aukið hlutdeild sína í fjármögnun innlendra fyrirtækja, einkum í erlendu lánsfé. Þessi aukna miðlun á erlendu lánsfé kemur fram í miklum vexti erlendra skulda innlánsstofnana, sem í apríl höfðu aukist um 347 ma.kr., eða 75% á tólf mánuðum. Aukning útlána lánakerfisins ætti, ef framangreint er rétt, að verða minni en útlánaaukning bankanna. Tölur um útlán lánakerfisins fyrir fyrsta ársfjórðung munu ekki liggja fyrir fyrr en síðar í júní. Að svo miklu leyti sem lánveitingar tengjast ekki nýfjárfestingu eru þær ekki endilega vísbending um aukna innlenda eftirspurn og síðar verðbólgu eins og oftast er. Óbeinna áhrifa kynni þó að gæta í gegnum hækkandi eignaverð og auðsáhrif. Takmörkuð bein áhrif þessarar útlánaþenslu eiga þó eingöngu við ef söluandvirði fyrirtækja sem hafa verið yfirtekin leitar út úr landinu en beinist ekki að innlendri vöru og þjónustu. Hvort svo verður er enn ekki ljóst. Eftir stendur þó fjármálaleg áhætta útlánavaxtarins.

Ýmislegt í fyrirliggjandi talnaefni styður ofangreinda túlkun. Í fyrsta lagi hafa útlán innlánsstofnana til heimila vaxið minna en til fyrirtækja á tólf mánuðum til loka apríl eða um 16%. Á móti

kemur að útlán Íbúðalánasjóðs hafa aukist umtalsvert. Í öðru lagi er útlánaþróunin hjá einstökum bönkum í samræmi við þessa túlkun. Í þriðja lagi benda tölur fyrir apríl til að byrjað sé að draga úr vextinum, enda stóðu innlend útlán í stað í mánuðinum án áhrifa gengis- og verðbreytinga í samanburði við liðlega 2% aukningu í mars. Of snemmt er að fullyrða um hvort þessi breyting sé varanleg, en ef túlkunin er rétt þá ætti að draga úr útlánvextinum þegar mestu umbrotin í atvinnulífinu eru yfirstaðin.



## II Þjóðhags- og verðbólguþá

Samkvæmt þjóðhagsþá Seðlabankans sem hér birtist fyrir árin 2004 til 2006 eru horfur á kröftugum hagvexti næstu árin sem drifinn er áfram af mikilli fjárfestingu og vexti einkaneyslu. Því mun myndast spenna í hagkerfinu þegar á þessu ári sem mun að óbreyttu fara vaxandi. Verðbólguþrýstingur mun því aukast. Til skemmri tíma eru horfur á meiri verðbólgu en þegar horft er lengra fram á spátímabilið, m.a. vegna hás olíuverðs. Töluverð óvissa er um þróun olíuverðs, en í spánni er gert ráð fyrir því að hækkun þess í ár gangi því sem næst til baka á næsta ári. Þá ríkir einnig óvissa um þróun hús-næðisverðlags næstu mánuði og misseri, en breytingar á því munu hafa töluverð áhrif á verðbólguna. Mikill viðskiptahalli verður næstu þrjú árin sem að hluta á rætur að rekja til stóriðjuframkvæmda. Sá hluti hallans sem af framkvæmdunum stafar mun hjaðna þegar þær eru afstaðnar en grófir útreikningar benda til þess að um helming viðskiptahalla næstu



tveggja ára megi rekja beint til innflutnings vegna fjárfestingar í stóriðju og margföldunaráhrifa þeirra á þjóðarþúið.

Í spánni er sem endranær reiknað með óbreyttu gengi og óbreyttum stýrivöxtum á spátímabilinu. Hvort tveggja hefur breyst frá síðustu spá. Í spánni er miðað við að gengisvísitalan sé óbreytt frá 12. maí, en þá var hún 124 stig, sem er ríflega 3% lægra gengi en í marsspánni, þegar reiknað var með að vísitalan stæði í 120 stigum, miðað við gengi þann 27. febrúar. Lægra gengi hefur örvandi áhrif á eftirspurn eftir innlendum framleiðsluþáttum og stuðlar einnig tímabundið að aukinni verðbólgu

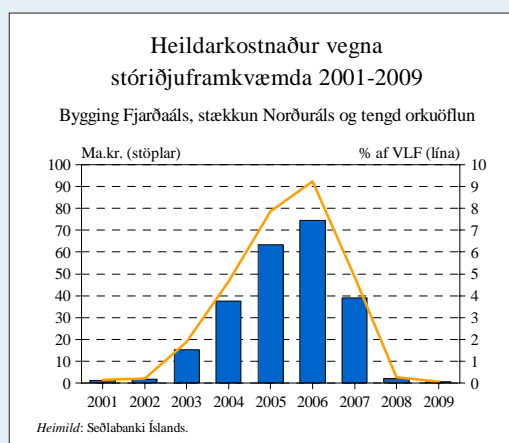
vegna þess að verðlag innfluttrar vöru og þjónustu hækkar í krónum talið.

Stýrivextir Seðlabankans voru hækkaðir um 0,2 prósentur hinn 11. maí og eru nú 5,5%. Hærri stýrivextir vinna á móti þenslu- og verðbólguáhrifum lægra gengis og draga úr innlendri eftirspurn og verðbólgu þegar fram í sækir. Í spánni er jafnframt fylgt forsendum fjármálaráðuneytisins um breytingar á ríkisútgjöldum, auk þess sem reiknað er með boðuðum skattalækkunum í jöfnum skrefum á tímabilinu 2005-2007 í samræmi við síðustu langtímaáætlun ríkisstjórnarinnar. Nema þær um 2½% af landsframleiðslu.

### Rammagrein 3 Stóriðjuframkvæmdir<sup>1</sup>

Virkjunarframkvæmdir við Kárahnjúka og á Reykjanesi og Hellisheiði verða miklar í ár. Áætlað er að framkvæmt verði fyrir um 27 ma.kr. og vel á annað þúsund manns munu vinna við þessar framkvæmdir þegar hæst stendur í ár. Þá munu einnig hefjast verklegar framkvæmdir við stækkun verksmiðju Norðuráls og byggingu álverksmiðju Alcoa á Reyðarfirði, Fjarðaálsverksmiðjuna. Framkvæmdakostnaður við álverin er áætlaður tæplega 11 ma.kr. á þessu ári. Á næstu tveimur árum munu framkvæmdir ná hámarki, en samkvæmt áætlun verður varið um 63 ma.kr. til framkvæmda við virkjanir og stóriðju á næsta ári og um 75 ma.kr. á árinu 2006. Alls er talið að kostnaður við álverin tvö, Fjarðaál og stækkun Norðuráls, ásamt orkuöflun muni nema um 138 ma.kr. í heild á árunum 2005 til 2006. Áætlaður heildarframkvæmdakostnaður er nú metinn nokkru meiri en kom fram í síðasta hefti *Peningamála*. Kostnaðaráætlanir hafa breyst og gengis- og verðlagsforsendur einnig. Heildarkostnaðurinn er nú metinn u.þ.b. 15 ma.kr. hærri en í síðustu úttekt Seðlabankans í *Peningamálum* 2004/1. Munar þar mest um nokkru meiri kostnað við Fjarðaálsverksmiðjuna. Að auki hliðrast kostnaður milli ára. Framkvæmdir munu ná hámarki á árinu 2006. Þá er talið að framkvæmdakostnaður

muni nema rúmlega 9% af landsframleiðslu 2003. Reiknað er með að 43% af heildarkostnaði muni falla til innanlands en 57% verði í formi innfluttrar vöru og þjónustu. Mikinn mannafla þarf til þessara verka allra, eða um 8.000 mannaár. Mest verður mannaflanotkunin á árinu 2005 en þá verður þörfin alls um 2.600 mannaár sem er um 1,7% af vinnuafslframboðinu (m.v. árið 2003) og um 2.100 manna árið 2006 (um 1,3% af heildarframboði vinnuafsls). Talið er að meirihluti vinnuafslsins muni koma erlendis frá, eða um 53%, en mun hærra hlutfall útlendinga mun vinna við Kárahnjúkavirkjun en við gufuaflsvirkjanirnar á Hellisheiði og Reykjanesi og byggingu álveranna.



1. Byggt á upplýsingum frá framkvæmdaaðilum.



### Heildarkostnaður og vinnuaflosnotkun við virkjanir og stóriðjuframkvæmdir 2002-2009

|                                | Vægi | 2002  | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008  | 2009 | Alls    |
|--------------------------------|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|------|---------|
| Heildarkostnaður (m.kr.) ..... | .    | 1.739 | 15.195 | 37.577 | 63.345 | 74.585 | 3.901  | 2.052 | 540  | 235.154 |
| Innlendur kostnaður .....      | 43%  | 804   | 6.776  | 1.653  | 27.636 | 30.863 | 15.991 | 903   | 238  | 100.233 |
| Erlendur kostnaður .....       | 57%  | 935   | 8.419  | 21.048 | 35.709 | 43.722 | 23.019 | 1.149 | 303  | 134.921 |
| Ársverk (fjöldi) .....         | .    | 84    | 706    | 1.634  | 2.593  | 2.121  | 600    | 32    | 23   | 7.835   |
| Innlent vinnuafll .....        | 47%  | 78    | 275    | 712    | 1.298  | 936    | 255    | 30    | 22   | 3.649   |
| Erlent vinnuafll .....         | 53%  | 6     | 431    | 922    | 1.296  | 1.184  | 345    | 2     | 1    | 4.187   |

Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Horfur um eftirspurn og framleiðslu

#### Eldsneytisverð hækkar verulega á þessu ári

Reiknað er með svipuðum vexti útflutnings sjávarafurða í ár og í síðustu spá bankans í mars, eða 6½% í stað 7% áður, en að hann verði heldur meiri á næsta ári, eða 3½% í stað 2%. Eins og áður er gert ráð fyrir að álverð verði verulega hærra í ár en á síðasta ári. Einnig er reiknað með töluverðri hækkun á næsta

ári, en í síðustu spá var gert ráð fyrir lækkun álverðs árið 2005. Líklegt er að verð útfluttrar vöru og þjónustu hækki fremur en lækki á árinu 2004, en aðeins er reiknað með hækkun um fjórðung úr prósentu í spánni. Forsendan um verðlag eldsneytis í erlendri mynt hefur tekið mestum breytingum frá síðustu spá. Talið er að það verði 17½% hærra í ár en í fyrra. Í marsspánni var hins vegar reiknað með 5% lækkun.<sup>5</sup> Hækkunin gengur að verulegu leyti til baka

Tafla 3 Helstu forsendur þjóðhags- og verðbólguþáttar Seðlabanka Íslands

|  | Núverandi spá |       |       | Breyting frá síðustu spá (prósentur) <sup>1</sup> |      |
|--|---------------|-------|-------|---|------|
|  | 2004          | 2005  | 2006  | 2004  | 2005 |
| <i>Stýrivextir og gengi<sup>2</sup></i>                            |               |       |       |   |      |
| Stýrivextir Seðlabankans (%) .....                                 | 5,4           | 5,5   | 5,5   | 0,1   | 0,2  |
| Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla <sup>3</sup> .....              | 123,0         | 124,0 | 124,0 | 2,5   | 3,3  |
| <i>Ytri skilyrði (breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti)</i> |               |       |       |   |      |
| Útflutningsframleiðsla sjávarafurða .....                          | 6½            | 3½    | 2     | -½  | 1½   |
| Verð sjávarafurða í erlendri mynt .....                            | -3½           | 2     | 2     | -   | -    |
| Verð áls í erlendri mynt .....                                     | 11¾           | 5     | 3     | 1   | 8    |
| Verð almenns vöruinnflutnings í erlendri mynt .....                | -½            | 1¾    | 2     | -   | -    |
| Eldsneytisverð í erlendri mynt .....                               | 17½           | -16¾  | -8    | 22½   | -5¾  |
| Verð útfluttrar vöru og þjónustu í erlendri mynt .....             | ¼             | 2¼    | 1¾    | 2¼  | 1    |
| Viðskiptakjör vöru og þjónustu .....                               | -1¾           | 1¼    | ¼     | -2  | 1    |
| Erlendir skammtímavextir .....                                     | 2½            | 3½    | 4     | -   | -    |

1. Stutt lárétt strik (-) táknar að breyting er engin. 2. Ársmeðaltöl. Miðað er við óbreytta vexti og gengi frá spádegi. 3. Breyting frá síðustu spá er prósentubreyting vísitölu.

5. Verð í erlendri mynt er í öllum tilfellum reiknað samkvæmt gengisvog. Verðbreytingar eldsneytis í dollurum eru enn meiri.

á næsta ári, en þá er búist við að eldsneytisverð lækki um 16%, og áfram um 8% árið 2006. Í heild þýða þessar breytingar að viðskiptakjör versna um tæp 2% í ár, en batna um riflega 1% á því næsta.

#### Áframhaldandi kröftugur vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar

Flestar vísbendingar gefa til kynna kröftugan vöxt einkaneyslu í ár. Spáð er 5½% vexti hennar í ár sem er hækun um hálfu prósentu frá síðustu spá. Frá síðustu þjóðhagsspá hefur fjárfestingarspáin fyrir 2004 breyst mest. Í mars var gert ráð fyrir að fjárfesting í íbúðarhúsnæði í ár yrði 4½% meiri en á síðasta ári. Nú eru horfur á að íbúðafjárfesting aukist um 12% milli árana 2003 og 2004. Sumar vísbend-

ingar gefa reyndar til kynna að vöxturinn gæti orðið enn meiri. Einnig er spáð meiri vexti fjárfestingar atvinnuveganna en áður. Spáð er 7½% aukningu í fjárfestingu atvinnuvega að frátalinni fjárfestingu í stóriðju, skipum og flugvélum og 17% vexti fjármunamyndunar alls, í stað 13% í marsspánni. Vöxtur þjóðarútgjalda árið 2004 verður því 7%, sem er rúmri prósentu meiri vöxtur en spáð var síðast.

Meiri vexti fjármunamyndunar og einkaneyslu en áður var reiknað með fylgir meiri innflutningur. Spáð er að innflutningur aukist um tæp 12% á þessu ári. Verg landsframleiðsla vex um 4¼% í ár, sem er ¾ úr prósentu meiri vöxtur en áður var reiknað með.

Eftir að Seðlabankinn gaf út spá sína í mars birti Hagstofan áætlun um þjóðhagsreikninga fyrir árið

Tafla 4 Þjóðhagsspá Seðlabanka Íslands

| Landsframleiðsla og helstu undirlíðir hennar                                | Milljarðar króna á verðlagi hvers árs |         |         | Magnbreyting frá fyrra ári (%) <sup>1</sup> |      |      | Breyting frá síðustu spá (prósentur) <sup>1</sup> |      |
|---|---------------------------------------|---------|---------|---|------|------|---|------|
|   | 2004                                  | 2005    | 2006    | 2004  | 2005 | 2006 | 2004  | 2005 |
| Einkaneysla.....  | 487,7                                 | 535,2   | 579,9   | 5½  | 6¼   | 5¼   | ½   | ¼    |
| Samneysla.....  | 222,9                                 | 238,1   | 254,3   | ½   | 2    | 2    | -¼  | -    |
| Fjármunamyndun.....   | 211,2                                 | 253,8   | 281,8   | 17  | 15¾  | 6½   | 4   | 6¾   |
| Atvinnuvegafjárfesting.....   | 130,1                                 | 169,5   | 189,5   | 30¼   | 24¾  | 7¼   | 4¼  | 11¼  |
| Án stóriðju, skipa og flugvéla.....   | 79,4                                  | 88,3    | 98,5    | 7½  | 6½   | 7    | 5   | 4    |
| Fjárfesting í íbúðarhúsnæði.....  | 52,3                                  | 56,7    | 61,0    | 12  | 4    | 3    | 7½  | -    |
| Fjárfesting hins opinbera.....  | 28,9                                  | 27,6    | 31,4    | -17   | -8½  | 9    | -1  | -5   |
| Þjóðarútgjöld, alls.....  | 921,9                                 | 1.027,2 | 1.116,1 | 7   | 7¾   | 5    | 1¼  | 2    |
| Útflutningur vöru og þjónustu.....  | 297,6                                 | 318,8   | 343,6   | 5   | 4    | 6    | 1   | -½   |
| Innflutningur vöru og þjónustu.....   | 353,2                                 | 401,0   | 435,4   | 11¾   | 11½  | 7    | 2¼  | 3½   |
| Verg landsframleiðsla.....  | 866,3                                 | 945,0   | 1.024,3 | 4¼  | 4¾   | 4½   | ¾   | ¼    |
|   |                                       |         |         | Hlutfall af VLF (%)                         |      |      | Breyting frá síðustu spá (prósentur) <sup>1</sup> |      |
| Viðskiptajöfnuður.....  | .                                     | .       | .       | -8¾   | -11½ | -12  | -1¼   | -3¾  |
| Vergur þjóðhagslegur sparnaður.....   | .                                     | .       | .       | 15½   | 15½  | 15½  | -   | -½   |
| Hrein erlend skuld <sup>2</sup> .....                                       | .                                     | .       | .       | 103¾  | 108¾ | 113  | .   | .    |
| Hrein erlend staða þjóðarbúsins <sup>2</sup> .....                          | .                                     | .       | .       | -71½  | -78½ | -85½ | .   | .    |
| Framleiðsluspenna <sup>3</sup> .....  | .                                     | .       | .       | ¾   | 1½   | 2¼   | ½   | -    |
|   |                                       |         |         | %   |      |      | Breyting frá síðustu spá (prósentur) <sup>1</sup> |      |
| Helstu lykilstærðir vinnumarkaðar   |                                       |         |         |   |      |      |   |      |
| Launakostnaður á almennum vinnumarkaði (breyting milli ársmeðaltala, %).... |                                       |         |         | 5   | 5½   | 5½   | -   | -    |
| Framleiðni vinnuafis (breyting milli ársmeðaltala, %).....                  |                                       |         |         | 2½  | 2    | 1½   | ½   | ½    |
| Atvinnuleysi (% af mannafla).....   |                                       |         |         | 3   | 2½   | 2    | -   | ¼    |

1. Stutt lárét strik (-) táknar að breyting er engin. 2. Tölur um skuldastöðu og verga landsframleiðslu eru færðar á sambærilegt gengi m.v. SDR. 3. Framleiðsluspenna er mæld sem hlutfall af framleiðslugetu hagkerfisins.

2003. Þar kemur fram að hagvöxtur árið 2003 var 4%, en í spá bankans í mars var reiknað með 2¾% vexti. Því er nú talið að framleiðsluslakinn sem myndaðist í hagkerfinu árið 2002 hafi því sem næst horfið í fyrra. Við það bætist kröftugur vöxtur í ár. Mat á framleiðsluspennu ársins hefur því verið hækkað úr ¼% í ¾%, eða um ½ prósentu af vergri landsframleiðslu.

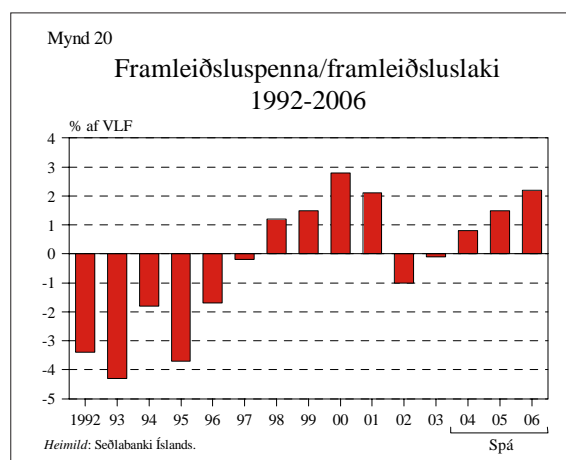
#### Vaxandi spenna í hagkerfinu á næstu árum

Á næstu árum eru horfur á vaxandi þunga í fjárfestingu vegna stóriðjuframkvæmda. Heildarfjárfestingin mun nema um 38 ma.kr. í ár, um 63 ma.kr. á næsta ári, og um 75 ma.kr. árið 2006. Á sama tíma er spáð örur vexti einkaneyslu, eða rúmlega 6% 2005 og rúmlega 5% 2006. Því er fyrirsjáanleg töliverð eftirspurnarþensla í þjódarbúskapnum á tímabilinu. Lítils háttar framleiðsluspenna myndast á yfirstandandi ári og mun aukast næstu tvö árin. Samkvæmt spánni nemur hún 1½% á næsta ári og rúmlega 2% árið 2006. Vert er að undirstrika að mikil óvissa er um mat á framleiðsluspennu um þessar mundir og verður í næstu framtíð.

Aukin eftirspurn á vöru- og þjónustumörkuðum leiðir til minna atvinnuleysis. Þekkt er að atvinnuleysi fylgi hagsveiflunni með nokkurri töf. Því er ekkert undarlegt að atvinnuleysi hafi náð hámarki í fyrra þótt framleiðsluslaki hafi náð hámarki árið 2002. Samkvæmt spánni mun atvinnuleysi verða að meðaltali um 3% í ár en minnka niður í 2% árið 2006, sem að flestra mati er minna en jafnvægis- eða náttúrulegt atvinnuleysi hér á landi. Gangi þetta eftir er hætt við að launaskrið aukist á því ári.

#### Mikill viðskiptahalli myndast

Stóriðjuframkvæmdum fylgir mikill innflutningur en hann vex einnig mikið vegna einkaneyslu og annarrar fjárfestingar. Innflutningur mun vaxa um tæp 12% í ár og á næsta ári en heldur minna árið 2006, eða um 7%. Útflutningur mun aukast hægar þótt vöxturinn verði þokkalegur miðað við meðalárferði, eða á bilinu 4-6% á ári yfir spátímabilið. Því mun halli á vöru- og þjónustuviðskiptum ágerast. Viðskiptahalli mun aukast enn meira, því að gera má ráð fyrir að erlendir vextir hækki á tímabilinu sem mun auka vaxtabyrði þjóðarinnar af erlendum skuldum og halla á jöfnuði þáttatekna. Samkvæmt spánni stefnir því að öðru óbreyttu í mikinn viðskiptahalla, eða sem nemur



allt að 12% af vergri landsframleiðslu á næstu tveimur árum. Að meðaltali má rekja um þriðjung viðskiptahallans þessi ár beint til innflutnings vegna fjárfestingar í stóriðju, eða 27% í ár, 33% 2005 og 33% 2006. Þetta er nokkru lægra hlutfall en reiknað var með í síðustu spá, en það má rekja til endurmats á öðrum þáttum sem hafa áhrif á viðskiptahallann. Þar má nefna að mat á greiðslubyrði erlendra lána hefur verið hækkað vegna erlendra vaxtahækkana. Einnig er um óbein áhrif stóriðju fjárfestingar á einkaneyslu og hagvöxt að ræða. Útreikningar benda til þess að án stóriðju fjárfestingar hefði viðskiptahallinn á næstu tveimur árum orðið um 6% af landsframleiðslu. Þótt það gefi visbendingu verður að taka slíkum útreikningum með töliverðum fyrirvara t.d. vegna þess að mjög óvist er hve miklu lægra gengi krónunnar væri um þessar mundir ef ekki hefði komið til þessara framkvæmda.

Samfara miklum viðskiptahalla aukast erlendar skuldir þjóðarbúsins og staðan gagnvart útlöndum versnar. Hrein erlend skuldastaða þjóðarbúsins, þ.e. erlend lán að frádregnum samsvarandi kröfum á erlenda aðila, sem nam tæplega 101% af landsframleiðslu á síðasta ári, mun samkvæmt spánni hækka í um 113% árið 2006. Hrein erlend staða þjóðarbúsins sem tekur einnig tillit til beinnar fjárfestingar og verðbréfafjárfestingar, t.d. eigna lífeyrissjóða og annarra innlendra aðila í erlendum hlutabréfum og hlutabréfasjóðum, mun versna úr því að vera neikvæð um rúmlega 67% af landsframleiðslu á síðasta ári og verða neikvæð um rúmlega 85% á árinu 2006. Mikilvægt er að hafa í huga að spá um viðskiptahalla og skuldastöðu byggist á óbreyttu gengi og stýrivöxtum

Seðlabankans. Þeir munu hins vegar hækka umtalsvert ef framangreind þróun gengur eftir. Það mun draga úr innlendra eftirspurn og viðskiptahalla þegar frá líður. Spáin undirstrikar hins vegar að auka verður aðhald í hagstjórn hér á landi á næstu misserum ef viðskiptahalli og verðbólga eiga ekki að fara úr böndunum.

### Verðbólguhorfur

#### *Innflutt verðbólga eykst til skamms tíma en verður fremur af innlendum toga til lengri tíma lítið*

Frá síðustu spá bankans hafa orðið mikilvægar breytingar á undirliggjandi verðbólguáhrifum. Þar munar mest um verulega hækkun eldsneytisverðs á alþjóðlegum mörkuðum. Hækkunin leiðir til þess að spád er nokkru meiri innfluttri verðbólgu á þessu ári en í mars sl. Innflutt verðbólga á næsta ári verður hins vegar svipuð og gert var ráð fyrir í forsendum síðustu spár, enda sýna framvirk verð, sem notuð eru við spágerðina, áfram væntingar um að eldsneytisverðshækkunin muni ganga til baka að stórum hluta.

Aukin innflutt verðbólga mun þrýsta upp innlendra verðbólgu til skamms tíma lítið. Á sömu sveif leggst veikara gengi og nokkru meiri framleiðsluspenna á þessu og síðasta ári. Á móti kemur hins vegar að launakostnaður á framleidda einingu eykst nokkru minna fram á næsta ár vegna endurmats á framleiðniþróun tímabilsins 2003-2005. Vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu er þó áfram nokkuð yfir verðbólguáhrifum bankans næstu tvö ár. Samkvæmt nýrri spá bankans verður því meginuppspretta verðbólgunnar af erlendum toga framan af, en til lengri tíma lítið er verðbólguþrýstingurinn innlendur eins og í síðustu spám bankans.

#### *Verðbólguhorfur eitt ár fram í tímann hafa versnað verulega en til lengri tíma er spád álika mikilli verðbólgu og í síðustu spám bankans*

Verðbólguhorfur til skamms tíma hafa breyst verulega frá síðustu spá bankans. Þá var gert ráð fyrir að verðbólga yrði undir 2½% verðbólguáhrifum bankans fram undir mitt næsta ár og að eitt ár fram í tímann yrði verðbólga tæplega 2%. Í ljósi veigamikilla breytinga á forsendum spárinnar, sem raktar eru að ofan, eru horfur á að verðbólga aukist hraðar en áður var talið og verði við efri þolmörk verðbólguáhrifa á seinni hluta þessa árs. Eitt ár fram í tímann er því gert ráð fyrir um 4% verðbólgu.

Tafla 5 Verðbólguáhrif Seðlabanka Íslands

| %      | Breyting frá fyrri ársfjórðungi | Ársfjórðungs-breyting á ársgrundvelli | Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður |
|--------|---------------------------------|---------------------------------------|--|
| 2002:1 | 1,0                             | 4,2                                   | 8,7                                      |
| 2002:2 | 0,4                             | 1,6                                   | 5,5                                      |
| 2002:3 | 0,2                             | 0,7                                   | 3,3                                      |
| 2002:4 | 0,6                             | 2,3                                   | 2,2                                      |
| 2003:1 | 0,7                             | 2,9                                   | 1,9                                      |
| 2003:2 | 0,5                             | 2,0                                   | 2,0                                      |
| 2003:3 | 0,3                             | 1,1                                   | 2,1                                      |
| 2003:4 | 1,0                             | 4,1                                   | 2,5                                      |
| 2004:1 | 0,3                             | 1,3                                   | 2,1                                      |
| 2004:2 | 1,7                             | 6,8                                   | 3,3                                      |
| 2004:3 | 1,0                             | 4,0                                   | 4,0                                      |
| 2004:4 | 0,8                             | 3,0                                   | 3,8                                      |
| 2005:1 | 0,7                             | 2,7                                   | 4,1                                      |
| 2005:2 | 0,9                             | 3,5                                   | 3,3                                      |
| 2005:3 | 0,7                             | 2,7                                   | 3,0                                      |
| 2005:4 | 0,4                             | 1,4                                   | 2,6                                      |
| 2006:1 | 0,7                             | 2,7                                   | 2,6                                      |
| 2006:2 | 1,0                             | 4,0                                   | 2,7                                      |

Tölurnar sýna breytingar milli ársfjórðungslegra meðaltala vísitölu neysluverðs.

| %    | Breyting milli ára | Breyting yfir árið |
|------|--------------------|--------------------|
| 2001 | 6,7                | 9,4                |
| 2002 | 4,8                | 1,4                |
| 2003 | 2,1                | 2,4                |
| 2004 | 3,3                | 3,9                |
| 2005 | 3,2                | 2,5                |
| 2006 | 2,9                | 3,2                |

Skyggt svæði sýnir spá.

Verðbólga mun hins vegar hjaðna fljótlega þegar áhrif veikara gengis krónunnar og eldsneytisverðshækkana hverfa. Spá bankans tvö ár fram í tímann er því nokkuð áþekk því sem Seðlabankinn hefur spáð að undanförunu. Í mars sl. var t.d. spáð 2,9% verðbólgu eftir tvö ár en nú er gert ráð fyrir að hún verði 2,6%. Því eru horfur á að verðbólga verði yfir verðbólguáhrifum bankans út spátímabilið, en sýnu mest á næstu misserum. Eins og áður er líklegt að verðbólga haldi áfram að aukast þegar lítið er enn lengra fram á veginn og verði aftur komin yfir 3% um mitt ár 2006 að gefinni óbreyttri peningastefnu.

*Nokkur óvissa ríkir um verðbólguþróun næstu missera ...*

Eins og áður hefur komið fram veldur hækkun olíuverðs og lækkun gengis krónunnar tímabundið aukinni verðbólgu. Á næstu misserum mun verðbólgan ráðast nokkuð af því hvort áhrifin ganga til baka á næstunni. Einnig er óvissa um þróun húsnæðisverðs og hversu lengi slaki á innlendum vinnumarkaði mun vara. Um alla þessa óvissuþætti gildir hins vegar að ekki verður fullyrt að óvissan sé meiri í aðra áttina en hina.

*... en meiri hættu er á að langtímaverðbólguþrýstingur sé vanmetinn*

Til langs tíma litið bendir fleira til þess að verðbólguþrýstingur kunnist vera vanmetinn en að hann sé ofmetinn. T.d. má ætla að líkur á minna aðhaldi í ríkisfjármálum en reiknað er með í spánni séu meiri en líkur á auknu aðhaldi. Áform stjórnvalda um breytingar á húsnæðislánakerfinu hníga í sömu átt. Einnig er nokkur hættu á að verðbólguþrýstingur næstu missera raski forsendum kjarasamninga. Að lokum má nefna að í verðbólguþrýstingnum er gert ráð fyrir að nýlegar eldsneytisverðshækkningar gangi að verulegu leyti til baka á næsta ári, þótt um það ríki töluverð óvissa vegna mikillar eftirspurnar í heimsbúskapnum og óróa í mikilvægum framleiðslulöndum. Á móti þessum neikvæðu óvissuþáttum kemur að krónan gæti endurheimt fyrir styrk sinn eftir því sem nær dregur hátoppi gjaldeyrisinnflæðis, sem myndi draga úr verðbólguþrýstingnum á seinni hluta spátímabilsins.

*Spáóvissan er talin samhverf til skamms tíma en upp á við til lengri tíma litið*

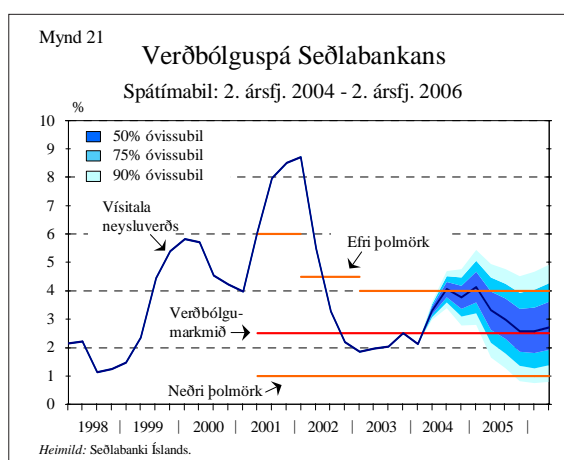
Niðurstaðan er að líkur á meiri verðbólgu en spáð er næsta árið séu álíka miklar og líkur á vanspá. Til lengri tíma litið eru hins vegar taldar meiri líkur á að bankinn vanmeti verðbólguna en að hann ofmeti hana. Þetta er svipað áhættumat og fylgdi spá bankans í nóvember 2003.

Sem fyrr er talið líklegt að spáskekkjur bankans byggðar á sögulegum gögnum feli í sér ofmat á þeirri óvissu sem framundan er. Mat á óvissunni er nokkuð litað af þróun síðustu ára, þegar saman fór tiltölulega mikil verðbólga og óvissa um verðbólguþróun, en það fylgir jafnan sveiflum í verðbólgu.

Mat á spáóvissunni næstu tvö ár má sjá á mynd 21. Taldar eru 90% líkur á að verðbólga verði innan

alls skyggða svæðisins, 75% líkur á að hún verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur á að verðbólga verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður því meiri sem spáð er lengra fram í tímann, sem endurspeglast í vikkun óvissubilsins.<sup>6</sup>

Frá því að síðast var gert formlengt áhættumat á verðbólguþrýstingnum hafa líkur minnkað verulega á að verðbólga eitt ár fram í tímann verði undir verðbólguþrýstingnum. Tvö ár fram í tímann eru líkurnar hins vegar aðeins meiri. Líkur á að verðbólga næsta árið verði innan þolmarka hafa minnkað, en aukist til lengri tíma litið.



Tafla 6 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

| Ársfjörð. | Verðbólga |                   |           |                   |         |
|-----------|-----------|-------------------|-----------|-------------------|---------|
|           | undir 1%  | á bilinu 1% - 2½% | undir 2½% | á bilinu 2½% - 4% | yfir 4% |
| 2004:2    | < 1       | < 1               | < 1       | > 99              | < 1     |
| 2005:1    | < 1       | 2                 | 2         | 42                | 56      |
| 2006:1    | 8         | 37                | 44        | 42                | 14      |

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

6. Fyrir þær tímalingdir sem bankinn hefur ekki áður spáð er byggt á einföldum framreikningi. Hafa þarf í huga að matið á spáóvissu er á sama hátt og spár um einstök gildi háð óvissu. Því skyldi túlka mat á spáóvissu af varúð. Óvissumatinu er fremur ætlað að draga fram innbyggða óvissu spágerðarinnar en að vera nákvæmt mat á líkinda-dreifingu verðbólguþrýstingurinnar.

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

Meðfylgjandi tafla sýnir mat sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagslífinu um miðjan maí. Að þessu sinni voru þátttakendur í könnuninni greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf. og Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf.

Sérfræðingarnir telja horfur á 2,9% verðbólgu yfir árið 2004 sem er meiri verðbólga en í síðustu samantekt sem gerð var í lok febrúar en minni en gert er ráð fyrir í nýrri spá bankans, þar sem gert er ráð fyrir 3,9% verðbólgu. Nokkuð skiptar skoðanir eru meðal sérfræðinganna um verðbólguna á næsta ári, en að meðaltali gera þeir ráð fyrir svipaðri verðbólgu (2,9%) og gert er ráð fyrir í nýrri verðbólguþá bankans (2,5%). Sérfræðingarnir eru nokkuð samröma um verðbólgu á þessu og næsta ári, ef horft er á meðalbreytingu á milli ára. Þeir telja að hún verði nálægt eða yfir verðbólgu-markmiðinu. Bankinn gerir ráð fyrir nokkru meiri verðbólgu milli ára eða rúmlega 3% bæði í ár og á næsta ári. Hafa verður í huga við samanburð á spá bankans og sérfræðinga á fjármálamarkaði að spá bankans byggist á óbreyttum stýrivöxtum en sérfræðingarnir gera ráð fyrir hækkingu þeirra sem að öðru óbreyttu leiðir til minni verðbólgu. Stýrivextir munu

hækka á spátímabilinu og það dregur úr líkum á að spá Seðlabankans rætist.

Mat sérfræðinganna er nokkuð samstíga að því er varðar hagvöxt. Þeir spá minni hagvexti, 3,9% að meðaltali, í ár en Seðlabankinn, sem hefur hækkað sína spá um  $\frac{3}{4}$  úr prósentu frá mars og gerir ráð fyrir  $4\frac{1}{4}$ % hagvexti. Á næsta ári gera flestir sérfræðingarnir ráð fyrir tæplega 5% hagvexti, sem er ívið meiri vöxtur en bankinn spáir eða  $4\frac{1}{2}$ %.

Að meðaltali telja svarendur að gengi krónunnar verði nær óbreytt eftir tólf mánuði og að gengisvísitalan verði þá um 124 stig, sem er ívið veikara gengi en gert var ráð fyrir í síðustu spá þeirra og endurspeglar þróun gengis frá þeim tíma. Þegar litið er tvö ár fram í tímann er gert ráð fyrir óbreyttu gengi að meðaltali en nokkuð skiptar skoðanir um hvort það muni veikjast eða styrkjast lítillega. Sérfræðingarnir gera ráð fyrir að gengisvísitalan verði á bilinu 120 til 133 stig að tveimur árum liðnum.

Það er samdóma álit sérfræðinganna að Seðlabankinn muni halda áfram að hækka stýrivexti. Þeir gera allir ráð fyrir að eftir tvö ár verði stýrivextir á bilinu 7%-7,5% en nokkur ágreiningur er um hversu hratt

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

|   | 2004                  |              |             | 2005                 |              |             |
|---|-----------------------|--------------|-------------|----------------------|--------------|-------------|
|   | Meðaltal              | Lægsta gildi | Hæsta gildi | Meðaltal             | Lægsta gildi | Hæsta gildi |
| Verðbólga (yfir árið).....              | 2,9                   | 2,5          | 3,3         | 2,9                  | 2,3          | 3,2         |
| Verðbólga (milli ársmeðaltala).....     | 2,8                   | 2,6          | 2,9         | 2,9                  | 2,6          | 3,0         |
| Hagvöxtur.....                          | 3,9                   | 3,7          | 4,3         | 4,7                  | 4,2          | 5,0         |
|   | Eitt ár fram í tímann |              |             | Tvö ár fram í tímann |              |             |
| Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla..... | 124                   | 122          | 128         | 124                  | 120          | 133         |
| Stýrivextir Seðlabankans.....           | 6,6                   | 6,2          | 7,0         | 7,4                  | 7,0          | 7,5         |
| Langtímanafnvextir <sup>2</sup> .....   | 7,8                   | 7,5          | 8,0         | 7,9                  | 7,3          | 8,5         |
| Langtímaraunvextir <sup>3</sup> .....   | 3,8                   | 3,4          | 4,0         | 3,9                  | 3,3          | 4,5         |
| Breyting úrvalsvísitölu aðallista.....  | 4,3                   | 0,0          | 10,0        | 13,8                 | 10,0         | 20,0        |
| Breyting fasteignaverðs.....            | 5,3                   | 4,0          | 7,0         | 8,0                  | 0,0          | 12,0        |

1. Taflan sýnir breytingu milli tímabila í % nema að því er varðar gengi og vexti. Sínd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%) og gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf. og Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf. 2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 07 0209). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í húsnæðisbréf (IBN 38 0101). Heimild: Seðlabanki Íslands.



bankinn muni hækka vexti. Þeir spá stýrivöxtum á mun breiðara bili eftir eitt ár, eða 6,2%-7%.

Svarendur gera að meðaltali ráð fyrir að hlutabréfa-verð hækki um rúm 4% á næstu tólf mánuðum, en eru nokkuð ósamstíga. Þeir svartsýnustu gera ráð fyrir óbreyttu hlutabréfaverði en hinir bjartsýnustu 10%

hækkun. Næstu tvö árin gera þeir allir ráð fyrir hækkun, frá 10% til 20% á tveggja ára tímabili. Allir spá þeir að fasteignaverð haldi áfram að hækka næstu tólf mánuði en skoðanir eru skiptar um þróun fasteignaverðs þegar litið er tvö ár fram í tímann.

### III Stefnan í peningamálum

#### *Raunstýrivextir hafa lækkað þrátt fyrir nýlega vaxtahækkun*

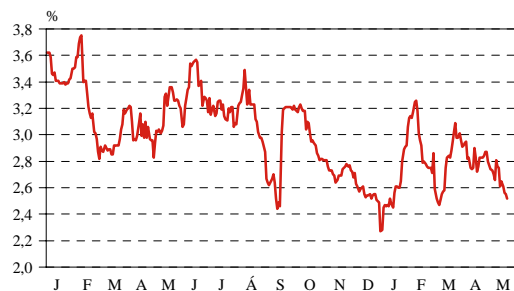
Seðlabanki Íslands kynnti hækkun stýrivaxta sinna um 0,2 prósentur í 5,5% 6. maí sl. Þar með hófst vaxtahækkunarferli sem bankinn hafði boðað um hríð vegna vaxandi innlendar eftirspurnar og horfa á að verðbólga stefndi yfir markmið bankans þegar fram í sækti. Mikilvægar forsendur síðustu verðbólguþáttar, svo sem stækkun Norðurláns og áframhaldandi vöxtur innlendar eftirspurnar, höfðu þá verið staðfestar og verðbólguhorfur næstu mánaða heldur versnað sökum lægra gengis og lækkunar langtímavaxta sem áttu meðal annars þátt í að hækka húsnæðisverð í vísitölu neysliverðs. Útlit var einnig fyrir að verðbólga myndi verða meiri en reiknað var með í marsspá bankans vegna hækkunar eldsneytisverðs á heimsmarkaði, en horft er framhjá fyrstu áhrifum slíkra hækkana við mótun stefnunnar í peningamálum.

Hækkun vísitölu neysliverðs reyndist meiri í maí en flestir höfðu reiknað með en verðbólguálag ríkisskuldabréfa bendir til að verðbólguvæntingar hafi hækkað nokkuð í aðdraganda hennar. Verðbólguálagið hefur hjaðnað nokkuð síðan en raunstýrivextir miðað við þriggja ára verðbólguálag voru eigi að síður lægri um miðjan maí en um miðjan mars þegar síðasta verðbólguþáttur bankans var birt, sbr. mynd 22. Það gefur til kynna að hækka þurfi stýrivexti frekar. Til viðbótar kemur að fjármálaleg skilyrði eru líklega á heildina litið hagstæðari fyrir fyrirtæki og heimili en þau voru framan af árinu því að langtímavextir og gengi krónunnar hafa lækkað en hlutabréfaverð hefur hækkað. Þá stuðlar hærra fasteignaverð að meiri vexti innlendar eftirspurnar en ella.

Mynd 22

#### Raunstýrivextir Seðlabankans<sup>1</sup>

Daglegar tölur 3. janúar 2003 - 19. maí 2004



1. Miðað við reiknað verðbólguálag ríkisverðbréfa. Heimild: Seðlabanki Íslands.

#### *Verðbólguþáttur kallar á frekari vaxtahækkunir*

Þjóðhags- og verðbólguþátturinn sem hér er birt kallar á öðru óbreyttu á frekari vaxtahækkunir á næstunni. Samkvæmt spánni myndast framleiðsluspenna fyrir en áður var talið og er það í samræmi við meiri hagvöxt og vöxt innlendar eftirspurnar að undanförmu en áður var reiknað með. Þá hafa verðbólguhorfur til næsta árs versnað verulega, en það má rekja til gengislækkunar krónunnar og hækkunar eldsneytis- og hrávöruverðs á heimsmarkaði. Samkvæmt spánni mun verðbólgan að óbreyttu verða nálægt efri þölmörkum verðbólguþáttar bankans á seinni hluta ársins. Þessar horfur eru að sjálfsögðu óvissar og þær gætu batnað umtalsvert ef t.d. olíuverð lækkar verulega umfram það sem nú er búist við, gengi krónunnar hækkar eða húsnæðisverð lækkar. Ekki er hægt að útiloka slíka þróun en hún getur einnig orðið í hina áttina varðandi einhverja eða alla þessara þátta. Þá er á það að líta að þróun gengis og húsnæðisverðs er til skemmri tíma litið meðal annars háð aðhaldsstigi peningastefnunnar. Að jafnaði er neikvætt skammtímasamband á milli vaxta og húsnæðisverðs. Þessu til viðbótar mun hækkun skammtímvaxta og hækkun verðtryggðra langtímavaxta sem hún hefur

um hríð í för með sér að öðru óbreyttu fela í sér lækkun húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs eins og hann er mældur hér á landi, og fjallað er um í viðauka við þessa grein um mælingar á fasteignaverði. Ástæða þess er að vextir sem notaðir eru til að reikna kaupverð íbúða til staðgreiðsluverðs eru kvikari en þeir sem notaðir eru til að reikna út vaxtakostnað af húsnæðiseigninni (sjá viðauka 1 um aðferðir við mælingu íbúðaverðs).

Litið lengra fram á veginn mun verðbólgan að óbreyttu hjaðna nokkuð en verður eigi að síður um ½ prósentu yfir verðbólguþröngmiði á þriðja fjórðungi 2005 og rétt ofan þess á fyrri hluta árs 2006, miðað við óbreytta peningastefnu. Að sama skapi gefur áhættumat spárinnar til kynna að meiri líkur séu á því að verðbólgu sé vanspáð til lengri tíma litið en að henni sé ofspáð. Á heildina litið er því tilefni til að peningastefnan verði aðhaldssamari á næstu mánuðum en hún er nú.

#### *Lækkun langtímavaxta jákvæð til lengri tíma en gæti kallað á aðhaldssamari peningastefnu til skemmri tíma*

Verðtryggðir langtímavextir voru um 0,4-0,5 prósentum lægri fyrri hluta máí en í janúar. Lækkunina má að hluta til rekja til aðlögunar íslenskra langtímavaxta að erlendum vöxtum sem hefur verið í gangi um nokkurra ára skeið. Umbætur sem auka seljanleika íslenskra verðtryggðra húsnæðisbréfa munu ýta enn frekar undir þessa þróun þar sem áhættuálag tengt lausafjáráhættu mun lækka. Til lengri tíma litið er hér um jákvæða þróun að ræða, því að hún endurspeglar aukna samþættingu íslensks og erlends efnahagslífs og fjármálamarkaðar og eykur hagvöxt, allavega um hríð. Henni fylgir hins vegar viss áhætta tengd sveiflum í fjármagnshreyfingum til og frá landinu, sem kallar á árvekni og eykur mikilvægi trúverðugrar hagstjórnar sem stuðlar að stöðugleika. Auk þess felur lækkun langtímavaxta í sér a.m.k. tímabundinn eftirspurnarhvata sem gæti verið óheppilegur ef eftirspurn er þegar orðin of mikil eða stefnir hratt í að verða það. Peningastefnan gæti því þurft að bregðast við því.

Gagnlegt er í þessu sambandi að leggja mat á hversu mikil þessi áhrif gætu verið. Út frá þjóðhagslíkani Seðlabankans má ætla að ef 0,4-0,5 prósentna lækkun langtímavaxta gengur ekki til baka á spátímabilinu gæti hagvöxtur næstu tveggja ára

orðið um 0,3-0,4 prósentum meiri en ella og verðbólga um 0,4-0,5 prósentum meiri. Jafnframt gefa útreikningar til kynna að ef peningastefnan ætti að eyða þessum áhrifum þyrftu stýrivextir að vera rúmlega ½ prósentu hærri en ella á tímabilinu.

#### *Hraður vöxtur eftirspurnar og mikill viðskiptahalli næstu tvö ár kallar á árvekni í hagstjórn*

Samkvæmt þjóðhagsspánni sem hér er birt verður vöxtur þjóðarútgjalda verulega umfram hagvöxt á þessu og næsta ári. Innflutningur mun því vaxa hratt eða um rúm 11% á ári. Við þetta bætist að jöfnuður þáttatekna mun versna sökum aukinnar skuldsetningar þjóðarbúsins og hærri vaxta erlendis. Viðskiptahalli mun því stórlega aukast og verða um 11-12% hvort árið 2005 og 2006. Í því sambandi er þó vert að hafa í huga að í spánni er gengið út frá óbreyttu gengi og stýrivöxtum, sem auðvitað mun ekki ganga eftir. Hærri vextir munu að öðru óbreyttu hækka gengi um hríð og gera viðskiptahallann þannig meiri en ella, en þegar frá líður vega áhrifin á innlenda eftirspurn meira og viðskiptahallinn minnkar. Þá skiptir auðvitað miklu máli að mikinn hluta hallans má rekja beint eða óbeint til stóriðjuframkvæmda og að hann mun hjaðna þegar þeim lýkur og álútflutningur hefst. Eigi að síður gefa þessar horfur fullt tilefni til árvekni við hagstjórn. Hátt gengi og viðskiptahalli halda aftur af verðbólgu um hríð en hætta er á að dulinn verðbólguþrýstingur komi fram af fullum þunga þegar gengið lækkar og viðskiptahallinn skreppur saman. Þá fylgir aukinni skuldsetningu áhætta fyrir þjóðarbúið. Verðbólguþröngmiðið leggur þá kvöð á Seðlabankann að horfa fyrst og fremst á verðbólguhorfur við mótun peningastefnunnar. Mikið álag á peningastefnuna leiðir til hærri vaxta og gengis en ella, þrengir að útflutnings- og samkeppnisgreinum og eykur viðskiptahalla til skemmri tíma. Aðhald í ríkisfjármálum þyrfti því að vera meira á árunum 2005 og 2006 en gert er ráð fyrir í þessari spá. Í spánni er reiknað með boðaðri skattalækkun í jöfnum skrefum á árunum 2005 til 2007, sem í heild nemur 2½% af landsframleiðslu og þeim útgjaldaáformum sem kynnt hafa verið. Aðstæður í þjóðarbúskapnum krefjast á hinn bóginn aukins aðhalds í ríkisfjármálum fremur en slökunar. Lækkun skatta felur því í sér kröfu um lækkun á útgjöldum hins opinbera.

## Viðauki 1 Vísitölur íbúðaverðs – aðferðir við mælingu

Undanfarna mánuði hefur húsnæðisliður vísitölu neysluverðs (VNV) hækkað langt umfram flesta aðra liði í vísitölu. Á tólf mánaða tímabili til maí 2004 hækkaði liðurinn „húsnæði, hiti og rafmagn“ um 7,8%. Á sama tíma hækkaði VNV án húsnæðis um 2,2% en vísitalan í heild um 3,2%. Þeir liðir sem skýra mestan hluta af þessari miklu hækkun á kostnaði vegna húsnæðis eru „greidd húsaleiga“ sem hækkaði um 7,2% og „reiknuð húsaleiga“ sem hækkaði um 9,6%. Mikilvægi síðarnefnda liðarins ræðst af því að vægi hans í vísitölu neysluverðs er rúmlega 10%.

Breytingar á verði liðarins „greidd húsaleiga“ tekur mið af beinum athugunum á breytingum á leiguverði sem leigjandi greiðir fyrir afnot af húsnæði. Liðnum „reiknuð húsaleiga“ er ætlað að mæla húsnæðiskostnað þeirra rúmlega 80% þjóðarinnar sem búa í eigin húsnæði. Því þarf að taka tillit til breytinga á markaðsverði húsnæðis en einnig til annarra þátta sem hafa áhrif á kostnað við að búa í eigin húsnæði, t.d. fjármagnskostnað og afskriftir. Í þessum viðauka verður leitast við að útskýra hvernig „reiknuð húsaleiga“ er reiknuð út.<sup>1</sup>

### *Kaupverð íbúðar*

Fasteignamat ríkisins fær alla kaupsamninga vegna íbúða. Í þeim kemur fram kaupverð íbúðar ásamt ákvæðum um skuldbindingar kaupandans. Þessar skuldbindingar eru ferns konar:

1. Kaupandi innir af hendi greiðslu í reiðufé við undirritun kaupsamnings. Ef kaupandi hefur tekið lífeyrissjóðslán eða bankalán til að eiga fyrir staðgreiðsluútborgun þá flokkast það hér. Svokölluð viðbótarlán Íbúðalánasjóðs flokkast hér enda veitir Íbúðalánasjóður ekki fasteignaveðbréf í þessum tilvikum heldur greiðir andvirði viðbótarlánsins í reiðufé.<sup>2</sup>

1. Fjallað var um útreikning á húsnæðislið neysluverðsvísitölu í *Peningamáli* 2003/4, annars vegar í rammagrein 1, bls. 6-7 og hins vegar í rammagrein 5, bls. 39.

2. Sama mun gilda um öll önnur húsnæðislán Íbúðalánasjóðs eftir 1. júlí á þessu ári þegar nýtt fyrirkomulag hjá Íbúðalánasjóði mun taka gildi. Þá verða ný lán meðhöndluð sem útborgun við kaupsamning þar sem Íbúðalánasjóður mun upp frá því greiða fyrir fasteignaveðbréf með fé en ekki húsbrefum. Eftir 1. júlí verða því aðeins yfirteknar skuldbindingar núvirtar með ávöxtunarkröfu húsbrefa.

2. Kaupandi heitir greiðslum á einum eða fleiri tímamarkum í náinni framtíð, sjaldan þó með lengri töf en einu ári.
3. Kaupandi afhendir seljanda skuldabréf. Oftast er hér um að ræða húsbref. Kaupandi fær lán hjá Íbúðalánasjóði. Á móti fær seljandi húsbref frá sjóðnum.
4. Kaupandi yfirteknar fjárskuldbindingar seljanda.

Samkvæmt kaupsamningnum er kaupverðið jafnt samanlögðu nafnvirði greiðslna skv. liðum 1 og 2, nafnvirði þeirra húsbrefa sem seljandi fær skv. lið 3 og samanlögðum uppreiknuðum höfuðstól þeirra skuldbindinga sem kaupandinn yfirteknar skv. lið 4.

Til að fá raunhæft mat á kostnað vegna eigin húsnæðis er ekki nóg að líta á kaupverðið. Kostnaðurinn ræðst einnig af því hvenær greiðslur skv. lið 2 falla til, afföllum af húsbrefum sem greidd eru skv. lið 3 og vaxtakjörum á skuldbindingum sem kaupandi yfirteknar skv. lið 4. Til þess að fá raunhæft mat á kostnaði vegna eigin húsnæðis staðvirðir Fasteignamatið allar greiðslur skv. kaupsamningnum.

### *Staðgreiðsluverð íbúðar*

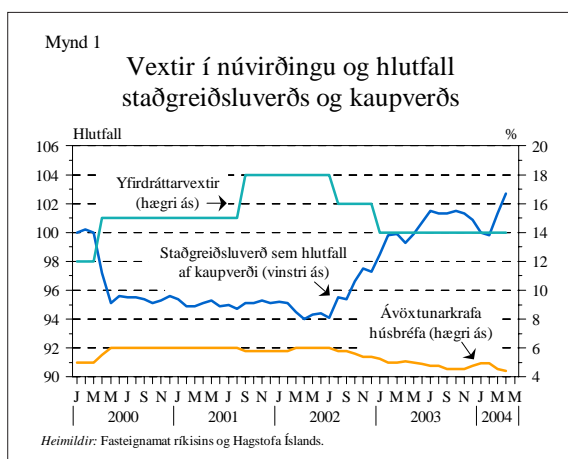
Greiðslur skv. lið 1 eru staðgreiðsla og því er óþarfi að núvirða þær. Fasteignamatið notar yfirdráttarvexti til að staðvirða nafnvirði greiðslna skv. lið 2. Um þessar mundir eru fyrstu tveir liðirnir að meðaltali um 40% af heildarverði fasteignarinnar.

Fasteignamatið miðar við ávöxtunarkröfu húsbrefa á markaði að viðbættu 0,35% álagi við núvirðingu greiðslna skv. liðum 3 og 4. Miðað er við raunvirði greiðslna vegna þessara skuldbindinga og raunávöxtun húsbrefa. Reynt er að forðast að skammtímasveiflur í ávöxtunarkröfunni hafi óeðlileg áhrif á útreikninginn. Álagið sem nemur 0,35% er jafnt mismuninum á raunvöxtum fasteignaveðbrefa Íbúðalánasjóðs sem eru nú 5,1% og húsbrefa sem bera 4,75% raunvexti. Ávöxtunarkrafa á liðum 3 og 4 er endurskoðuð mánaðarlega.

Ein undantekning er frá þessari meginreglu. Þegar yfirtekin lán eru aftarlega í veðröð og veðsetningarhlutfall eignarinnar er komið yfir það sem Íbúðalánasjóður veitir almennum íbúðakaupendum

miðast ávöxtunarkrafan við þá vexti sem bankar bjóða á slíkum lánnum á þeim tíma sem fasteignaviðskiptin eiga sér stað.

Mynd 1 sýnir hvernig breytingar á þeim vöxtum sem Fasteignamatíð notar við núvirðingu á greiðslum höfðu áhrif á þróun hlutfallsins á milli staðgreiðsluverðs og kaupverðs íbúða á tímabilinu frá janúar 2000 til apríl 2004.<sup>3</sup>



Á tímabilinu frá janúar 2000 til janúar 2001 hækkaði umsamið kaupverð um 16,7%. Á sama tíma hækkuðu yfirdráttarvextir úr 12% í 15% og ávöxtunarkrafa húsbrefa úr 5% í 6%. Þessar vaxtahækkunar ollu því að staðgreiðsluverðið hækkaði um 11,4% á þessu tímabili eða mun minna en kaupverðið. Ef miðað er við breytinguna frá því þegar vextir voru hæstir í mars 2002 hækkaði kaupverð íbúða um 14,6% frá mars 2002 til apríl 2004 en á sama tíma hækkaði staðgreiðsluverðið um 24,6%. Í útreikningum á liðnum „reiknuð húsaleiga“ miðar Hagstofan við staðgreiðsluverð íbúðar. Þessi 10 prósentna munur á hækkun staðgreiðsluverðs íbúða og hækkun kaupverðs samsvarar 1 prósentu munur í hækkun VNV á þessu tímabili. Lækkun ávöxtunarkröfu húsbrefa úr 4,95% í janúar 2004 í 4,40% í apríl hefur valdið því að staðgreiðsluverð hækkaði um 6,6% á meðan samningsbundið kaupverð hækkaði um 3,8%.

3. Myndin byggist á upplýsingum frá Fasteignamati ríkisins. Einhver munur kann að vera á samviktun einstakra flokka íbúðarhúsnæðis miðað við aðferðir Hagstofunnar en sá munur er væntanlega lítill.

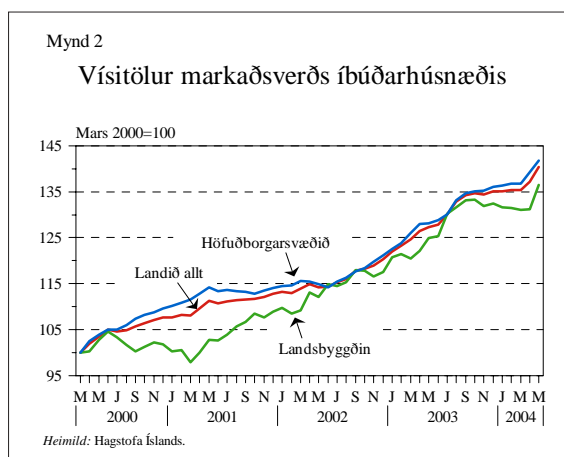
### Samviktun og fleira

Fasteignamatíð reiknar út staðgreiðsluverð á hvern fermetra íbúðarhúsnæðis fyrir nokkra flokka íbúða. Kaupsamningarnir eru flokkaðir eftir því hvort íbúðin er á höfuðborgarsvæðinu eða utan þess og hvort hún er einbýli eða í fjölbýli. Auk þess er hverjum flokki skipt í fjóra undirflokkar eftir stærð íbúðarinnar. Þar næst er reiknað út meðalverð á hvern fermetra í hverjum undirflokki.

Hagstofan fær upplýsingar um meðalfermetra-verð frá Fasteignamatinu og notar það við útreikning á liðnum „reiknuð húsaleiga“. Óhjákvæmilegt er að einhver tölfræði á úrvinnslu upplýsinga úr kaupsamningum. Eins mánaðar tölfræði er á upplýsingum um verð íbúða á höfuðborgarsvæðinu en tveggja mánaða tölfræði á upplýsingum um verð íbúða utan höfuðborgarsvæðisins. Notað er þriggja mánaða meðaltal til að minnka líkur á sveiflum í verði vegna mismunandi eiginleika þeirra íbúða sem seldar eru. Verð íbúða á höfuðborgarsvæðinu sem notað var við útreikning á vísitölu neysliverðs í maí var þannig meðalverð íbúða sem seldar voru á tímabilinu febrúar til apríl en verð íbúða utan höfuðborgarsvæðisins var meðalverð íbúða sem seldar voru á tímabilinu janúar til mars.

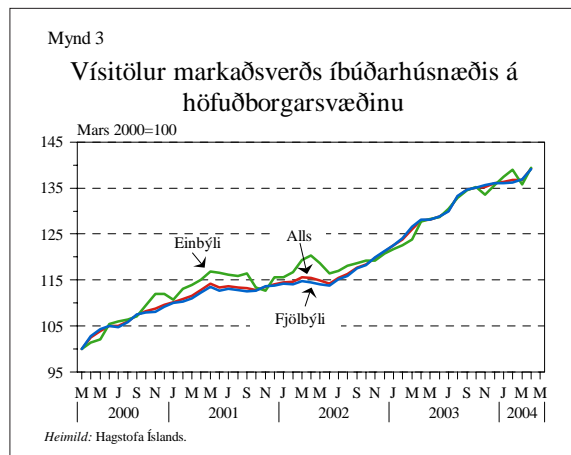
Hagstofan vegur saman meðalverð í hverjum flokki með vog sem ræðst af fjölda viðskipta í hverjum flokki á þriggja ára tímabili. Nýlega notaði Hagstofan þessar vogir: Einbýli á höfuðborgarsvæðinu 13%, fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu 59%, einbýli á landsbyggðinni 15% og fjölbýli á landsbyggðinni 13%.

Mynd 2 sýnir þróun staðgreiðsluverðs íbúðarhúsnæðis eftir staðsetningu frá mars 2000 til maí 2004.



Íbúðarhúsnæðisverð þróast mjög mismunandi eftir staðsetningu íbúðarinnar. Á því fjögurra ára tímabili sem hér er til skoðunar virðist þó sem munurinn sé meiri þegar til skamms tíma er litið heldur en ef litið er til lengri tíma.

Mynd 3 sýnir þróun staðgreiðsluverðs íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu eftir því hvort íbúðin er einbýli eða fjölbýli. Sýnd er þróunin frá mars 2000 til maí 2004.



Ekki verður af mynd 3 ráðið að þróun verðs á einbýlishúsum sé að ráði frábrugðin þróun verðs íbúða í fjölbýlishúsum nema þá til mjög skamms tíma. Mesti munurinn virðist felast í því að þróun verðs á einbýlishúsum er nokkru ójafnari. Sennilega endurspeglar það að einhverju leyti að einbýlishús eru mjög ólíkrar gerðar og því hætt við að breytingar í samsetningu þeirra eigna sem eigendaskipti verða að á einstaka tímabilum hafi áhrif á meðalfermetra-verð. Þetta á einkum við þegar útreikningurinn byggist á tiltölulega fáum eignum.

#### Útreikningur á löndum „reiknuð húsaleiga“

Til að áætla árlegan kostnað vegna notkunar eigin húsnæðis þarf að gefa sér forsendur varðandi endingartíma (og þar með árlega afskrift) og vaxtakostnað vegna þess fjármagns sem liggur bundið í eigninni. Hagstofan gerir ráð fyrir því að endingartími íbúða sé 67 ár (afskrifist um 1,5% á ári) en verðmæti lóða haldist óbreytt. Til einföldunar er farið með samanlagt verðmæti íbúða og lóða eins og um væri að ræða eign sem endist í 80 ár (afskrifast um 1,25% á ári). Við útreikning á vaxtakostnaði vegna

eigin húsnæðis er miðað við raunvexti á áhvílandi lánum, en af þeim hluta húsnæðisins, sem telst eigið fé, eru reiknaðir 3% raunvextir.<sup>4</sup> Raunvextir áhvílandi lána taka breytingum sem verða á kjörum þeirra lána sem tilgreind eru í samningum um kaup á húsnæði. Raunvextir sem reiknaðir eru á eigin fé taka mið af langtímaávöxtunarkröfu sem notuð er í útreikningum lífeyrissjóða og breytast nær aldrei. Að undanförmu hefur eigið fé húseigenda verið liðlega helmingur af verðmæti húsnæðisins, en meðalraunvextir lána hafa verið rúmlega 5%.

Að gefnu staðgreiðsluverði eigin húsnæðis ( $S$ ), endingartíma þess ( $n = 80$ ) og raunvöxtum ( $r$ ), þá er „reiknuð húsaleiga“ jöfn þeirri greiðslu sem þarf til að greiða jafngreiðslulán að fjárhæð  $S$ , með raunvöxtum  $r$ , á  $n$  árum. Eftirfarandi jafna gefur árlega greiðslu ( $L$ ) af slíku láni:  $L = r \cdot S [1 - (1 + r)^{-n}]^{-1}$ . Þessa formúlu má nálga með  $L = r \cdot S$  þegar  $n$  er há tala (t.d.  $n = 80$ ) og  $r$  er ekki mjög lág tala, t.d.  $r > 2,5\%$ .

#### Áhrif vaxtabreytinga

Um fjöllumun hér að framan sýnir að vextir hafa margs konar áhrif á liðinn „reiknuð húsaleiga“. Þeir hafa áhrif á staðgreiðsluverðið ( $S$ ) og á raunvexti áhvílandi lána ( $r$ ). Dæmi eru þó um vexti sem hafa formlega séð bara áhrif á aðra stærðina. Lækkun á yfirdráttarvöxtum hefur t.d. þau áhrif að  $S$  hækkar en hefur engin áhrif á  $r$ . Lækkun á yfirdráttarvöxtum leiðir þannig til hækkunar á „reiknaðri húsaleigu“. Breyting á ávöxtunarkröfu húsbrefta á markaði hefur einnig áhrif á  $S$  án þess að hafa bein áhrif á  $r$ . Lækkun ávöxtunarkröfu húsbrefta leiðir þannig til hækkunar á „reiknaðri húsaleigu“. Lækkun á raunvöxtum fasteignaverðbréfa Íbúðalánasjóðs sem ekki leiddi til lækkunar ávöxtunarkröfu húsbrefta eða annarra vaxta á markaði mundi hins vegar leiða til lækkunar á  $r$ .  $S$  mundi einnig lækka sem næmi lækkun á greiðslum vegna þessara lána. Vaxtalækkun af þessu tagi mundi því leiða til lækkunar á „reiknaðri húsaleigu“.

Þótt breytingar hinna ýmsu vaxta og ávöxtunarkrafna á markaðnum séu um margt óháðar til skamms

4. Önnur lönd sem nota þessa aðferð við að áætla kostnað vegna eigin húsnæðis nota nafnvexti þar sem Hagstofan notar raunvexti. Þessi lönd eru Finnland, Svíþjóð, Írland, Bretland og Kanada. Í þessum löndum eru nafnvextir algengastir á langtímalánum, en hér á landi eru öll langtímalán verðtryggð.



tíma má ætla að á virkum fjármálamörkuðum sé náð samband á milli þeirra til lengri tíma lítið. Því er væntanlega langtímasamband á milli ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði, vaxta á lífeyrissjóðslánum, íbúðalánum banka og annarra lánastofnana og skammtíma vaxta eins og yfirdráttarvaxta. Þannig er hægt að hugsa sér almenna breytingu á vaxtastiginu í landinu án þess að nein breyting yrði á innbyrðis afstöðu einstakra ávöxtunarmöguleika. Slík breyting á vaxtastigi allra lána í landinu hefur ekki áhrif á  $S$  vegna þess að þeir vextir sem lántakandinn þarf að greiða breytast eins og þeir vextir sem notaðir eru við núvirðinguna. Sá hluti  $r$  sem ræðst af vöxtum lána til íbúðakaupa breytist hins vegar. Vextir af eigin fé sem bundið er í íbúðum landsmanna breytast hins vegar ekki. Hækkun raunvaxta fasteignalána úr 5% í 6% á meðan vextir á eigin fé húseigenda eru fastir, 3%, leiðir til þess að  $r$  hækkar úr 4% í 4,5%. Þessi breyting leiðir til 14% hækkunar á „reiknaðri húsaleigu“.

Í þessu dæmi er reiknað með því að allir vextir breytist á samræmdan hátt nema vextir af eigin fé húseigenda, þ.e. að allir vextir á öllum lánum til íbúðakaupa, bæði nýjum og gömlum, breytist á sama hátt og ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði. Þetta er vitaskuld ekki raunhæf forsenda nema þá þegar lítið er til mjög langs tíma. Þótt lífeyrissjóðslán og bankalán séu með breytilegum vöxtum breytast þessir vextir yfirleitt ekki jafn ört og ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði. Auk þessa eru mörg lán með föstum vöxtum, t.d. lán Íbúðalánasjóðs. Þess vegna eru þeir vextir, sem ákvarða  $r$ , og einnig  $S$  að hluta,

mun tregbreytanlegri en þeir vextir sem notaðir eru við núvirðingu á kaupsamningum. Þessi mismunur veldur væntanlega mestu um áhrif vaxta á liðinn „reiknuð húsaleiga“ í vísitölu neysluverðs.

Í þessu sambandi er rétt að geta þess að fyrirhuguð breyting á lánum Íbúðalánasjóðs sem á að koma til framkvæmda 1. júlí nk. mun valda því að vextir á nýjum lánum munu taka mið af ávöxtunarkröfu á þeim skuldabréfum sem Íbúðalánasjóður mun gefa út til að fjármagna lánin að viðbættu föstu álagi en vera fastir út líftímann. Vextir á nýjum lánum munu þannig breytast eins og ávöxtunarkrafa á þessum skuldabréfum sem væntanlega verður notuð áfram til að núvirða kaupsamninga. Vextir á eldri lánum Íbúðalánasjóðs verða hins vegar áfram eins fastir og þeir eru nú sem aftur mun valda því að sá hluti  $r$  sem ræðst af raunvöxtum fasteignalána mun áfram verða mun tregbreytanlegri en ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði, þótt þessi tregbreytanleiki minnki eitthvað.

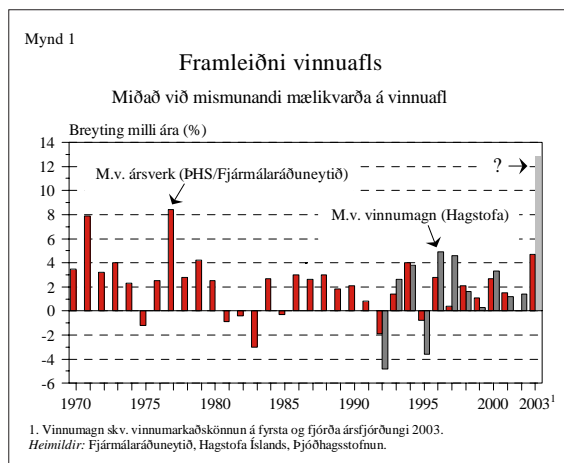
Að lokum er rétt að geta þess að umfjöllunin hér að framan um áhrif vaxta byggðist á því að kaupverð íbúða væri óháð ávöxtunarkröfu húsbrefta og öðrum vöxtum á markaði. Það styður þessa forsendu að reynslan sýnir að nafnverð er tregbreytanlegt í mörgum tilfellum. Hins vegar eru einnig ástæður til að ætla að vaxtastigið í landinu hafi áhrif á kaupverð íbúða. Háir vextir ættu að draga úr eftirspurn eftir húsnæði og leiða til einherrar lækkunar á kaupverði íbúða að öðru óbreyttu.



## Viðauki 2 Framleiðnibylting árið 2003?

Hagvöxtur á sl. ári nam samkvæmt Þjóðhagsreikningum 4%. Nokkuð kom á óvart að hagvöxturinn skyldi vera svo mikill, sérstaklega í ljósi þess að vinnuafslnotkun virðist fremur hafa dregist saman en aukist á árinu. Hinn mikli hagvöxtur og þróun á vinnumarkaði fela í sér mjög mikið stökk í framleiðni. Að framleiðni aukist hraðar en að meðaltali í upphafi uppsveiflu er reyndar ekki óeðlilegt. Eftir að hafa gengið í gegnum samdráttarskeið búa fyrirtækin að jafnaði yfir umtalsverðri framleiðslugetu sem gerir þeim kleift að auka framleiðslu án þess að ráða fleira fólk í vinnu. Kostnaðarsamt er fyrir fyrirtæki að segja upp starfsfólki vegna tímabundinnar lægðar í eftirspurn og ráða nýtt þegar efnahagsbati hefst. Hagkvæmara getur verið að halda starfsfólki áfram í vinnu en stytta vinnutíma þess í staðinn. Í sumum tilfellum er ákveðinn lágmarksfjöldi starfsfólks óhjákvæmilegur. T.d. þarf afgreiðslufólk að vera til staðar í verslunum þótt það hafi lítið að gera hluta dagsins.

Þótt ör vöxtur framleiðni sé af ofangreindum ástæðum eðlilegur í upphafi uppsveiflu, er ástæða til að taka jafn miklu stökki og virðist hafa orðið í framleiðni á sl. ári af varúð. Mælingar á bæði nefnara og teljara hlutfallsins sem kallað er framleiðni vinnuafsls (framleiðsla/vinnuafsl) eru háðar töluverðri óvissu. Stórt stökk í mældri framleiðni kann að stafa af öðru hvoru, ofmáti á vexti framleiðslu eða vanmáti á vexti vinnuafslnotkunar, nema hvort tveggja eigi hlut að máli. Meðfylgjandi mynd sýnir mat á framleiðni miðað við áætlun Þjóðhagsstofnunar og síðar fjármálaráðuneytisins um unnin ársverk árin 1970 til 2003 annars vegar og mat byggt á vinnuafslsmælingu vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar árin 1992 til 2003 hins vegar. Rétt er að taka strax fram að tölur um vinnuafslnotkun á sl. ári eru illa samanburðarhæfar við fyrri ár (sjá síðar). Að árinu 2002 undanskildu mælast breytingar á framleiðni í sömu átt hvor aðferðin sem notuð er. Ef notaðar eru tölur vinnumarkaðskönnunar um fjölda við vinnu í apríl og nóvember 2002 og fyrsta og síðasta fjórðung 2003, þ.e.a.s. þau tímabil sem samanburðarhæfust eru milli ára, jókst framleiðni árið 2003 um tæp 13%. Ekki eru önnur dæmi um svipaðan vöxt framleiðni (ef stuðst er við ársverkatölur Þjóðhagsstofnunar og fjármálaráðuneytis).



Um þessar mælingar ríkir margvísleg óvissa. Hér á eftir verður reynt að varpa ljósi á þessa óvissu frá tveimur sjónarhornum. Fyrst er leitað svara við þeirri spurningu hvort ástæða sé til að ætla að hagvöxtur í fyrra sé umtalsvert ofmetinn og síðan reynt að varpa ljósi á þá miklu óvissu sem ríkir um mælingar á vinnuafsl.

### Er hagvöxtur ofmetinn?

Tölur um landsframleiðslu taka iðulega verulegum breytingum fyrsta árið eftir birtingu og liggja e.t.v. ekki endanlega fyrir fyrr en að nokkrum árum liðnum. Ísland er ekki eina landið sem á við þann vanda að etja að nokkuð miklar breytingar verði frá fyrstu áætlunum til lokaniðurstöðu og má nefna að fyrstu tölur um landsframleiðslu í Þýskalandi og Japan hafa jafnan þótt óáreiðanlegar. Nýlega hafa einnig komið upp efasemdir um áreiðanleika talna um mikinn hagvöxt og framleiðnivöxt í Bandaríkjunum, sem eiga rót sína að rekja til óvenju mikils munar á milli vaxtar iðnaðarframleiðslu og landsframleiðslu, munar á ráðstöfunar- og tekjuuppgjöri þjóðhagsreikninga sem er venju fremur mikill og hægrar atvinnusköpunar sem erfitt er að koma heim og saman við öran vöxt landsframleiðslu. Meðal þess sem talin er hugsanleg ástæða ofmats á landsframleiðslu í Bandaríkjunum er að umfang aðkeyptrar þjónustu (out-sourcing, stundum kallað útivistun á íslensku) sé vanmetið. Einnig er þó talið koma til

greina að framleiðnivöxtur sé ofmetinn á tímabili efnahagsbata sökum vanmats á ólöglegum innflutningi á verkafólki (einkum yfir landamærin við Mexíkó) sem glæðist í uppsveiflunni.

#### Hagvöxtur og verðbreytingar á milli ára

Áhugavert er að skoða hvernig vöxtur landsframleiðslunnar í fyrra skiptist í verð- og magnþátt. Hagstofan áætla, sem fyrr segir, að verg landsframleiðsla á föstu verðlagi hafi aukist um 4,0% milli ára 2002 og 2003. Á sama tíma lækkaði verðvísitala vergrar landsframleiðslu um 0,4%. Ef þessi mæling reynist rétt er það í fyrsta skipti síðan 1947 sem verðvísitala landsframleiðslu lækkar á milli ára. Af einstökum liðum landsframleiðslunnar vegur einkaneyslan langþyngst eða um 55%. Hagstofan áætla að einkaneyslan hafi vaxið um 6,4% á föstu verðlagi, en verðbreyting einkaneyslu hafi verið 0,5%. Nærtækt er að bera þessa breytingu verðvísitölu einkaneyslu saman við hækkun vísitölu neysluverðs um 2,1% á milli 2002 og 2003, eða 1,5 prósentur umfram áætlaða hækkun verðvísitölu einkaneyslunnar. Tafla 1 sýnir að oft er nokkur munur á breytingum verðvísitölu einkaneyslu og vísitölu neysluverðs. Mismunur sem nemur 1,5 prósentum er þó í meira lagi, einkum ef tekið er tillit til þess að verðbólga var mjög lítil. Ekki er þó hægt að útiloka að þetta sé rétt niðurstaða þar sem verðvísitala einkaneyslu notar samtíma samsetningu neyslu sem vog en vísitala neysluverðs byggist á vogum liðins tíma. Hækkun gengis, eins og átti sér stað á síðasta ári, á sama tíma og hlutdeild innfluttrar vöru eykst gæti þannig skýrt þennan mun.

Í sumum tilfellum eru magnbreytingar einstakra undirþátta áætlaðar óháð verðvísitölum en í öðrum tilfellum eru verðvísitölur notaðar til að áætla magnbreytingar, t.d. út frá upplýsingum um veltubreytingar. Ef hækkun verðvísitölu einkaneyslu á milli ára 2002 og 2003 er vanmetin felur það líklega í sér ofmat á magnbreytingu einkaneyslunnar á sama tíma og þá einnig ofmat á hagvexti.

Í töflu 1 er sýndur mismunur breytinga í verði einkaneyslu og vísitölu neysluverðs á tímabilinu 1998-2003. Einnig eru sýndar breytingar gengisvísitölu miðað við vöruviðskiptavog innflutnings. Greinileg fylgni er á milli gengisbreytinga og mismunar verðvísitalanna. Fylgnin er einnig greinilega til staðar í ársbreytingu ársfjórðungsgagna en hverfur

nær algjörlega í gögnum um breytingar milli samliggjandi ársfjórðunga.

Tafla 1 Verðlag einkaneyslu og gengi

| Breytingar frá fyrra ári (%) | Visitála neysluverðs | Verð-visitála einkaneyslu | Mismunur | Gengis-visitála (innfl.-vog) | Verð-visitála VLF |
|------------------------------|----------------------|---------------------------|----------|------------------------------|-------------------|
| 1998 .....                   | 1,7                  | 0,9                       | -0,8     | -1,9                         | 4,9               |
| 1999 .....                   | 3,4                  | 2,6                       | -0,9     | -0,2                         | 2,8               |
| 2000 .....                   | 5,0                  | 4,4                       | -0,6     | -0,7                         | 2,9               |
| 2001 .....                   | 6,7                  | 8,1                       | 1,4      | 19,4                         | 9,4               |
| 2002 .....                   | 4,8                  | 3,7                       | -1,1     | -2,4                         | 5,3               |
| 2003 .....                   | 2,1                  | 0,5                       | -1,5     | -5,0                         | -0,4              |

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hér verður ekki felldur um það dómur hvort hagvöxtur og þar með framleiðnivöxtur á síðasta ári sé ofmetinn í þjóðhagsreikningum. Ýmislegt í gögnunum gæti bent til þess að hækkun á gengi krónunnar ýti undir mældan hagvöxt og öfugt, auk þess sem Ísland stendur frammi fyrir svipuðum vanda að því er varðar mælingar á innfluttri þjónustu og aðrar þjóðir. Þetta ætti að skýrast betur þegar betri upplýsingar fást með seinni endurskoðun þjóðhagsreikninga.

#### Er vinnuafslnotkun árið 2003 vanmetin?

Víkjum nú að hinum möguleikanum, þ.e.a.s. að vinnuafslnotkun hafi raunverulega verið meiri en gengið var út frá í þeim mælingum sem nefndar voru hér að framan. Eins og fram kemur hér á eftir umlykur mikil óvissa þessar mælingar, sérstaklega að því er varðar sl. ár. Á það við um báða mælikvarðana sem þar eru nefndir til sögunnar. Ekki liggur fyrir nægilega greinargóð lýsing á þeirri aðferðafræði sem hefur verið viðhöfð við mat á ársverkum. Á sl. ári voru gerðar breytingar á framkvæmd vinnuafslnotkunnar Hagstofunnar sem gerir samanburð við fyrri ár venju fremur varasaman.

Á árunum 1991-2002 gerði Hagstofan vinnuafslnotkun tvisvar á ári, í apríl og í nóvember. Frá og með 1. janúar 2003 var hins vegar farið að gera samfellda könnun, þ.e.a.s. framkvæmdin dreifist jafnt yfir árið, en niðurstöður teknar saman ársfjórðungslega. Þar sem kannanirnar voru ekki látar skarast árið 2003, sem hefði þurft til að fá samanburðarhæf gögn, myndaðist rof í tímaröðunum. Flestar stærðir á vinnuafslnotkun taka breytingum eftir árstíðum og því er

könnun sem einskorðast við tvær vikur í apríl og tvær vikur í nóvember, illa samanburðarhæf við könnun sem gerð er allt árið. Nægir að skoða niðurstöður ársins 2003 um vinnutíma eða fjölda starfandi til að sjá að töluverður munur er á vetrar- og sumarársfjórðungunum. Aukningin á öðrum og þriðja ársfjórðungi skýrist að mestu af aukinni atvinnuþátttöku skólafólks á tímabilinu maí til ágúst eins og sést í töflu 2. Þótt apríl sé á öðrum fjórðungi er atvinnuþátttaka í þeim mánuði fremur sambærileg við vetrartíma en sumartíma. Því er eðlilegast að bera niðurstöður eldri vinnumarkaðskannana saman við gögn frá fyrsta og fjórða ársfjórðungi 2003.

Tafla 2 Vinnutími og fjöldi starfandi eftir ársfjórðungi árið 2003

| Alls                          | 1. ársfj. | 2. ársfj. | 3. ársfj. | 4. ársfj. |
|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Vinnustundir í viðmiðunarviku | 40,9      | 41,9      | 42,9      | 41,5      |
| Fjöldi starfandi              | 151.800   | 159.800   | 162.900   | 153.200   |
| <i>Þar af 16-24 ára</i>       |           |           |           |           |
| Vinnustundir í viðmiðunarviku | 31,3      | 36,9      | 39,7      | 31,4      |
| Fjöldi starfandi              | 22.300    | 26.200    | 29.100    | 22.300    |

Heimild: Hagstofa Íslands.

Þrátt fyrir takmarkaða samanburðarhæfni milli eldri og nýrri vinnumarkaðskannana er breytingin það mikil að líklegt er að vinnuþátttöku hafi dregist saman árið 2003. Þótt dregið hafi úr atvinnuleysi á fyrsta fjórðungi þessa árs miðað við sama fjórðung í

fyrri, samkvæmt niðurstöðu vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar (þeirri fyrstu um nokkurt skeið sem er samanburðarhæf á milli ára) jókst vinnuþátttöku nánast ekkert. Því verður að telja næsta vísitölur að vinnuþátttöku hafi dregist saman á sl. ári, þegar atvinnuleysi jókst um tæplega 1% að meðaltali.<sup>1</sup> Hversu mikið er hins vegar erfitt að fullyrða. Lauslegur samanburður á vinnumarkaðskönnunum á árunum 2002 og 2003, með öllum ofangreindum fyrirvörum, gæti bent til samdráttar vinnuþátttöku á bilinu 4% til tæplega 8% eftir mælikvarða á vinnuþátttöku.<sup>2</sup>

Svo mikill samdráttur jaðrar þó við að vera ótrúverðugur í ljósi þess vaxtar sem var í þjóðarbúskapnum á árinu, jafnvel þótt miðað sé við lægri töluna. Böndin berast því að hugsanlegum öðrum uppsprettum vanmats á vinnuþátttöku. Nokkuð hefur verið rætt um að lítið sé vitað með vissu um hversu margir erlendir starfsmenn eru að vinna við Kárahnjúka en þeir gætu verið um 1.000. Úrtak vinnumarkaðskönnunar er tekið úr þjóðskrá og nær því sennilega illa eða alls ekki til þessa hóps. Ef svo er kann samdráttur í vinnuþátttöku að vera minni í raun en álykta mætti út frá illa samanburðarhæfum vinnumarkaðskönnunum. Fjöldinn virðist þó ekki nægja til að breyta þeirri niðurstöðu að um samdrátt hafi verið að ræða.

Af ofangreindu má draga þá ályktun að margt sé óljóst varðandi framleiðniþróun á sl. ári. Líklega hefur framleiðni aukist töluvert meira en í meðalári, en ástæða er til að draga í efa að eins stórt stökk hafi orðið og fyrirbyggjandi hagtölur benda til við fyrstu skoðun.

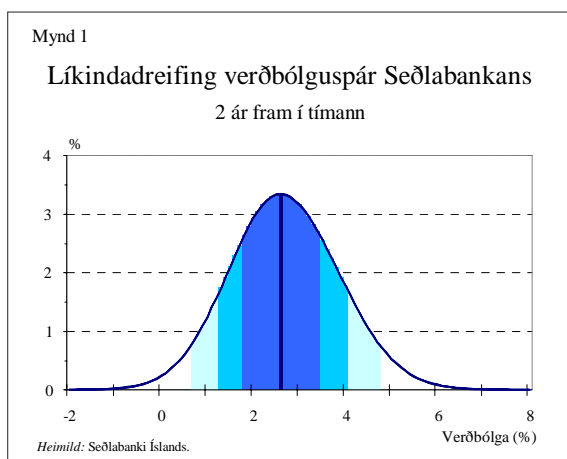
1. Að vísu er ekki óalgengt að atvinnuleysi aukist í vinnumarkaðskönnunum fyrst eftir að atvinna tekur að aukast, sem stafar af því að fólk sem dregur sig út af vinnumarkaði á samdráttartímum og hættir að leita að vinnu byrjar að leita aftur. Í ljósi þróunarinnar á fyrsta fjórðungi ársins virðist hins vegar ólíklegt að slíkt hafi átt sér stað á síðasta ári.
2. Vinnumarkaðskannanir Hagstofunnar skila tvenns konar mati á vinnutíma. Annars vegar vinnutíma þeirra sem voru við vinnu í viðmiðunarvikunni og hins vegar vinnutíma þeirra sem voru við vinnu eða tímabundið fjarverandi í viðmiðunarvikunni. Það sama á við um fjölda í vinnu. Þar liggja fyrir upplýsingar um fjölda þeirra sem voru við vinnu í viðmiðunarvikunni og fjölda starfandi, þ.e.a.s. þá sem voru annaðhvort við vinnu eða tímabundið fjarverandi í viðmiðunarvikunni. Tímabundin fjarvera úr formlegu starfi getur verið af ýmsum ástæðum, t.d. veðri, verkefnaskorti eða af árstíðarbandu eðli starfsins. Til þess að hindra að slíkt flókt hafi áhrif á samanburð á vinnuþátttöku á árunum 2002 og 2003 er heppilegra að reikna vinnuþátttöku út frá þeim sem unnu í viðmiðunarvikunni.

### Viðauki 3 Skekkjur í verðbólguþáttum Seðlabanka Íslands

Verðbólguþáttur og greining á efnahagshorfum er einn mikilvægasti þáttur í ákvörðunarferli Seðlabankans í peningamálum. Áhrif aðgerða í peningamálum geta tekið allt að ári að koma fram með miklum þunga og allt að tveimur árum að koma fram að fullu. Því er mikilvægt fyrir bankann að hafa sem gleggsta sýn á þróun verðbólgu og efnahagsmála á hverjum tíma.

Frá því að verðbólguþáttur var tekið upp í mars 2001 hefur Seðlabankinn birt verðbólguþátt til tveggja ára í ársfjórðungsriti sínu *Peningamálum*. Spáin hefur verið birt með óvissubili enda ríkir jafnan mikil óvissa um efnahagsframvinduna og því misvísandi að birta eingöngu punktspá. Með óvissubilinu er tekið tillit til ýmissa óvissuþátta sem geta leitt til verulegra frávikna frá punktspánni. Nefna má ástand í heimsbúskapnum og þróun gengis auk ýmissa innlendra þátta. Seðlabankinn leggur jafnframt áherslu á að við mat bankans á verðbólguhorfum til næstu tveggja ára og ákvörðun um möguleg viðbrögð peningastefunnar við spánni er horft til áhættumats spárinnar ekki síður en til punktspárinnar.

Verðbólguþátturinn er sett myndrænt fram þannig að hún birtist eins og þrílitur „blævængur“. Blævængurinn er dekkstur í miðjunni og eru taldar 50% líkur á að verðbólga verði á þessu svæði. Hann lýsist svo til beggja hliða í tveimur skrefum og eru taldar 75% og 90% líkur á að verðbólga mælist á þeim svæðum. Taldar er 10% líkur á að verðbólga verði utan við litaða blævænginn. Þetta má sjá á meðfylgjandi mynd



sem sýnir líkindadreifingu verðbólgu tvö ár fram í tímann samkvæmt nýrri spá bankans.

Tafla 1 Dreifing mældrar verðbólgu með tilliti til óvissubils verðbólguþáttur Seðlabankans frá því hann fór á verðbólguþáttur

|   | Fjöldi mælinga | Fjöldi innan hvers óvissubils |     |     |
|---|----------------|-------------------------------|-----|-----|
|   |                | 50%                           | 75% | 90% |
| Fjórir ársfjórðungar fram í tímann..... | 9              | 4                             | 7   | 8   |
| Átta ársfjórðungar fram í tímann.....   | 5              | 4                             | 5   | 5   |

Seðlabankinn birtir einu sinni á ári samantekt á skekkjum í verðbólguþáttum sínum, síðast í *Peningamálum* 2003/1. Nú er jafnframt í fyrsta sinn gerð úttekt á óvissubili spárinnar með dreifingu mældrar verðbólgu. Í töflu 1 má sjá hve nálægt spár Seðlabankans hafa verið mældri verðbólgu eftir að hann tók upp verðbólguþáttur. Fyrir liggur samanburður á níu spám fjóra ársfjórðunga fram í tímann við melda verðbólgu. Af þeim hafa fjórar verið innan 50% óvissubils, sjö innan 75% óvissubils og átta innan 90% óvissubils. Ein spá var utan 90% óvissubils en hún var unnin á öðrum ársfjórðungi 2001 rétt áður en sú mikla gengislækkun krónunnar sem varð 2001 hófst. Dreifing spáskekkja á þessu tímabili er því í ágætu samræmi við gefna líkindadreifingu. Aðeins fimm spár sem ná átta ársfjórðunga fram í tímann liggja fyrir. Af þessum fimm voru fjórar innan 50% óvissubils og allar fimm innan 75% óvissubils.

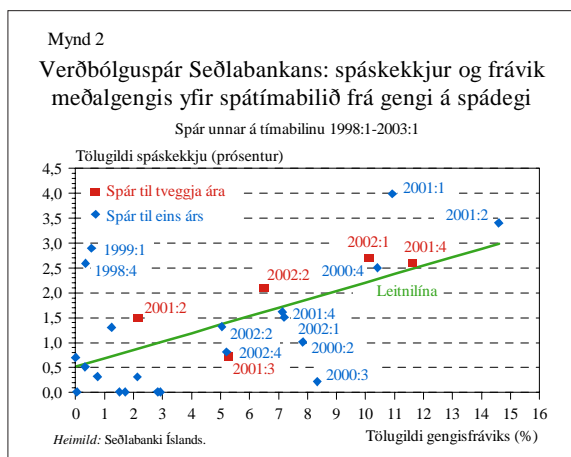
Þetta eru fáar mælingar og því óráðlegt að draga sterkar ályktanir. Spár sem ná átta ársfjórðunga fram í tímann hafa þó verið tiltölulega nálægt miðju óvissubilsins. Í spánum er gengið út frá að stýrivöxtum verði haldið óbreyttum á spátímanum. Ef spá bendir til þess að verðbólga víki verulega frá verðbólguþáttur ber bankanum að bregðast við og stuðla að því að verðbólga verði sem næst verðbólguþáttur bankans. Verðbólga fyrstu misserin eftir að verðbólguþáttur var tekið upp var mun meiri en Seðlabankinn gerði ráð fyrir og má einkum rekja það til þess að gengisþróun krónunnar varð allt önnur en

gengið var út frá í spám bankans, þ.e.a.s. gengið lækkaði en var ekki óbreytt eins og ávallt hefur verið reiknað með í spám Seðlabankans fram að þessu. Aukið aðhald í peningamálum leiddi þó til þess að innlend eftirspurn minnkaði, gengið styrktist á ný og böndum var komið á verðbólgu á skömmum tíma.

Tafla 2 Mat á skekkjum í verðbólguþám Seðlabankans frá því hann fór á verðbólguþám

|                                       | Fjöldi mælinga | Meðalskekkja (%) | Staðalfrávik (%) |
|---------------------------------------|----------------|------------------|------------------|
| Fjóra ársfjórðunga fram í tímann..... | 9              | 0,13             | 1,46             |
| Átta ársfjórðunga fram í tímann.....  | 5              | 0,60             | 0,67             |

Meðalskekkja í spám sem ná fjóra ársfjórðunga fram í tímann hefur verið töluvert minni en í spám til lengri tíma. Tiltölulega lítil meðalskekkja í samanburði við lengri spár og hátt staðalfrávik helgast af því að verðbólgu var vanspáð fyrst eftir að bankinn fór á verðbólguþám en ofspáð á árinu 2002 þar sem tókum var náð á verðbólgunni mun fyrir en gert var ráð fyrir í spám bankans, en of- og vanspár veða hverjar aðrar upp. Staðalfrávik í verðbólguþám Seðlabankans til eins árs er svipað eftir að hann fór á verðbólguþám (1,46) og í spám bankans frá árinu 1994 (1,63).



Á mynd 2 eru spáskekkjur bankans bornar saman við meðalgengi þess tímabils sem spáð var til. Nokkuð skýrt samband virðist milli gengisþróunar og spáskekkju. Frá því að bankinn fór á verðbólguþám hefur hann birt verðbólguþám til tveggja ára. Nú er spátímabil fimm fyrstu verðbólguþámna til tveggja ára liðið og spáskekkja þeirra er borin saman við meðalgengi spátímabilsins. Þessar spár eru birtar sem rauðir ferningar á myndinni. Bláir tíglar eru skekkjur í spám til eins árs og meðalgengi þess spátímabils. Skekkjur flestra þámna eru nokkuð nálægt núllinu. Skekkjur í spám sem voru gerðar seint á árinu 2000 og á árinu 2001 eru miklar, enda lækkaði gengi krónunnar mikið á þeim árum. Tvær spár skera sig úr að því leyti að skekkjurnar eru miklar þótt nær engin gengisbreyting hafi orðið á spátímabili þeirra. Þessar spár voru unnar á síðasta fjórðungi ársins 1998 og fyrsta ársfjórðungi 1999. Á þessum tíma var vinnu við verðbólguþám sem taka betur tillit til eftirspurnarþenslu í þjódarþáskapnum ekki lokið, en hún var mikil á þessum tíma, og líkan sem þá var notað var ófullkomið að þessu leyti. Líkönin voru tekin í notkun nokkru síðar og hafa verið notuð síðan og endurbætt eftir því sem þurfa þykir. Að þessum tveimur spám frátöldum má sjá á myndinni að stærstu spáskekkjurnar hafa orðið þegar gengisbreytingar hafa verið miklar og skýra þær frávikin að miklu leyti.

Í töflu 3 má sjá meðalskekkju og staðalfrávik í verðbólguþám bankans frá árinu 1994. Bæði meðalskekkja og staðalfrávik aukast eftir því sem spárnar ná lengra fram í tímann, því að eðlilega eykst óvissan því lengra sem horft er fram á veginn. Engin merki eru um að Seðlabankinn van- eða ofspái verðbólgu kerfisbundið á þessu tímabili.

Tafla 3 Mat á skekkjum í verðbólguþám Seðlabankans

|                   | Spá fram í tímann um |            |             |              |
|-------------------|----------------------|------------|-------------|--------------|
|                   | einn ársfj.          | tvo ársfj. | þrjú ársfj. | fjóra ársfj. |
| 1994:1-2003:1     |                      |            |             |              |
| Meðalskekkja..... | 0,00                 | -0,07      | -0,09       | -0,19        |
| Staðalfrávik..... | 0,39                 | 0,85       | 1,32        | 1,63         |



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

### Seðlabankinn hækkar vexti

Seðlabanki Íslands tilkynnti um hækkun stýrivaxta um 0,2 prósentur hinn 6. maí 2004. Vextir á peningamarkaði og skuldabréfamarkaði hækkuðu í kjölfarið og einnig mátti greina áhrif á hlutabréfamarkaði og gjaldeyrismarkaði. Krónan hefur þó heldur sigið síðustu vikur eftir styrkingu fyrstu vikur ársins. Á einhverju leyti skýrist sú framvinda af útstreymi gjaldeyris vegna verðbréfakaupa. Lausafjárstaða bankakerfisins hefur verið allrúm og hefur Seðlabankinn gefið út innstæðubréf til að draga laust fé af markaði. Vextir á millibankamarkaði með krónur hafa fylgt stýrivöxtum Seðlabankans vel eftir fyrir utan vexti í viðskiptum til mjög skamms tíma sem sveiflast nokkuð. Ávöxtun húsbrefa og húsnæðisbréfa lækkaði nokkuð í aprílbyrjun þegar tilkynnt var að þau yrðu skráð í Clearstream-uppgjörskerfið en hækkaði síðan aftur í lok apríl og í kjölfar tilkynningarinnar um hækkun vaxta Seðlabankans. Lítið lát hefur orðið á hækkun hlutabréfaverðs.

#### *Ahrifa vaxtahækkunar Seðlabankans gætti strax*

Seðlabanki Íslands tilkynnti hækkun stýrivaxta um 0,2 prósentur hinn 6. maí 2004 og tók hún gildi 11. maí. Framvinda efnahagsmála var talin hafa staðfest mikilvægar forsendur verðbólguþáttar bankans sem birt var í fyrsta hefti *Peningamála* á þessu ári. Þá hafði verið gengið frá samningum um stækkun Norðuráls, auk þess sem vísbendingar sýndu áframhaldandi vöxt innlendrar eftirspurnar og minnkandi slaka á vinnumarkaði. Daginn eftir tilkynningu Seðlabankans varð vart áhrifa á gjaldeyrismarkaði og hækkaði gengi krónunnar um líðlega ½% við opnun en gekk lítillega til baka síðar um daginn. Vextir á millibankamarkaði með krónur hækkuðu þegar við opnun markaða til jafns við hækkun stýrivaxtanna. Sterk viðbrögð urðu einnig á skuldabréfamarkaði, þar sem óverðtryggð bréf hækkuðu þegar í stað. Hækkun ávöxtunarkröfu hús- og húsnæðisbréfa kom nokkuð á óvart. Verð hlutabréfa lækkaði einnig en ekki er víst að hægt sé að tengja það beint við vaxtahækkunina. Misjafnt var hvort einstakir við-

skiptabankar hækkuðu vexti sína þegar í kjölfar vaxtahækkunar Seðlabankans.

#### *Krónan seig í mars ...*

Síðari hluta janúar hækkaði gengi krónunnar nokkuð og hóf vísitala gengisskráningar að sveiflast á bilinu 118 til 120 sem var áþekkt gengi og um mitt síðasta ár. Væntingar um að samið yrði um stækkun Norðuráls ollu þarna nokkru sem og innflutningur erlends lánsfjár í tengslum við umbrot á fyrirtækjamarkaði. Einnig var vöruskiptajöfnuður tiltölulega hagstæður á tímabilinu og væntingar voru um aukningu aflakvóta. Á móti vann útstreymi vegna erlendra verðbréfakaupa sem nánar verður vikið að síðar. Í kjölfar útgáfu *Peningamála* hinn 17. mars varð allsnörp lækkan á gengi krónunnar og hækkaði vísitalan um rúmlega 2% á örfáum dögum. Flæði á gjaldeyrismarkaði virtist þó vera gott og markaðurinn náði vel að vinna úr sveiflum í framboði og eftirspurn.

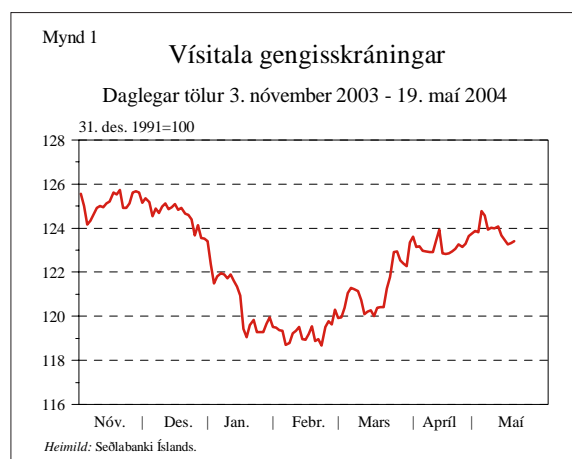
#### *... en sveiflaðist á þröngu bili í apríl og maí*

Í apríl og maí sveiflaðist vísitala gengisskráningar á tiltölulega þröngu bili frá 123 í 124. Hún fór í eitt skipti upp að 125 en sneri snarlega til baka á fyrri

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 19. maí 2004.



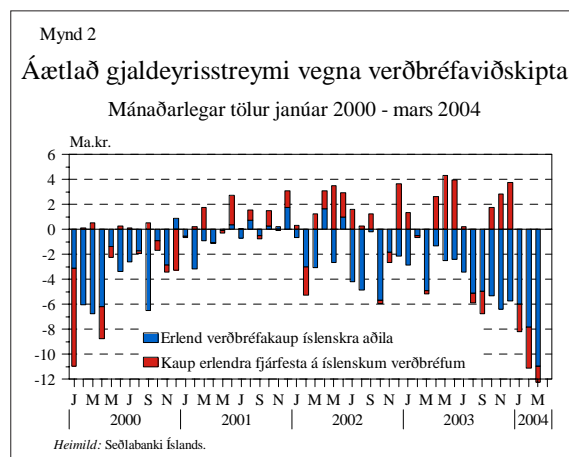
slóðir. Heldur hægðist um flæði gjaldeyris og velta var með minnsta móti í apríl. Meðalvelta á dag var 2,7 ma.kr. en meðalvelta á dag í fyrra var 4,7 ma.kr. Þróun vísitölu gengisskráningar má sjá á mynd 1. Sveiflur í gengi krónunnar hafa verið mjög hóflegar frá áramótum, t.d. er staðalfrávik daglegra breytinga evru gagnvart krónunni 0,4% en heldur meira gagnvart Bandaríkjadal eða 0,7%. Á sama tímabili var staðalfrávik daglegra breytinga evru gagnvart Bandaríkjadal voru með sambærilegum mælingum 0,7%. Svo sem áður hefur verið greint frá hefur Seðlabankinn reglulega keypt gjaldeyri á innlendum gjaldeyrismarkaði frá september 2002. Á þessum tíma hafa kaup Seðlabankans numið rúmlega 60 ma.kr. Gjalddeyrisforði Seðlabankans stendur um þessar mundir í 66 ma.kr. en fyrir ári var nettóforðinn um 26 ma.kr. Seðlabankinn selur ríkissjóði gjaldeyri þegar þörf krefur vegna greiðslu afborgana og vaxta af erlendum lánunum.



### Verðbréfavíðskipti hafa valdið verulegu útfærðum gjaldeyris

Víðskipti innlendra aðila með erlend verðbréf og erlendra aðila með innlend verðbréf geta haft veruleg áhrif á gjaldeyrismarkaði. Fjárfesting innlendra aðila í erlendum verðbréfum hefur oft á tíðum verið veruleg og má benda á árið 2000 þegar nettófjárfesting innlendra aðila nam um 40 ma.kr. Áhrif erlendra aðila af víðskiptum með innlend verðbréf hafa verið minni en þó hafa þau farið vaxandi upp á síðkastið. Frá apríl 2003 til mars 2004 námu nettókaup innlendra aðila á erlendum verðbréfum 62 ma.kr. en

nettókaup erlendra aðila á íslenskum verðbréfum 10 ma.kr. Nettóáhrif voru því 52 ma.kr. Mynd 2 sýnir þróunina frá byrjun árs 2000. Á fyrsta ársfjórðungi í ár jukust erlend verðbréfakaup Íslendinga verulega og námu tæplega 25 ma.kr. en sala erlendra aðila umfram kaup á íslenskum skuldabréfum nam um 7 ma.kr. Því nam nettóútsreymi gjaldeyris tæplega 32 ma.kr. fyrstu þrjú mánuði ársins.



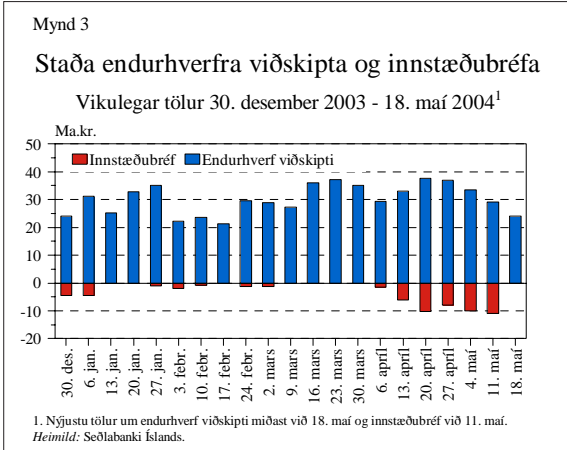
### Lausafjárstaða hefur verið rúm ...

Í kjölfar lækkunar bindiskyldu Seðlabankans í desember sl. rýmkaðist lausafjárstaða lánastofnana verulega. Einstakar stofnanir hafa glímt við þó nokkra lausafjáragnótt. Stór kaup Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði í janúar hefðu aukið frekar á þessa gnótt. Með gjalddeyrisviðskiptasamningi við einn víðskiptavakanna á millibankamarkaði með gjaldeyri var áhrifunum frestað þar til seint í apríl þegar samningstímanum lauk. Regluleg kaup Seðlabankans á gjaldeyri hafa einnig leitt af sér aukningu lauss fjár. Þessu til viðbótar var spariskírteinaflokkur innleystur í apríl og jókst við það laust fé um 5 ma.kr. en þó um fremur skamma hríð, því að ríkissjóður gaf í mars út nýjan flokk ríkisverðbréfa sem hefur lokagjalddaga árið 2010. Þessi flokkur hefur nú náð 5,5 ma.kr. stærð en hann hefur verið byggður upp með nokkrum útboðum og hefur nú náð að eyða lausafjárhrifum innlausnar spariskírteina. Það ber þó vott um brest í miðlun lauss fjár að einstakar stofnanir geta verið með verulega gnótt lauss fjár en aðrar í verulegri lausafjárþörf og þær ná ekki að jafna út stöðuna með innbyrðis víðskiptum. Ástæðan fyrir þessum bresti er takmarkað svigrúm sem lánastofnanir hafa

til að veita öðrum lánstofnunum ótryggt lán vegna áhættu sem slíkt hefur í för með sér. Þannig ákveða lánstofnanir lánalínur, þ.e.a.s. hámarksstöðu úti-standandi lána, sem aðrar stofnanir geta haft gagnvart lánveitanda og þegar þær eru fylltar hættu viðkomandi stofnanir að geta átt innbyrðis viðskipti. Ef lánin væru tryggð, horfðu mál öðru vísi við, því að þá þyrfti einungis að meta áhættuna af verðbreytingum sem er brot af heildaráhættunni.

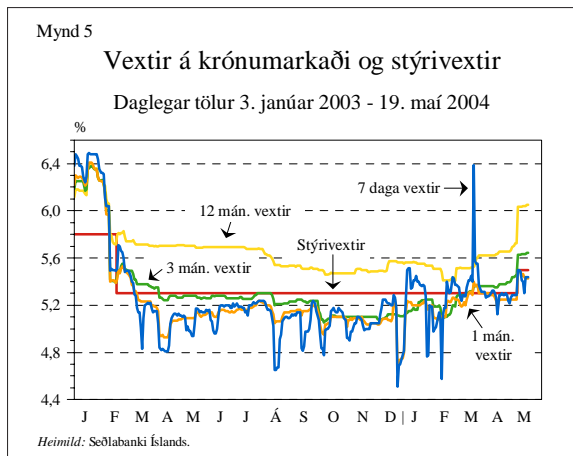
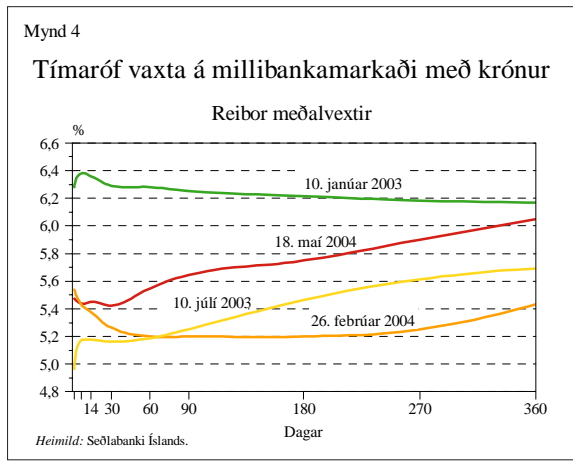
*... og hefur Seðlabankinn gefið út innstæðubréf*

Til að liðka um fyrir eðlilegri verðmyndun á milli-bankamarkaði hefur Seðlabankinn boðið innstæðubréf eins og lýst var í síðasta hefti *Peningamála*. Í byrjun apríl hljóp nokkur kippur í útgáfu innstæðubréfa og var útistandandi fjárhæð þeirra um eða yfir 10 ma.kr. um nokkurra vikna skeið. Ástæða þessa var m.a. spariskirteinainnlausnin sem áður er minnst á og lok gjaldeyrisskiptasamningsins. Um miðjan maí varð breyting á þegar lánstofnanir stofnuðu til endurhverfra viðskipta sín í milli og beittu þar með markaðslausn sem dregur úr þörfinni á fyrirgreiðslu Seðlabankans. Lækkaði staða endurhverfra viðskipta og innstæðubréfa í kjölfarið. Vikulega stöðu endurhverfra viðskipta og innstæðubréfa má sjá á mynd 3. Bankastjórn Seðlabanka Íslands hefur breytt reglum um viðskipti bindiskyldra lánstofnana þannig að lánstími endurhverfra viðskipta og innstæðubréfa styttist úr 14 dögum í 7 daga og þannig hverfur skörun um eina viku sem valdið hefur vandkvæðum við lausafjárstýringu. Breytingin tekur gildi 1. júní 2004.



*Skammtíma vextir á krónumarkaði hafa sveiflast*

Nokkrar sveiflur hafa verið á skemmstu vöxtum, þ.e. til eins dags, á milli-bankamarkaði með krónur. Oftast tengjast þessar sveiflur lokum binditímabils en þess hefur þó orðið vart að í kjölfar aðgerða Seðlabankans hafi vextir sveiflast og er þar sennilega um að kenna ófullkomnum upplýsingum um heildarstöðu markaðarins. Vextir til viku og lengri tíma hafa verið stöðugri en tímaróf vaxta hefur breyst nokkuð á síðustu vikum vegna væntinga um vaxtahækkunar Seðlabankans eins og sjá má á mynd 4. Mynd 5 sýnir vexti á krónumarkaði á lánum með ólíkan lánstíma. Viðskipti hafa verið allnokkur á milli-bankamarkaði með krónur en viðskipti með gjaldeyrisskiptasamninga hafa verið fremur lítil upp á síðkastið. Vegna bættra aðferða við stýringu í greiðsluferfum hefur verið tiltölulega lítil þörf fyrir daglán Seðlabankans með vaxtaálagi en nokkur vandræði urðu þó í



greiðslukerfinu í kjölfar breytinga hjá Reiknistofu bankanna í febrúar sl.

#### Vaxtamunur hefur aukist í kjölfar vaxtahækkana

Vaxtamunur milli Íslands og helstu viðskiptalanda jókst nokkuð í kjölfar vaxtahækkunar Seðlabankans. Hinn 8. mars var vaxtamunurinn mældur með mismun á ávöxtun ríkisvixla 3,24 prósentur en 18. maí var hann 3,43 prósentur. Heldur minni hækkun hefur orðið á vaxtamun á millibankamarkaði, úr 3,02 prósentum í 3,10 prósentur. Tafla 1 sýnir breytingar á stýrivöxtum nokkurra landa síðustu mánuði. Nokkrir seðlabankar eru enn að lækka vexti en aðrir hafa hækkað þá enda virðast horfur í efnahagsmálum vera nokkru bjartari um þessar mundir. Ólíuverðhækkunar undanfarnar vikur gætu þó haft áhrif til verri vegar. Verðbólguvæntingar eins og þær eru mældar með mismun á ávöxtunarkröfu verðtryggðra og óverðtryggðra verðbréfa eru um þessar mundir 3,5% þegar horft er fimm ár fram í tímann en 2,34% þegar horft er tvö ár fram á við.

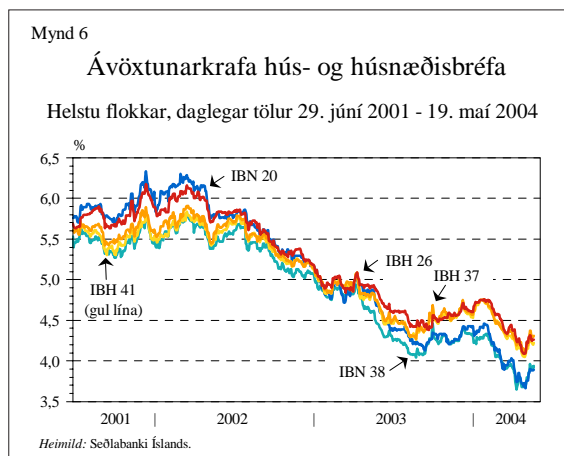
Tafla 1 Breytingar á stýrivöxtum erlendra seðlabanka janúar - maí 2004

| Dagsetning breytingar | Seðlabanki               | Breyting í %<br>(stýrivextir eftir breytingu) |
|-----------------------|--------------------------|---|
| 20. jan. 2004         | Seðlabanki Kanada        | -0,25 (2,5%)                                  |
| 28. jan. 2004         | Seðlabanki Noregs        | -0,25 (2,0%)                                  |
| 29. jan. 2004         | Seðlabanki Nýja-Sjálands | +0,25 (5,25%)                                 |
| 5. febr. 2004         | Seðlabanki Englands      | +0,25 (4,0%)                                  |
| 6. febr. 2004         | Seðlabanki Svíþjóðar     | -0,25 (2,5%)                                  |
| 2. mars 2004          | Seðlabanki Kanada        | -0,25 (2,25%)                                 |
| 11. mars 2004         | Seðlabanki Noregs        | -0,25 (1,75%)                                 |
| 1. apríl 2004         | Seðlabanki Svíþjóðar     | -0,5 (2,0%)                                   |
| 13. apríl 2004        | Seðlabanki Kanada        | -0,25 (2,0%)                                  |
| 29. apríl 2004        | Seðlabanki Nýja-Sjálands | +0,25 (5,50%)                                 |
| 6. maí 2004           | Seðlabanki Englands      | +0,25 (4,25%)                                 |
| 6. maí 2004           | Seðlabanki Íslands       | +0,20 (5,50%)                                 |

#### Ávöxtun hús- og húsnæðisbréfa náði lægsta gildi í apríl

Frumvarp til laga um húsnæðismál var lagt fram á Alþingi í mars og fylgir það í meginatriðum tillögum nefndar fjármálaráðuneytisins sem kynntar voru í lok síðasta árs. Í umsögn Seðlabanka Íslands um frum-

varpið var gagnrýnt að vikið var frá tillögum nefndarinnar um uppgreiðsluálag sem ætlað var að verja sjóðinn fyrir áhrifum fyrirfram uppgreiðsna fasteignabréfa sem gæti valdið vanda. Umsögnina má finna á vef Seðlabankans. Í byrjun apríl var tilkynnt að náðst hefði samkomulag við Clearstream-uppgjörsmiðstöðina um að þar yrði hægt að gera upp viðskipti með helstu flokka verðbréfa. Ávöxtun hús- og húsnæðisbréfa hefur á undanfönum mánuðum lækkað verulega og tók kipp niður á við þegar tilkynnt var um samninginn við Clearstream. Um tíma var ávöxtun húsnæðisbréfa sambærileg við eða lægri en ávöxtun lengsta flokks spariskírteina. Ávöxtun húsbréfa hefur verið nokkru hærri og endurspeglar munurinn óvissu um fyrirhuguð skipti í íbúðabréf um mitt ár. Mynd 6 sýnir þróun ávöxtunar nokkurra flokka hús- og húsnæðisbréfa. Fyrstu þrjú mánuði ársins voru samþykkt skuldabréfaskipti Íbúðalána-sjóðs heldur meiri en á sama tíma á síðasta ári.



#### Nýir aðalmiðlarasamningar Lánasýslu

Lánarfjárförf ríkissjóðs hefur dregist saman á undanfönum árum. Verðbréfaútgáfa ríkissjóðs hefur í nokkrum mæli beinst að því að leiða nýja þróun, svo sem með útgáfu langra óverðtryggðra verðbréfa og með reglulegri útgáfu vixla sem mynda ákveðna kjölfestu í verðmyndun. Eins og komið hefur fram var spariskírteinaflokkur á innlausn í apríl og var af því tilefni ýtt úr vör nýjum flokki ríkisbréfa með gjalddaga 2010 og brúar sá flokkur bilið á milli ríkisbréfaflokka með gjalddaga 2007 og 2013. Aðalmiðlarasamningar vegna viðskiptavaktar með ríkisverðbréf voru endurnýjaðir í maí og eru 6 lánastofn-

anir nú aðalmiðlarar fyrir ríkisverðbréf. Einungis aðalmiðlarar geta tekið þátt í útboðum Lánasýslu ríkisins og hafa einir aðgang að verðbréfalánum. Þeim er skylt að setja fram kaup- og sölutilboð, sem eru innan skilgreindra verðmarka, í Kauphöll Íslands fyrir andvirði 60 m.kr. í hverjum flokki. Ef tilboði er tekið eru þeir skuldbundnir til að endurnýja tilboð. Hafi aðalmiðlari átt viðskipti fyrir meira en 360 m.kr. á viðskiptadegi er honum heimilt að víkja frá hámarksmun kaup- og sölutilboða.

#### *Hlutabréfaverð hækkar enn*

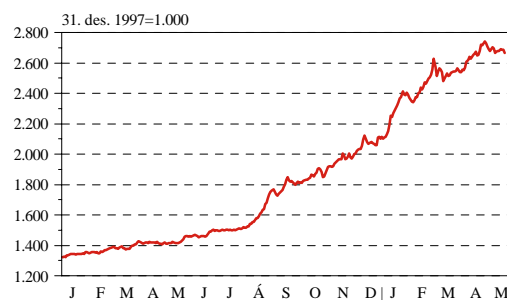
Hækkun hlutabréfaverðs undanfarna mánuði hefur verið mikil. Frá áramótum, fram í miðjan maí hækkaði úrvalsvísitala hlutabréfa um 26% og hafði þá lækkað frá hæsta gildi sem náðist seint í apríl. Síðustu 12 mánuði hefur úrvalsvísitalan hækkað um 88%. Þróun vísitölnunnar má sjá á mynd 7. Frá áramótum hefur vísitala bygginga- og verktakastarfsemi hækkað mest 87% en vísitala lyfjagreinar minnst, 0,33%. Síðustu 12 mánuði hefur vísitala lyfjagreina hækkað um 131% og vísitala bygginga- og verktaka-

starfsemi um 128%. Síðustu 12 mánuði hefur minnst hækkun verið á vísitölu sjávarútvegs eða 9%. Skráðum félögum á mörkuðum Kauphallarinnar hefur fækkað um 3 frá áramótum. Markaðsverðmæti skráðra hlutabréfa er þó enn hátt, m.a. vegna mikillar verðhækkunar einstakra hlutafélaga.

Mynd 7

#### Úrvalsvísitala hlutabréfa í Kauphöll Íslands

Daglegar tölur 1. janúar 2003 - 19. maí 2004



Heimild: Kauphöll Íslands.

*Birgir Ísl. Gunnarsson*

*bankastjóri og formaður bankastjórnar Seðlabanka Íslands*

## Stöðugt verðlag – hagstæð skilyrði og horfur í efnahagslífi

*Ræða flutt á ársfundi Seðlabanka Íslands 23. mars 2004*

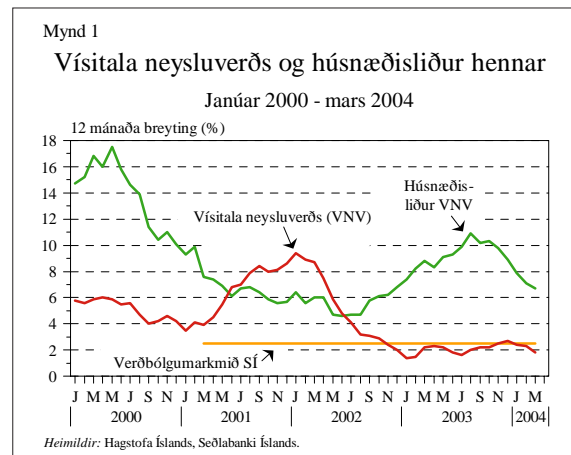
Fyrir hönd stjórnar Seðlabanka Íslands býð ég ykkur öll velkomin á 43. ársfund bankans. Reikningar bankans fyrir árið 2003 hafa í dag verið staðfestir af forsætisráðherra. Ársskýrsla bankans hefur jafnframt verið birt. Þar er að finna yfirlit yfir starfsemi bankans og afkomu auk greinargerðar um stefnu hans og aðgerðir í peningamálum, um fjármálakerfi, fjármálastöðugleika og fjármálamarkaði, svo og það sem helst einkenndi efnahagsþróun liðins árs.

### *Verðlag*

Nú eru liðin þrjú ár síðan umgjörð peningastefnunnar var breytt og verðbólguþáttur tekið upp með sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans. Samkvæmt því er stöðugt verðlag nú meginstefnumið í stjórn peningamála. Seðlabankanum ber að stefna að því að árleg verðbólga, þ.e.a.s. hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%. Stöðugt verðlag er meginmarkmiðið, og því verður peningastefnunni 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 verðbólguþáttum bankans.

Verðlag var stöðugt árið 2003. Allt árið, þ.e.a.s. frá janúarbyrjun 2003 til jafnlengdar 2004, var verðbólgan 2,4%. Það er rétt undir stefnumarki Seðlabankans. Ef horft er framhjá áhrifum verðbreytinga í opinberri þjónustu var verðbólga þó litlu minni. Þar til á síðustu mánuðum ársins var vöruverð nokkru lægra en árið áður, og verulega dró úr verðhækkun á þjónustu. Húsnæðisverðbólga var hins veg-

ar töluverð, og hækkaði húsnæðisliður vísitölnnar mun meira en vísitalan í heild. Aðeins fór að draga úr húsnæðisverðbólgu þegar leið á árið, og sú hjóðnun hefur haldið áfram það sem af er þessu ári. Seðlabankinn getur því vel unað við verðbólguþáttum undanfarinna missera, og þegar það er haft í huga að áhrifa peningastefnunnar gætir með allmikilli töf, bendir verðlagsþróun til þess að peningamálstefnan næstu misseri á undan hafi haft tilætluð áhrif.



Seðlabankinn lækkaði stýrivexti sína í 5,3% í byrjun febrúar á síðasta ári. Verðbólguþáttur bankans gáfu ekki tilefni til frekari vaxtabreytinga. Vextir bankans voru nokkurn veginn hlutlausir á árinu, þ.e.a.s. þeir örvuðu hvorki eftirspurn né drógu úr henni. Raunvextir bankans voru þannig ekki fjarri því sem ætla má að hafi verið jafnvægisraunvextir á árinu.

### Hagvöxtur

Allt frá árinu 1996 var öflugur hagvöxtur á Íslandi til ársins 2002 þegar hann varð lítilllega neikvæður. Á síðasta ári tók hagvöxtur við sér að nýju. Samkvæmt nýjustu áætlunum Hagstofunnar er talið að hann hafi verið 4%. Það er nokkru meira en reiknað var með þegar uppfærð þjóðhagsspá Seðlabankans var birt fyrir í þessum mánuði. Talnalegt mat á hagvexti síðasta árs gæti enn eitthvað breyst með nýjum áætlunum, og er það til marks um þá óvissu sem jafnan er um nýliðna og núverandi efnahagsþróun og bætist við þá óvissu sem móttun peningastefnu býr við vegna framtíðarinnar. Hvað sem því líður er ljóst að vöxturinn var umtalsverður og stafaði umfram allt af hröðum vexti þjóðarútgjalda eftir tvö samdráttarár. Vöxtur einkaneyslu ágerðist, og fjárfesting tók verulega við sér eftir krappa lægð. Þar gætti öðru fremur áhrifa þeirra stóriðjuframkvæmda er hófust á árinu og aukinnar fjárfestingar í íbúðarhúsnæði.

Fróðlegt er að bera saman hagvöxt á Íslandi og í öðrum löndum, ekki síst í evrulöndum sem oft er vitnað til. Í grófum dráttum má segja að á árunum frá 1996 til 2001 hafi hagvöxtur verið tvisvar til þrisvar sinnum meiri á Íslandi en í evrulöndum. Árið 2002 hafði evrusvæðið heldur vinninginn, en árið 2003 er áætlað að hagvöxtur þar hafi numið 0,8%. Þá var hann talinn hafa verið 4% hér eins og áður sagði. Í raun er þessi munur enn meiri milli Íslands og stærstu evrulandanna, Þýskalands, Frakklands og Ítalíu, þar sem gætt hefur mikillar deyfðar um nokkurra ára skeið. Þessi mikli munur á hagvexti skýrir að miklu leyti þann vaxtamun sem hefur verið á milli Íslands og evrulanda. Verkefni Seðlabanka Evrópu hafa m.a.

miðað að því að yta eftir föngum undir aukinn hagvöxt í þessum löndum með lágum vöxtum á sama tíma og verkefni Seðlabanka Íslands hefur lengst af verið að hamla gegn ofpenslu.

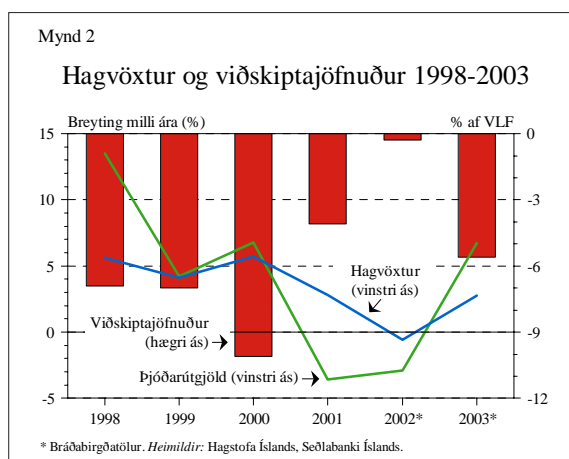
### Viðskiptahalli og vinnumarkaður

Miklar sveiflur hafa orðið í ytri jöfnuði þjóðarbúsins á undanförunum árum. Viðskiptahalli sem nam 10% af landsframleiðslu árið 2000 hafði því sem næst horfið tveimur árum síðar, en hann jókst verulega aftur á síðasta ári. Eftir þokkalegt jafnvægi á fyrsta fjórðungi og umtalsverðan afgang á vöruviðskiptum var halli á öðrum og þriðja fjórðungi ársins meiri en verið hafði frá ársbyrjun 2001. Viðskiptahalli á árinu öllu nam um 5½% af landsframleiðslu. Lægðin í útflutningi olli þar miklu um ásamt innflutningi til einkaneyslu, en að töluverðu leyti má einnig rekja aukinn vöruviðskiptahalla til innflutnings fjárfestingarvöru vegna virkjunarframkvæmda. Að því leyti olli hallinn minni áhyggjum en ella, þótt það sé umhugsunarefni hve hratt hann jókst í byrjun uppsveiflu.

Eins og algengt er í upphafi hagvaxtarskeiðs jókst eftirspurn eftir vinnuafli fremur hægt á árinu. Atvinnuleysi minnkaði reyndar hægar en margir höfðu búist við í ljósi þess hve lausum störfum hjá vinnumiðlunum fjölgaði. Árstíðaleiðrétt atvinnuleysi fór þó hægt minnkandi frá haustmánuðum. Lausum störfum fjölgaði hins vegar um helming á liðnu ári, og eftirspurn eftir erlendu vinnuafli glæddist þegar liða tók á árið. Í febrúar sl. var árstíðaleiðrétt atvinnuleysi 2,9% og hafði minnkað um 0,1% á mánuði síðan í september. Framleiðnivöxtur virðist hafa verið með mesta móti í fyrra. Eins og undanfarin ár hækkuðu laun hér mun meira en í helstu viðskiptalöndum. Miðað við launavísitölu hækkuðu innlend laun um 5½% á síðastliðnu ári, en það felur í sér 3½% vöxt kaupmáttar.

### Gengisþróun og gjalddeyrissvarsjóður

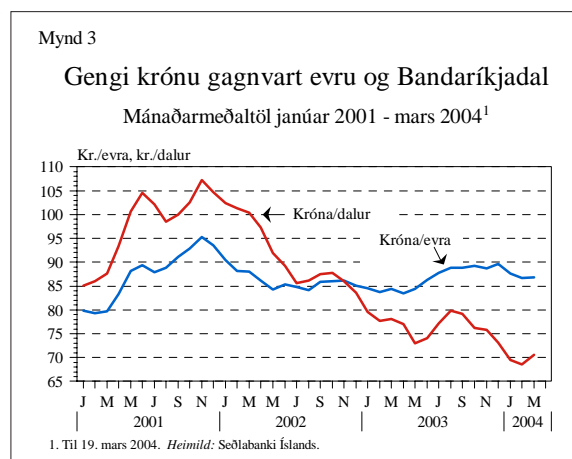
Með nýrri umgjörð peningastefunnar var horfið frá svonefndri fastgengisstefnu og gengið látið fljóta og ráðast á markaði. Öðru hverju heyrir um það rætt að Seðlabankinn geti stýrt gengi, og er þá spjótum beint gegn honum ef gengið hreyfist í aðra átt en einhverjir þjuggust við. Slík umræða var þó mun lágværi á síðasta ári en árið áður. Það bendir eindregið til vaxandi skilnings á því að Seðlabankinn geti ekki haft úrslitaáhrif á gengi gjaldmiðilsins. Framan af síðasta





ári styrktist íslenska krónan nokkuð. Það má líklega rekja til þess að vænst hafi verið aukins innstreymis gjaldeyris vegna virkjana og stóriðjuframkvæmda. Um mitt ár tók krónan að veikjast aftur. Telja má líklegt að það hafi orðið vegna óvissu um tekjur af varnarliðinu á Keflavíkurflugvelli og stækkun Norðuráls og e.t.v. að einhverju leyti vegna aukinna kaupa Seðlabankans á gjaldeyri. Um sama leyti dró nokkuð úr innflæði gjaldeyris vegna lánaþrengingar. Í september tók krónan að styrkjast á ný, en um svipað leyti bárust þær fréttir að betur horfði um stækkun Norðuráls, og minni óvissa virtist um starfsemi varnarliðsins. Síðustu mánuði ársins ríkti allgott jafnvægi á inn- og útstreymi gjaldeyris, og minnkuðu gengissveiflur verulega. Undir lok ársins tók gengi krónunnar enn að styrkjast allt fram í miðjan janúar. Líklegt er að þessi styrking skýrist öðru fremur af innflutningi lánsfjár í tengslum við umbrot í eignarhaldi fyrirtækja.

Þegar breytingar á gengi íslensku krónunnar eru virtar ber og að hafa í huga mikla lækkun Bandaríkjadals gagnvart evru. Gengisbreytingarnar hafa m.a. leitt til þess að gengi evru er nú svipað gagnvart krónu og fyrir tveimur árum, en gengi Bandaríkjadals hefur á sama tíma lækkað um þriðjung gagnvart krónu.



Í lögum um Seðlabanka Íslands segir að eitt verkefni hans sé að varðveita gjaldeyrisvarasjóð í samræmi við markmið og hlutverk bankans. Í árslok 2001 var gjaldeyrisforðanum að miklum hluta haldið uppi með erlendri lántöku Seðlabankans og gjaldeyrisstaðan því orðin rýrari en hægt var að una við til lengdar. Ástæðan var sú að vegna fastgengisstefn-

unnar lét Seðlabankinn oft til sín taka á gjaldeyrismarkaði á árunum 2000 og 2001 með því að selja gjaldeyri og leitast þannig við að draga úr mikilli gengislækkun krónunnar. Á árinu 2002 hóf Seðlabankinn að styrkja gjaldeyrisforðann á nýjan leik og keypti þá gjaldeyri fyrir andvirði 4,5 milljarða króna. Á síðasta ári jók bankinn kaupin og keypti þá sem nam andvirði 43,2 milljarða króna. Þrátt fyrir það fóru til kaupa bankans aðeins 3,6% af heildarveltu gjaldeyrismarkaðarins á árinu. Á miðju síðasta ári lauk Seðlabankinn við að greiða niður erlendar skammtímaskuldir sínar, og í árslok 2003 nam gjaldeyrisforðinn rúmlega 58 milljörðum króna. Seðlabankinn hefur í ár haldið áfram að kaupa gjaldeyri á markaði, en í minna mæli en á síðasta ári. Bankinn stefnir þess vegna að því að styrkja enn forða sinn á þessu ári. Rúmur gjaldeyrisforði er sjálfsögd varúðarráðstöfun og er eitt af þeim atriðum sem erlend matsfyrirtæki hafa auga á þegar þau meta láns hæfi ríkissjóðs og íslenskra fyrirtækja. Á hinn bóginn gerir þetta afkomu Seðlabankans mun næmari fyrir gengisbreytingum. Það kom m.a. fram í smávægilegu rekstrartapi á síðasta ári eins og áður hefur verið gerð grein fyrir.

#### Fjármálastöðugleiki

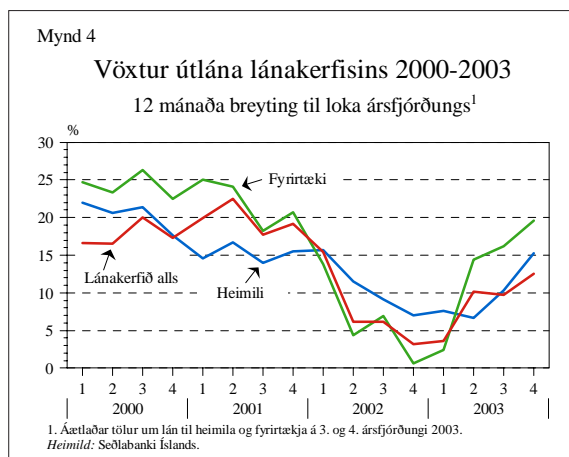
Í lögum um Seðlabanka Íslands segir að hann skuli stuðla að stöðugu verðlagi og jafnframt að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslakerfi í landinu og við útlönd. Viðast hvar er þetta meginhlutverk seðlabanka. Þetta hlutverk er mikilvægt vegna þess að áfall í banka- og fjármálakerfi er nátengt verðlagi fjáreigna, vöxtum og gengi gjaldmiðilsins. Framkvæmd peningastefnu og upplýsingagrunnur seðlabanka veitir færi á því að metin sé hætta á fjármálavá svo að unnt sé að vara við henni.

Tvisvar á síðasta ári, í maí og nóvember, birti Seðlabankinn úttekt á stöðugleika fjármálakerfisins. Meginniðurstaðan var sú að fjármálakerfið hefði styrkst á árinu, og af nýrri greiningu sem birt var í síðustu viku má marka að staða mikilvægustu fjármálafyrirtækja og markaða sé tiltölulega traust. Þjóðhagsleg skilyrði eru góð þegar á heildina er litið. Helstu áhyggjuefnin eru útlánaþensla sem er að mestu fjármögnuð erlendis og hátt eignaverð. Athygli hafa vakið skuldsett kaup á skráðum sem óskráðum félögum, og eru þau ein skýringin á mikilli útlánaaukningu banka. Þessi viðskipti hafa þrýst upp verði

nokkurra skráðra fyrirtækja, m.a. fjármálafyrirtækja, og sú spurning leitar á hverjar afleiðingar það hafi ef og þegar hlutabréfaverð lækkar að nýju. Hækkun raunverðs fasteigna á höfuðborgarsvæðinu hefur stöðvast í bili a.m.k., en veruleg verðlækkun er ósennileg í bráð. Þróun eignaverðs er mikilvæg þegar fjármálastöðugleiki er metinn og hefur jafnframt áhrif á framvindu peningamála, einkum við núverandi aðstæður. Hjöðnun hlutabréfa- og fasteignaverðs gæti eitthvað hamlað gegn fyrirsjáanlegri þenslu næstu ára. Það ylli mestri áraun fyrir stöðugleika fjármálakerfisins og peningastefnuna ef eignaverð lækkar aði um leið og drægi úr vexti ráðstöfunartekna að loknum stórframkvæmdum.

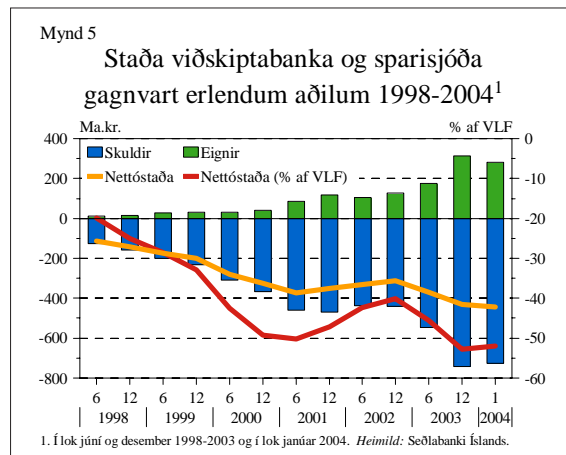
### Útlán

Útlánaþensla er áhyggjuefni eins og ég gat um áðan, bæði fyrir fjármálalegan stöðugleika og verðbólgu-markmið Seðlabankans. Vöxtur innlendra útlána jókst mjög hratt á síðastliðnu ári, og í sömu átt virðist stefna á þessu ári. Í heild jukust innlend útlán innlánsstofnana á tólf mánuðum til loka janúar um 23%. Það er meira en samrýmt getur stöðugleika verðlags og efnahagslífs til frambúðar. Nærtækt er að líta til áranna 1998 til 2001 og afleiðinga mikils útlánavaxtar sem þá varð. Vanskil og útlánatap jukust hvor tveggja í kjölfarið, og um tíma þrengdi að erlendri fjármögnun banka og sparisjóða. Samdráttarskeiðið og áraunin á fjármálakerfið er nú að baki, en að hluta má þakka það tiltölulega hagstæðum efnahagslegum skilyrðum og snöggum umskiptum í gengi krónunnar að fjármálafyrirtæki urðu ekki fyrir meiri skakkaföllum en raun varð á.



Hlutfallsleg aukning útlána innlánsstofnana hefur verið mest til erlendra lánþega, en þó hafa gengisbundin lán til innlendra lánþega aukist mjög eða um ríflega 45% á síðustu tólf mánuðum. Langt er frá því að öll þessi gengisbundnu útlán séu til þeirra innlendu fyrirtækja og einstaklinga sem hafa tekjur í erlendum gjaldeyri eða verja sig fyrir gengisáhættu með öðrum hætti. Í þessu er fólgin mikil vogun fyrir lántakendur og lánveitendur.

Erlendar skuldir innlánsstofnana voru í lok janúar fast að 300 milljörðum króna meiri en fyrir ári eða um tveimur þriðju hærrí frá sama tíma. Hin mikla sókn í erlent lánsfé undanfarna mánuði á sér sennilega nokkrar skýringar. Í fyrsta lagi tengist hún uppstokkun á íslensku atvinnulífi og breytingum á eignarhaldi fyrirtækja. Að lokinni einkavæðingu ríkisbankanna hafa fyrirtæki tekið virkan þátt í að losa um gömul eignatengsl og mynda ný. Fyrir milli-göngu bankanna hefur erlent lánsfé gegnt þar lykilhlutverki. Í öðru lagi hafa aðstæður á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum verið hagstæðar fyrir þessar hræringar. Erlendir skammtímavextir eru enn lægri en nokkurn tíma áður og erlendir langtímavextir mjög lágir þótt þeir hafi hækkað nokkuð frá því að þeir voru lægstir um miðbik síðastliðins árs. Í þriðja lagi hefur ríkt efnahagslegur stöðugleiki innanlands, og horfur eru á ágætum hagvexti næstu árin.



Í desember sl. sendi Seðlabankinn bréf til stjórnenda viðskiptabankanna og stærsta sparisjóðs landsins þar sem bankastjórn lýsti áhyggjum sínum af hraðri aukningu útlána og mikilli erlendri fjármögnun til skamms tíma. Eins og gengur brugðust menn við með ólíkum hætti, og einhverjir sögðu: ekki

benda á mig. Hið ánægjulega hefur þó gerst, að bankarnir hafa tekið að lengja í erlendum lánum sínum þannig að hlutfall skammtímalána og langtímalána hefur batnað undanfarnar vikur. Þetta er mjög mikilvægt því að varasamt getur verið að treysta um of á greiða skammtímafjármögnun. Í bréfi sínu tók Seðlabankinn ekki síst mið af viðvörunum alþjóðlegra matsfyrirtækja sem meta láns hæfi ríkissjóðs og annarra íslenskra lántakenda á erlendum mörkuðum. Þau hafa lýst því að hin háa skuldastaða þjóðarbúsins erlendis sé megináhýggjuefni og það sem helst standi í vegi fyrir hækkuðu láns hæfismati og geti jafnvel orðið til þess að það lækki í framtíðinni. Undanfarnir misseri hefur ríkissjóður greitt niður erlend lán. Orð matsfyrirtækjanna beinast því að öðrum og þá einkum bönkunum. Viðvörunarorð sem eru grundvölluð á þessum rökum eiga að sjálf-sögðu erindi til allra þeirra banka á Íslandi sem hafa að undanförmu stundað lántöku erlendis. Það er sameiginlegt hagsmunamál allra að staðinn sé vörður um láns hæfismatið og það styrkt eins og unnt er.

#### *Greiðslu- og uppgjörskerfi*

Ég hef á undanförmum ársfundum gert grein fyrir því starfi sem unnið hefur verið á vegum Seðlabankans að mótun greiðslukerfa og uppgjörskerfa. Hér á landi eru notuð tvenns konar greiðslukerfi sem jafnframt eru uppgjörskerfi, þ.e. stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands og jöfnunarkerfi Fjölgreiðslumiðlunar hf. Uppgjör vegna verðbréfavíðskipta fer jafnframt fram í fyrnefnda kerfinu. Þátttakendur í kerfunum eru víðskiptabankar, sparissjóðir og Seðlabankinn. Reiknistofa bankanna sinnir hugbúnaðarþjónustu fyrir bæði kerfin, en Seðlabankinn hefur milligöngu um uppgjör í þeim. Kerfunum er ítarlega lýst í árs-skýrslu bankans.

Frá árinu 2001 hefur Seðlabankinn unnið að því í nánú samstarfi við Fjölgreiðslumiðlun hf., Reiknistofu bankanna og lánastofnanir að móta greiðslukerfin til samræmis við þær tíu kjarnareglur um kerfislega mikilvæg greiðslukerfi sem njóta alþjóðlegrar viðurkenningar. Í þeirri vinnu hefur verið lögð áhersla á að skýra hæfi og ábyrgð stjórnenda og þátttakenda í greiðslukerfum. Uppgjörferlar hafa verið endurskoðaðir með tilliti til efnda lokagreiðslna og tímasetningar uppgjör. Áhættustýring hefur verið eflað með því að skilgreina áhættuþætti, gera skuldastöðu sýnilega, koma á áhættueftirliti, takmarka

skuldastöðu og krefjast uppgjör trygginga. Þá hefur verið farið yfir fyrirkomulag eftirlits með upplýsingagjöf og viðbúnaðaráætlunum.

Á síðastliðnu ári náðist mikilvægur áfangi í þessu starfi þegar settar voru tvennar reglur um greiðslukerfi, annars vegar reglur um stórgreiðslukerfi Seðlabanka Íslands og hins vegar reglur um starfsemi jöfnunarkerfa. Í lok ársins var gengið frá viðurkenningu kerfanna og tilkynningu þeirra til eftirlitsstofnunar EFTA. Þar með hafa stórgreiðslukerfið og jöfnunarkerfið öðlast viðurkenningu sem lögmæt greiðslukerfi hér á landi og annars staðar á Evrópska efnahagssvæðinu. Þá gerðist það jafnframt á árinu að Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið gerðu með sér samstarfssamning um eftirlit með greiðslu- og uppgjörskerfum. Ég vil sérstaklega þakka gott samstarf við alla hlutaðeigendur um þessi mikilvægu mál. Þótt mikilvægir áfangar hafi náðst verður öruggur rekstur greiðslukerfa áfram mikilvægt og umfangsmikið verkefni.

#### *Fjölmýntaland*

Öðru hverju hefur hafist umræða um það hvort Íslands bíði þau örlög að verða fjölmýntaland sem sumir nefna svo. Með því virðist við það átt að mikill hluti víðskipta fari fram í fleiri en einum gjaldmiðli og að skuldbindingar af ýmsu tagi séu að miklu leyti bundnar erlendum gjaldmiðlum. Í því samhengi hefur verið bent á afkomutengingu og þar með óbeina gengistengingu launa í sjávarútvegi, að uppgjör fyrirtækja sé í auknum mæli í erlendum gjaldmiðlum og farið sé jafnvel að bjóða einstaklingum að taka lán í erlendum gjaldmiðlum. Einnig er bent á aukna hnattvæðingu og aukið vægi utanríkisvíðskipta og erlendra fjárfestingar.

Tilhneigingar gætir til að draga upp dálítið ýkta mynd af því hve íslenskur þjóðarbúskapur sé háður heimsvíðskiptum. Utanríkisvíðskipti hafa vissulega aukist, en eru þó lítil miðað við umfang þjóðarbúskaparins. Vægi beinnar erlendra fjárfestingar er mun minna en í flestum fullvaxta ríkjum, en umfang erlendra verðbréfafjárfestingar svipað og í nálægum löndum. Gjaldeyrisinnstæður í bankakerfinu hafa tíðkast lengi, en eru vel innan þeirra marka sem t.d. Alþjóðagjaldeyrisjóðurinn miðar við þegar hann flokkar lönd eftir því hvort notkun erlendra myntar er mikilvæg eða ekki. Uppgjör í erlendum gjaldmiðli er bundið við örfá fyrirtæki með fjölbjóðlega starf-

semi og almennt hefur krónan yfirburði sem innlendum greiðslumiðill. Það er hins vegar rétt að erlendar skuldir og næmi þjóðarbúskaparins fyrir gengisbreytingum er með því mesta sem gerist í velmegandi löndum.

Þegar alls þessa er gætt fer vart á milli mála að krónan hefur trausta stöðu sem viðskiptamiðill í íslenskum þjóðarbúskap. Ekkert gefur tilefni til að ætla að breyting verði á því. Eins og í öðrum löndum sem hafa töluverðar tekjur af ferðamennsku er alltaf eitthvað um það að aðrir gjaldmiðlar séu notaðir, en líklega kveður mun meira að því í löndum sem eiga löng landamæri að öðrum gjaldmiðilssvæðum, svo sem í Kanada og Sviss. Afar ósennilegt er að svo muni grafa undan stöðu krónunnar að innlendir aðilar noti hana síður en aðra gjaldmiðla í viðskiptum sín á milli. Síðbreytilegt gengi krónunnar gerir notkun annarra gjaldmiðla að jafnaði áhættusama nema allar skuldbindingar, þar á meðal kjarasamningar, færast því sem næst á sama tíma yfir í sama erlendan gjaldmiðil. Mikil hagkvæmni felst í því að sem flest viðskipti og skuldbindingar séu í einum og sama gjaldmiðli. Þess vegna er ólíklegt að grundvallarbreyting verði á stöðu krónunnar nema til komi atbeini stjórnvalda eða svo ólíklega fari að efnahagsstefnan bíði fullkomið skipbrot og krónan verði rúin öllu trausti með tilheyrandi óðaverðbólgu eins og gerst hefur í sumum löndum Rómönsku Ameríku sem tekið hafa upp dollara eða í öðrum löndum sem neyðst hafa til að taka upp aðra gjaldmiðla.

Nefnt hefur verið að vegna mikilla erlendra skulda þjóðarbúsins hafi vaxtaákvörðanir Seðlabanka Evrópu jafnvel meiri áhrif hér á landi en innlend peningastefna. Það er ekki ný saga að erlendir vextir hafi áhrif á Íslandi, og hið sama á einnig við um önnur lönd, þótt næmi fyrir erlendri vaxtaþróun sé meira hér en víðast annars staðar vegna mikilla skulda þjóðarbúsins. En það er vert að hafa í huga að erlend vaxtahreyfing hefur fyrst og fremst áhrif á þjóðartekjur, hagsveiflu og viðskiptajöfnuð, en getur aldrei haft afgerandi áhrif á verðbólgu hér á landi. Meðan gengisbundin lán hafa mikið vægi í skuldum innlendra aðila getur miðlunarferli peningastefnunnar orðið eitthvað torveldara en ella. Til lengdar getur þó aðeins innlend peningastjórn ákvarðað rýrnandi verðgildi innlends gjaldmiðils gagnvart vöru og þjónustu, það er verðbólgu.

### Horfur

Ég mun að lokum víkja að horfum í efnahags- og peningamálum. Í síðustu viku gaf Seðlabankinn út ársfjórðungsrit sitt *Peningamál*, og þar birtust uppfærðar verðbólgu- og þjóðhagsspár. Hér er ekki um heildstæðar spár að ræða, en fyrirhugað er að slíkar spár birtist hér eftir tvisvar á ári, í júní og desember. Því er spáð að verðbólga verði undir settu marki þar til á seinni hluta árs 2005. Um það leyti má gera ráð fyrir að hún fari upp fyrir markið miðað við óbreytt gengi og stýrivexti Seðlabankans. Þegar lagt er mat á verðlagshorfur er hins vegar mikilvægt að hafa í huga að gengi krónunnar hefur að öllum líkindum verið nokkru sterkara að undanfögnu en telja má sennilegt að það verði til langframa. Nýleg verðlagsþróun og spár sem byggðar eru á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist áfram hátt kunna því að fela í sér vanmat á duldu verðbólguþrýstingi. Fjármagnsinnstreymi á næstu tveimur árum kann að vísu að halda genginu fremur sterku þótt ekki megi ganga að því gefnu.

Umtalsverður framleiðnivöxtur á liðnu ári virðist hafa stuðlað að lítilli verðbólgu að undanfögnu, enda þótt hagvöxtur hafi orðið meiri en reiknað var með í spá bankans í nóvember. Haldi framleiðni áfram að aukast umfram vaxtu mun það létta á verðbólguþrýstingi á næstunni. Kjarasamningar, sem nýlega voru undirritaðir og virðast í stórum dráttum geta samræmst verðbólguþrýstingi, fela í sér ákvæði er gætu ýtt undir frekari hagræðingu og framleiðni- aukningu. Að undanfögnu hefur það einnig létt á verðbólguþrýstingi að ör vöxtur þjóðarútgjalda hefur einkum fundið sér farveg í meiri innflutningi. Hann hefur því þrýst minna á innlenda framleiðsluþætti og verðlag en ella og birst í vaxandi viðskiptahalla eins og ég hef áður gert að umtalsefni. Óhóflegur viðskiptahalli gæti til lengdar grafið undan gengi krónunnar og leitt til aukinnar verðbólgu, en hættan virðist ekki mikil þann tíma sem síðasta verðbólgu- spá nær til.

Í þjóðhagsspá bankans er nú gert ráð fyrir því að hafnar verði framkvæmdir vegna stækkunar Norður- áls. Það mun valda því að hagvöxtur verði nokkru meiri en áður var spáð, 3½% 2004 og 4½% árið 2005. Vegna herra gengis, mikillar framleiðni- aukningar í fyrra og mikillar hlutdeildar erlends vinnuaf- ls í stóriðjuframkvæmdum verður þrýstingur á innlenda framleiðsluþætti og verðlag minni en ella.

Eins og ég nefndi fyrir í máli mínu er líklegt að gengi krónunnar hafi hækkað á fyrri hluta síðasta árs af völdum væntinga sem tengjast áformuðum stóriðju- og virkjunarframkvæmdum. Næsta vist er það að hefðu þessi stóriðjuáform ekki komið til væru stýrivextir bankans nú lægri en þeir eru í reynd. Gengishækkarnir í fyrra og það aðhald í ríkisfjármálum sem marka má af fjárlögum þessa árs valda því að vextir bankans hafa staðið óbreyttir síðan í febrúar í fyrra. Seðlabankinn telur ekki enn vera tilefni til að hækka vexti, en verðbólguþáinn kallar að óbreyttu á hærri stýrivexti bankans á komandi mánuðum þótt verðbólguhorfur séu góðar fram á næsta ár. Með því að peningastefnan þarf að vera framsýn gæti þetta orðið til þess að Seðlabankinn hækkaði stýrivexti sína, jafnvel þótt verðbólgan yrði enn undir settu marki. Miklar framkvæmdir á næstu árum hvetja til þess að skyggst sé lengra fram á veginn en ella þegar ákvarðanir eru teknar í peningamálum. Hagsmunir fjármálastöðugleika gefa tilefni til hins sama.

Góðir fundarmenn! Verðlagsspár eru meginforsenda við stefnumörkun Seðlabankans í peningamálum. Það er jafnan erfitt að skyggast til framtíðar, og í því efni er hollt að hafa í huga orð Matthíasar Jochumssonar í kvæðinu Víg Snorra Sturlusonar:

*vafin er Verðandi reyk;  
lítið sjáum aftur,  
en ekki fram,  
skyggir Skuld fyrir sjón.*

Þrátt fyrir þessi sannindi held ég að Seðlabankinn megi una vel við það hvernig verðbólguþáinn hans hafa staðist.

Ég vil að lokum þakka forsætisráðuneytinu og öðrum stjórnvöldum ágætt samstarf. Fjármálastofnunum þakka ég góða samvinnu. Síðast en ekki síst ber að þakka starfsfólki Seðlabankans gott samstarf og vel unnin verk, en án góðs starfsfólks hefði bankanum ekki auðnast að ná þeim árangri sem raun ber vitni.



## Samþætting verðbréfamarkaða í Evrópu

### Inngangur

Almennt er litið svo á að samþætting (e. integration) verðbréfamarkaða í Evrópu geti haft jákvæð áhrif á efnahagslíf í aðildarríkjum ESB og EES. Hún er til þess fallin að auka samkeppni milli fyrirtækja í verðbréfabjónustu, efla skilvirkni fjármálakerfa og hagkvæma nýtingu fjármagns og annarra framleiðsluþátta. Samþætting verðbréfamarkaða getur aukið möguleika fyrirtækja á fjármögnun á verðbréfamarkaði í stað hefðbundinnar lánsfjármögnunar og þar með dregið úr fjármagnskostnaði þeirra. Lægri fjármagnskostnaður fyrirtækja getur stuðlað að hagvexti og aukinni atvinnu.

Verðbréfamarkaðir eru veigamikill hluti innri markaðar ESB og þar með EES. Samþætting þessara markaða er mikilvæg fyrir framþróun innri markaðarins. Meginilgangur reglna í EB-rétti á sviði verðbréfamarkaða og verðbréfavíðskipta er að samþætta verðbréfamarkaði í aðildarríkjunum og stuðla að samræmi og einsleitni á sviði verðbréfavíðskipta. Slíkar reglur hafa verið meginforsenda samþættingar verðbréfamarkaða í Evrópu. Þær eru mikilvægur hluti reglnanna um innri markaðinn og hafa haft verulega þýðingu fyrir þróun hans. Reglurnar hafa verið teknar inn í EES-samninginn og gilda því með sambærilegum hætti fyrir EFTA-ríkin, sem eru aðilar að EES-samningnum, og aðildarríki ESB.

Í þessari grein er fjallað um þróun reglna í EB-rétti á sviði verðbréfamarkaða og verðbréfavíðskipta með tilliti til áhrifa þeirra á innri markaðinn. Kannað verður hvaða árangri þær hafa skilað í því að koma á sameiginlegum verðbréfa-

markaði í Evrópu. Þá verður reynt að meta hvort þörf sé á frekari samræmingu í starfsemi þessara markaða og hvaða hlutverki sameiginlegar reglur eigi að gegna í þeim efnum.

### Þróun EB-reglna um verðbréfavíðskipti og verðbréfamarkaði

#### Markmið reglnanna

Hefðbundið markmið reglna á sviði verðbréfaréttar er að lagfæra bresti í starfsemi verðbréfamarkaðar sem ekki verður komið í veg fyrir með þeim tækjum sem markaðurinn sjálfur býr yfir og draga úr hagkvæmri nýtingu efnislegra gæða á fullkomnum markaði. Umfang slíkra reglna ræðst af nokkrum þáttum, m.a. uppbyggingu markaðarins, hegðun fjárfesta og menningarviðhorfum.<sup>2</sup>

Á þeim tíma er fyrstu reglur í EB-rétti um verðbréfamarkaði voru settar var mikið misræmi í umfangi og efni reglna í landsrétti einstakra aðildarríkja á þessu sviði. Þetta hafði í för með sér að aðgangur að mörkuðum yfir landamæri var takmarkaður. Meginmarkmið reglna í EB-rétti um verðbréfamarkaði er að afnema slíkar lagalegar hindranir og stuðla að samþættingu og samruna markaða aðildarríkjanna. Unnið hefur verið að því að leiðrétta markaðsbresti í ljósi markmiðsins um samþættingu fremur en á grunni einhverrar skilgreindrar hugmynda- eða aðferðafræði um setningu reglna um örugga og skilvirka verðbréfamarkaði. Markmið reglna í EB-rétti á þessu sviði, umfram markmiðið um samþættingu markaða, hafa því á stundum verið óljós.

1. Höfundur starfar á fjármálsviði Seðlabanka Íslands sem staðgengill framkvæmdastjóra.

2. Moloney, bls. 6-10.



### Ákvæði Rómarsamningsins og afleidd löggjöf

Það leiðir af Rómarsamningnum að stuðla skal að samræmi í starfsemi verðbréfamarkaða innan EB.<sup>3</sup> Ákvæði samningsins um þjónustufrelsi eiga við um verðbréfa- og fjárfestingarþjónustu og ákvæði hans um frjálsar fjármagnshreyfingar eiga við um starfsemi verðbréfamarkaða og verðbréfavíðskipti.<sup>4</sup>

Ákvæði Rómarsamningsins um stofnsetningarrett, frelsi í þjónustustarfsemi og frjálsa fjármagnsflutninga<sup>5</sup> leggja grunninn að afnámi reglna í landsrétti sem hindra eða draga úr samþættingu verðbréfamarkaða. Dómstóll EB hefur úrskurðað að ákvæði samningsins um stofnsetningarrétt og frelsi í þjónustustarfsemi hafi bein réttaráhrif.<sup>6</sup> Ákvæði í landsrétti sem fela í sér mismunun og hindra stofnsetningarrétt eða frelsi í þjónustustarfsemi fá ekki staðist nema uppfyllt séu þau skilyrði sem tilgreind eru í samningnum þar að lútandi.<sup>7</sup> Jafnframt yrðu gerðar strangar kröfur til þess að ákvæði sem fælu í sér mismunun gengju ekki lengra en nauðsyn bæri til.<sup>8</sup>

Dómstóllinn hefur haft veigamikið hlutverk við þróun innri markaðarins. Að því er fjármálaþjónusta varðar taldi dómstóllinn hins vegar að vegna séreðlis hennar væru ákvæði Rómarsamningsins um frelsi í þjónustustarfsemi ekki nægjanleg til að afnema hindranir í landsrétti á frelsi í fjármálaþjónustu. Í svonefndum tryggingamálum frá árinu 1986 taldi dómstóllinn að í ljósi séreðlis tryggingastarfsemi væri samræming lagareglna í afleiddum rétti á tilteknum sviðum forsenda þess að hægt væri að nýta frelsi í þjónustustarfsemi á því sviði.<sup>9</sup> Þar sem slík lagasamræming hafði ekki farið fram taldi dómstóllinn að aðildarríkin gætu lagt hömlur á frelsi til að veita þjónustu á tryggingasviði.

3. Sbr. 2. og 14. gr. samningsins.

4. Sbr. 3. og 4. kafla samningsins.

5. Sbr. 43., 49. og 56. gr. samningsins.

6. Mál 2/74, *Reyners v Belgium* [1974] ECR 631 (stofnsetningarréttur), og mál 33/74, *Van Binsbergen v Bestuur van de Bedrijfsvereniging voor de Metaalnijverheid* [1974] ECR 1299 (frelsi í þjónustustarfsemi).

7. Sbr. 46. og 55. gr. samningsins.

8. Mál C-101/94, *Commission v Italy* [1996] ECR I-2691.

9. Mál 205/84, *Commission v Germany* [1986] ECR 3755, mál 220/83, *Commission v France* [1986] ECR 3663, mál 252/83, *Commission v Denmark* [1986] ECR 3713, og mál 206/84, *Commission v Ireland* [1986] ECR 3817.

Samkvæmt Rómarsamningnum verða reglur EB-réttar um verðbréfamarkaði að byggjast á lagasetningarheimildum fyrir innri markaðinn.<sup>10</sup> Tilvist slíkra reglna byggist því á innri markaðnum.<sup>11</sup>

### Lagasamræming og gagnkvæm viðurkenning

Þróun verðbréfareglna í EB-rétti var hægfara í fyrstu. Í svonefndri Segré-skýrslu frá árinu 1966 voru tilgreindar ýmsar hindranir sem stóðu í vegi þróunar sameiginlegs verðbréfa- og fjármagnsmarkaðar og settar fram tillögur til úrbóta.<sup>12</sup> Árið 1977 gaf framkvæmdastjórnin út tilmæli um hegðunareglur um víðskipti með framseljanleg verðbréf og var það í fyrsta skiptið sem reynt var að setja almennar EB-reglur um verðbréfavíðskipti.<sup>13</sup>

Í upphafi var lögð áhersla á að koma á virkum verðbréfamarkaði fyrir útgefendur verðbréfa innan alls EB.<sup>14</sup> Í lok áttunda áratugarins og í upphafi þess níunda var beitt þeirri aðferð að setja ítarlegar reglur í EB-rétti til að samræma reglur í landsrétti á sviði verðbréfamarkaða.<sup>15</sup> Þessari aðferð var beitt við samningu tilskipunar um opinbera skráningu,<sup>16</sup> tilskipunar um skráningarlýsingu<sup>17</sup> og tilskipunar um reglubundna birtingu upplýsinga.<sup>18</sup>

Aðferðafræðin breyttist í kjölfar *Cassis de Dijon*-dómsins<sup>19</sup> er varðaði gagnkvæma viður-

10. Sbr. h-lið 1. tl. 3. gr. og 5. gr. samningsins.

11. Verðbréfamarkaðsreglur í EB-rétti hafa einkum verið byggðar á g-lið 2. tl. 44. gr., 2. tl. 47. gr. og 55. gr. Rómarsamningsins varðandi stofnsetningarrétt og frelsi í þjónustustarfsemi, sem og 94. og 95. gr. samningsins um setningu reglna fyrir innri markaðinn.

12. Report by a Group of Experts Appointed by the EEC Commission, *The Development of a European Capital Market* (1966).

13. Recommendation 77/534/EEC for a European Code of Conduct Relating to Transactions in Transferable Securities [1977] OJ L212/37.

14. Sjá Wouters, bls. 199 og áfram.

15. Edwards, bls. 231-233.

16. Tilskipun ráðsins 79/279/EBE frá 5. mars 1979 til samræmingar á skilyrðum fyrir opinberri skráningu verðbréfa á verðbréfaþingi (Stjtið. EB L 66, 16.3.1979, bls. 21).

17. Tilskipun ráðsins 80/390/EBE frá 17. mars 1980 til samræmingar á kröfum um gerð, athugun og dreifingu á skráningarlýsingu sem birta skal þegar verðbréf eru tekin til opinberrar skráningar á verðbréfaþingi (Stjtið. EB L 100, 17.4.1980, bls. 1).

18. Tilskipun ráðsins 82/121/EBE frá 15. febrúar 1982 um þær upplýsingar sem félög, sem hafa fengið hlutabréf sín tekin til opinberrar skráningar á verðbréfaþingi, eiga að birta reglulega (Stjtið. EB L 48, 20.2.1982, bls. 26).

19. Mál 120/78, *Rewe-Zentral AG v Bundesmonopolverwaltung für Branntwein (Cassis de Dijon)* [1979] ECR 649.

kenningu (e. mutual recognition) og lögmæt sjónarmið í tengslum við frjáls vöruviðskipti. Að því er varðar fjármálaþjónustu stuðlaði dómurinn að þróun meginreglunnar um gagnkvæma viðurkenningu á heimildum í landsrétti aðildarríkjana til að veita fjármálaþjónustu. Meginþættir þessarar aðferðafræði eru kenndir við hugtakið „eitt starfsleyfi“ (e. single passport) og „eftirlit heimaríkis“ (e. home state supervision). Jafnframt var viðurkenndur réttur aðildarríkjana til að setja reglur er takmarka heimildir til að veita fjármálaþjónustu yfir landamæri ef almannahagsmunir (e. general good), svo sem markaðsstöðugleiki og neytendavernd, krefðust, jafnvel þótt um væri að ræða takmarkanirnar á ákvæðum Rómarsamningsins um þjónustufrelsi. Skilyrði var þó að slíkar takmarkanir fælu ekki í sér mismunun, að þær væru hlutlægt séð réttlætlanlegar og nauðsynlegar vegna almannahagsmuna og að þær gengju ekki lengra en nauðsyn bæri til miðað við þau markmið sem þeim væri ætlað að ná.<sup>20</sup>

Í kjölfar þessarar réttarþróunar var horfið frá því að reyna að samræma verðbréfarétt í aðildarríkjunum með almennum og ítarlegum hætti. Þess í stað var lögð áhersla á lágmarkssamræmingu reglna er vörðuðu almannahagsmuni. Með þessu var reynt að bregðast við því að aðildarríkin gætu beitt fyrir sig ósamræmdum reglum sem fólu í sér takmarkanir á þjónustufrelsi með vísan til almannahagsmuna. Þá hafði reynslan sýnt að almenn og ítarleg lagasamræming hafði reynst erfð og falið í sér hættu á flóknunum og ósveigjanlegum reglum sem erfitt var að innleiða í landsrétt.

Hvítbók framkvæmdastjórnarinnar frá 1985<sup>21</sup> og einingarlög Evrópu (e. Single European Act) frá 1986 lögðu grunninn að aðgerðaáætlun um að koma á innri markaði árið 1992. Þar var lögð áhersla á mikilvægi reglna um verðbréfamarkað og fjármagnsflutninga fyrir innri markaðinn. Í kjölfarið hófst nýtt tímabil lagasetningar EB á sviði verðbréfaréttar þar sem byggt var á meginreglunni um gagnkvæma viður-

kenningu og lágmarkssamræmingu laga. Jafnframt var lögð áhersla á að auka frelsi í fjármagnsflutningum til að stuðla að samruna markaða fyrir fjármálaþjónustu.

Tilskipun um sameiginlega fjárfestingu í framseljanlegum verðbréfum (e. UCITS) frá 1985 byggðist á því að heimaríki gæfi út starfsleyfi til fyrirtækja um sameiginlega fjárfestingu í framseljanlegum verðbréfum sem giltu í öllum aðildarríkjunum á grundvelli samræmdra reglna.<sup>22</sup> Tilskipun um fjármagnsflutninga frá 1988<sup>23</sup> greiddi leiðina fyrir setningu ýmissa reglna sem kváðu á um aukid frelsi í verðbréfavíðskiptum. Á sama ári var sett tilskipun um verulegan eignarhlut í félagi sem skráð er á verðbréfaþingi<sup>24</sup> og árið 1989 tilskipanir um útboðslýsingu<sup>25</sup> og um innherjaviðskipti,<sup>26</sup> sem var ætlað að stuðla að heilbrigðu fyrirkomulagi verðbréfavíðskipta og trausti á verðbréfamörkuðum. Tilskipun um fjárfestingarþjónustu frá 1993 markaði tímamót í samræmingu reglna um fjárfestingarþjónustu.<sup>27</sup> Þar eru settar samræmdar lágmarksskröfur um forsendur starfsleyfis sem veitir aðgang að mörkuðum í öðrum aðildarríkjunum og framkvæmd starfsemi á þessu sviði. Tilskipun um eiginfjárhlutfall frá 1993 kveður á um samræmdar eiginfjárkröfur gagnvart lánastofnunum og verðbréfafyrirtækjum.<sup>28</sup> Þá var á árinu 1993 sett tilskipun um bótakerfi fyrir fjárfesta.<sup>29</sup>

20. Mál 33/74, *Van Binsbergen v Bestuur van de Bedrijfsvereniging voor de Metaalnijverheid* [1974] ECR 1299, mál C-55/94, *Gebhard v Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano* [1995] ECR I-4165, og mál C-384/93, *Alpine Investments v Minister van Financiën* [1995] ECR I-1141.

21. European Commission, *Completing the Internal Market*, COM (85)310.

22. Tilskipun ráðsins 85/611/EBE frá 20. desember 1985 um samræmingu á lögum og stjórnislyfyrirmælum um fyrirtæki um sameiginlega fjárfestingu í framseljanlegum verðbréfum (Stjtið. EB nr. L 375, 31.12.1985, bls. 3).

23. Tilskipun ráðsins 88/361/EBE frá 24. júní 1988 um framkvæmd 67. greinar sáttmálans (Stjtið. EB nr. L 178, 8.7.1988, bls. 5).

24. Tilskipun ráðsins 88/627/EBE frá 12. desember 1988 um upplýsingar er birta skal þegar aflað er eða ráðstafað verulegum eignarhlut í félagi sem skráð er á verðbréfaþingi (Stjtið. EB nr. L 348, 17.12.1988, bls. 62).

25. Tilskipun ráðsins 89/298/EBE frá 17. apríl 1989 um samræmingu á kröfum við gerð, athugun og dreifingu á útboðslýsingu sem birta skal við almennt útboð framseljanlegra verðbréfa (Stjtið. EB nr. L 124, 5.5.1989, bls. 8).

26. Tilskipun ráðsins 89/592/EBE frá 13. nóvember 1989 um samræmingu á reglum um innherjaviðskipti (Stjtið. EB nr. L 334, 18.11.1989, bls. 30).

27. Tilskipun ráðsins 93/22/EBE frá 10. maí 1993 um fjárfestingarþjónustu á sviði verðbréfavíðskipta (Stjtið. EB nr. L 141, 11.6.1993, bls. 27).

28. Tilskipun ráðsins 93/6/EBE frá 15. mars 1993 um eiginfjárkröfur fjárfestingarfyrirtækja og lánastofnana (Stjtið. EB nr. L 141, 11.6.1993, bls. 1).

29. Tilskipun Evrópuþingsins og ráðsins 97/9/EB frá 3. mars 1997 um bótakerfi fyrir fjárfesta (Stjtið. EB nr. L 84, 26.3.1997, bls. 22).

Um miðjan tíunda áratuginn höfðu þannig verið settar samræmdar reglur um nokkra helstu þætti verðbréfavíðskipta og starfsemi verðbréfamarkaða auk þess sem komið hafði verið á samstarfi eftirlitsaðila í aðildarríkjunum. Þótt mikilvægir þættir varðandi hegðun á markaði (e. market conduct) og viðskiptahætti (e. conduct of business) hefðu ekki verið samræmdir, hafði grunnur verið lagður að því að hægt væri að framfylgja reglunni um gagnkvæma viðurkenningu starfsheimilda á sviði verðbréfavíðskipta og verðbréfamarkaða.

#### *Gagnkvæm viðurkenning sem leið til samræmingar*

Með gagnkvæmri viðurkenningu á reglum í landsrétti aðildarríkjanna felst viðurkenning á því að ólíkar reglur þurfi ekki að hamla viðskiptum yfir landamæri. Með því er stuðlað að sveigjanleika, gagnkvæmu trausti og samkeppni í reglusetningu aðildarríkjanna. Slikt fyrirkomulag felur hins vegar í sér að nauðsynlegt er að tryggja lágmarksvernd almannahagsmuna með samræmdum varúðarreglum og samstarfi um eftirlit.

Gagnkvæmri viðurkenningu og lágmarkssamræmingu laga er ætlað að afnema með skilvirkum hætti laga- og markaðshindranir og koma á sameiginlegum markaði á sviði verðbréfavíðskipta innan EB. Reglum EB á þessu sviði er ætlað að mynda heildstætt regluverk sem útfæri og styðji við reglur einstakra aðildarríkja. Þetta byggist á þeim forsendum að reglur er varða almannahagsmuni hafi verið samræmdar og að vilji sé til þess hjá aðildarríkjunum að framfylgja að öllu leyti meginreglunni um gagnkvæma viðurkenningu.

Í framkvæmd hefur meginreglan um gagnkvæma viðurkenningu gegnt þýðingarmiklu hlutverki í opnun verðbréfamarkaða aðildarríkjanna fyrir viðskiptum yfir landamæri. Regluverk EB á þessu sviði hefur hins vegar ekki virkað sem skyldi við hlið ólíkra reglna og markaða í aðildarríkjunum. Þessi reglukerfi vinna oft saman á flókinn og ósamstæðan máta. Ekki hefur tekist að koma í veg fyrir að reglur aðildarríkjanna orki hamlandi á myndun sameiginlegs verðbréfamarkaðar.

Ólíkar lagahefðir og markaðsvenjur í aðildarríkjunum hafa leitt til þess að örðugt hefur reynst að skilgreina með nákvæmum og tæmandi hætti efni þeirra reglna er varða almannahagsmuni sem þörf er á að samræma fyrir verðbréfamarkaði í aðildarríkjunum.

Því hefur reynst erfitt að ákvarða hvort, hvernig og að hve miklu leyti eigi að samræma slíkar reglur. Skort hefur á samræmingu mikilvægra atriða er varða hegðun á verðbréfamarkaði, framkvæmd verðbréfavíðskipta, upplýsingagjöf og markaðsmisnotkun.<sup>30</sup> Aðildarríkin hafa þannig getað sett og framfylgt takmarkandi reglum er varða almannahagsmuni sem ekki hefur verið kveðið á um með samræmdum hætti í EB-rétti. Þá hefur innleiðing og framkvæmd aðildarríkjanna á samræmdum reglum verið mismunandi. Við val á tegund löggjafar hefur einkum verið notast við tilskipanir en þær veita aðildarríkjunum rétt til að velja form og aðferð við innleiðingu í landsrétt. Ófullkomin og ósamræmd innleiðing tilskipana hefur dregið úr virkni þeirra til að þróa innri markaðinn.<sup>31</sup> Skort hefur á að umfang lagasamræmingar í verðbréfarétti hafi stutt nægjanlega við framkvæmd meginreglunnar um gagnkvæma viðurkenningu.

Samfara þessum erfiðleikum hafa ný úrlausnarefni skapast fyrir verðbréfamarkaði og verðbréfarétt. Þar má einkum nefna fullt frelsi í fjármagnsflutningum, sameiginlega mynt og peningastefnu, breytt fjárfestingarmynstur, tækniþróun, aukna samkeppni og endurskipulagningu á markaði. Þessar breytingar hafa stuðlað að samþættingu verðbréfamarkaða og viðskiptahátta í Evrópu. Reglur EB-réttar hafa hins vegar ekki fengist nægjanlega við þau úrlausnarefni sem breytingarnar hafa haft í för með sér og því ekki nýtt þau tækifæri til samþættingar sem þær hafa skapað.

#### *Aðgerðaáætlun á sviði fjármálaþjónustu (FSAP)*

Á síðari hluta tíunda áratugarins urðu verðbréfamarkaðir mikilvægt viðfangsefni í stefnumótun EB um innri markaðinn. Litið var á þróun sameiginlegs markaðar fyrir verðbréfavíðskipti sem lykilatriði í því að þróa innri markaðinn, efla árangur af myntbandalaginu og stuðla að hagvexti og atvinnu.

Málefni verðbréfamarkaða voru tekin fyrir á fundi evrópska ráðsins (e. European Council) í Cardiff 1998. Að ósk ráðsins gaf framkvæmdastjórnin síðar á því ári út umræðuskjal þar sem fjallað var um þörf fyrir aðgerðir á sviði fjármálaþjónustu.<sup>32</sup> Þar

30. Avgouleas, bls. 73-77.

31. Moloney, bls. 11-16.

32. European Commission, *Financial Services: Building a Framework for Action*, COM(1998)625.

viðurkenndi framkvæmdastjórnin að verulega skorti á að samræmi hefði náðst í starfsemi verðbréfamarkaða í aðildarríkjunum. Bent var á nauðsyn þess að grípa til aðgerða á ýmsum sviðum til að efla samræmingu í starfsemi verðbréfamarkaða, m.a. endurskoðun á löggjafarferlinu til að bregðast betur við markaðspróun og nýjum úrlausnarefnum, endurbætur á heildsölumarkaði fyrir fjármálaþjónustu, þróun innri smásölumarkaðar fyrir fjármálaþjónustu og endurskoðun á fyrirkomulagi eftirlits og samstarfi um eftirlit. Þá var bent á ýmis almenn úrræði í þessum efnum, t.d. samræmingu skattareglna, samstarf um þróun á innviðum fjármálakerfa og skilvirkari beitingu samkeppnisreglna og reglna um ríkisaðstoð.

Í maí 1999 gaf framkvæmdastjórnin síðan út aðgerðaáætlun á sviði fjármálaþjónustu (e. Implementing the Financial Services Action Plan, FSAP) þar sem þessar tillögur voru útfærðar.<sup>33</sup> Þar var viðurkennt að lagasamræming hefði verið ófullkomin, tafið þróun sameiginlegs markaðar fyrir verðbréfavíðskipti og ekki brugðist við nýjum úrlausnarefnum sem markaðspróun hefði leitt af sér. Sett var fram áætlun um aðgerðir í 42 liðum sem ætlað var að efla verulega reglur í EB-rétti á sviði fjármálaþjónustu, verðbréfamarkaðar og verðbréfavíðskipta.

Í aðgerðaáætluninni var lagt til að tilskipun um fjárfestingarþjónustu yrði endurskoðuð með það að markmiði að skýra fyrirkomulag ákvæða um víðskiptahætti og ryðja úr vegi hindrunum á markaðsaðgangi fyrir miðlara.<sup>34</sup> Lögð var til endurskoðun á reglum um birtingu upplýsinga til að auka gegnsæi, endurskoðun á reglum um útboðslýsingu til að auðvelda fjármögnun yfir landamæri, breyting á reglum um sameiginlega fjárfestingu í framseljanlegum verðbréfum og setning nýrra reglna um yfirtökur. Jafnframt var lagt til að settar yrðu nýjar tilskipanir eða reglugerðir um m.a. innherjavíðskipti og markaðsmisnotkun, Evrópufélög, fjárhagslegar tryggingarráðstafanir, markaðssetningu fjármálaþjónustu, nýjar eiginfjárkröfur, eftirlit með fjármálasamsteypum, fjármagnstekjuskatt, beitingu alþjóðlegra reikningsskilastaðla og gangverðsreikningsskil.

33. European Commission, *Implementing the Financial Services Action Plan*, COM(1999)232.

34. Ilmonen, bls. 136-138.

Á fundi evrópska ráðsins í Lissabon árið 2000 var lögð áhersla á þróun sameiginlegs markaðar fyrir fjármálaþjónustu og verðbréfavíðskipti. Mikilvægi verðbréfamarkaða fyrir aukningu hagvaxtar og atvinnu var viðurkennt og talið nauðsynlegt að auka samræmingu, skilvirkni og stöðugleika verðbréfamarkaða. Stefnt var að því að aðgerðaáætluninni yrði lokið árið 2005.

#### *Lamfalussy-ákvörðunarferlið*

Árið 2000 setti ráð ESB (e. Council of the European Union) á fót nefnd sérfræðinga til að meta skilvirkni í lagasetningu á verðbréfasviði. Nefndin skilaði skýrslu (Lamfalussy-skýrslunni) árið 2001.<sup>35</sup> Í skýrslunni var gagnrýnt hversu seint og illa hefðbundin lagasetning hefði brugðist við framþróun og breytingum á verðbréfamörkuðum. Hvatt var til breytinga á undirbúningi og setningu reglna til að auka einsleitni og samræmi í starfsemi verðbréfamarkaða, bæta samkeppnishæfni fjármálaþjónutækja og fjármagnsmarkaða og til að stuðla að auknum hagvexti og atvinnu. Lagt var til að ferli við setningu og framkvæmd reglna yrði greint í fjögur stig (e. levels). Á fyrsta stigi yrðu settar tilskipanir og reglugerðir í samræmi við ákvæði Rómarsamningsins. Á síðari stigum yrði síðan unnið að nánari útfærslu, samræmingu og eftirliti.

Aukið næmi fyrir markaðspróun, skemmri tími við útfærslu tæknilegra reglna og nánara samráð við markaðsaðila myndi hafa veruleg áhrif á EB-reglur á verðbréfasviði. Til að ná fram aukinni einsleitni og samræmingu yrði megináherslan ekki lengur lögð á gagnkvæma viðurkenningu heldur á virkt inngríp inn í reglur og framkvæmd aðildarríkjanna á þessu sviði.

Á fundi evrópska ráðsins í Stokkhólmi 2001 var Lamfalussy-skýrslan samþykkt. Evrópuþingið lýsti í upphafi yfir efasemdum um að tillögurnar tryggðu nægjanlega gegnsæi og samráð stofnana EB. Þingið féllst þó á tillögurnar árið 2002.

Lamfalussy-ferlið á verðbréfasviði er með eftirfarandi hætti:

- Á 1. stigi eru settar tilskipanir eða reglugerðir sem kveða á um undirstöðuatriði í löggjöfnni. Framkvæmdastjórnin leggur fram tillögu að slíkri gerð eftir viðtækt samráð við hagsmunaaðila. Tillagan

35. Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities, *The Regulation of European Securities Markets*, febrúar 2001.



fer síðan til afgreiðslu hjá ráðinu og Evrópuþinginu í samræmi við sameiginlegu meðferðina (e. codecision procedure). Jafnframt taka ráðið og Evrópuþingið til afgreiðslu tillögu framkvæmdastjórnarinnar um það hvernig og að hve miklu leyti skuli útfæra efni gerðarinnar í tæknilegum reglum á næsta stigi.

- Á 2. stigi setur framkvæmdastjórnin tæknilegar reglur sem útfæra lagareglur á 1. stigi til samræmis við þróun verðbréfamarkaða. Evrópska verðbréfanefndin (e. European Securities Committee) er framkvæmdastjórninni til ráðgjafar á þessu stigi.
- Á 3. stigi vinnur samstarfsnefnd verðbréfaeftirlita (e. Committee of European Securities Regulators, CESR) að því að efla samræmda framkvæmd í aðildarríkjunum á þeim reglum sem settar hafa verið á 1. og 2. stigi.
- Á 4. stigi vinnur framkvæmdastjórnin að því að tryggja að aðildarríkin framfylgi EB-reglum á verðbréfasviði.

#### *Innleiðing nýrra reglna*

Í nóvember 2002 var gefin út skýrsla sem unnin hafði verið að beiðni framkvæmdastjórnarinnar um efnahagsleg áhrif af samþættingu fjármálamarkaða í ESB.<sup>36</sup> Í skýrslunni var fjallað um það hvernig virkir og hagkvæmir fjármálamarkaðir geta stuðlað að auknum hagvexti og atvinnu með því að auðvelda fjármögnun fyrirtækja á markaði í stað hefðbundinnar fjármögnunar banka. Talið var að samþætting fjármálamarkaða innan ESB hefði í för með sér verulegan ávinning fyrir fjárfesta, fyrirtæki og neytendur. Því var spáð að hagvöxtur myndi af þessum sökum aukast um 1,1% á tíu ára tímabili og atvinna um 0,5%. Fyrirtæki gætu nýtt sér ódýrari fjármögnun á einsleitum hlutabréfamarkaði og lækk- að fjármagnskostnað um 0,5%. Í kjölfarið myndi fjármögnunarkostnaður á skuldabréfamarkaði minnka um 0,4%. Í skýrslunni var hvatt til þess að aðgerðaáætluninni (FSAP) yrði lokið á árinu 2005 og lögð áhersla á mikilvægi þess að setja nýjar reglur um fjárfestingarstarfsemi, útboðslýsingar og lífeyrissjóði.

Framkvæmdastjórnin fylgist með framgangi aðgerðaáætlunarinnar og hefur gefið út áfangaskýrsl-

ur af því tilefni. Niunda áfangaskýrslan var gefin út í nóvember 2003.<sup>37</sup> Í henni er talið að áætlunin hafi verið meginforsenda fyrir þróun fjármagnsmarkaða í Evrópu og stuðlað að aukinni fjárfestingu, varanlegum hagvexti og aukinni atvinnu. Staðið hafi verið við tímaáætlun um setningu nýrra lagareglna og lokið vinnu við 36 af þeim 42 gerðum sem upphaflega voru lagðar til.<sup>38</sup> Í skýrslunni kemur fram það mat framkvæmdastjórnarinnar að nú væri farið að sjá fram á lok aðgerðaáætlunarinnar. Þar með yrði megináhersla lögð á samræmda innleiðingu nýju reglnanna í landsrétt aðildarríkjanna.

Framkvæmdastjórnin upplýsti jafnframt í skýrslunni að þegar vinnu við aðgerðaáætlunina yrði lokið myndi hún ýta úr vör ítarlegri og gegnsæri úttekt á stöðu mála er varða samþættingu fjármálaþjónustu og fjármálamarkaða í Evrópu. Tilgangur úttektarinnar væri að öðlast skilning á því hvar og hversu mikið skorti á í löggjöf, eftirliti, stjórnsýslu og stefnumótun til þess að þróa megi sameiginlegan markað á sviði fjármálaþjónustu. Úttektin yrði mikilvægt innlegg í stefnumótun í þessum efnunum. Ekki væri þó stefnt að því að leggja drög að nýrri áætlun um lagasetningu. Hins vegar mætti ekki útiloka að nauðsynlegt reyndist að ráðast í einhverjar lagabreytingar. Sérfræðingahópar yrðu skipaðir á sviðum bankastarfsemi, váttryggingastarfsemi, verðbréfavíðskipta og eignastýringar. Markmið hópanna yrði að greina hindranir í vegi skilvirkrar samþættingar fjármálamarkaða og leggja mat á hvaða markaðsbrestir leiði af sér mestan fórnarkostnað.<sup>39</sup> Gert er ráð fyrir að vinna hópanna verði lögð til grundvallar ráðstefnu háttsettra fulltrúa aðildarríkjanna um mitt ár 2004.

#### **Næstu skref**

##### *Þörf á frekari samþættingu*

Nýjum reglum sem settar verða á grundvelli aðgerðaáætlunarinnar er ætlað að leiða til umfangsmikilla breytinga á verðbréfarétti aðildarríkjanna og afnema margar þær hindranir sem staðið hafa í vegi samþættingar markaða á sviði verðbréfavíðskipta.

37. European Commission, *Financial Services: The FSAP enters the Home Straight, Ninth Report*, nóvember 2003.

38. Bls. 1-2.

39. Bls. 10-12.

36. London Economics, *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, nóvember 2002.



Því er mikilvægt að tryggja samræmda innleiðingu og skilvirka beitingu þeirra. Það væri hins vegar mikil einföldun að ætla að með nýju reglunum muni takast að koma á fullkomlega sameiginlegum markaði á þessu sviði. Á meðan verðbréfaréttur og framkvæmd eftirlits í aðildarríkjunum er mismunandi má gera ráð fyrir að það leiði til ósamræmis og lagahindrana. Því verður nauðsynlegt að endurmeta þörf á setningu nýrra reglna.

Hér er í raun um áframhaldandi þróun að ræða. Nauðsynlegt verður að grípa til frekari aðgerða til að ná fram auknu samræmi í reglum og eftirliti í aðildarríkjunum. Þetta mun auka enn frekar á samþættingu verðbréfamarkaða og gæti að lokum leitt til myndunar raunverulegs sameiginlegs markaðar fyrir verðbréfa viðskipti.

Spurning um hversu langt skuli ganga í þessari þróun og hversu langan tíma hún eigi að taka er í raun pólitísk í eðli sínu. Þróunin skiptir miklu máli fyrir samrunaferlið í Evrópu, einkum í efnahagslegu tilliti. Þá er hún viðkvæm þar sem hún varðar framsal fullveldis aðildarríkjanna til stofnana EB á þessu sviði. Ekki er t.d. ljóst að hve miklu leyti lagasetning verði færð frá aðildarríkjunum til stofnana EB og hvort verðbréfaeftirlit verði fært til sérstakrar eftirlitsstofnunar á vegum EB.

Þótt þörf verði á setningu frekari EB-reglna til að auka samþættingu verðbréfamarkaða er ljóst að nauðsynlegt er að líta jafnframt til annarra leiða en reglusetningar til að ná því markmiði. Hér á eftir verður fjallað um nokkur atriði sem huga þarf að í þeim efnum.

#### *Lagasetningarheimildir*

Ólíkar reglur og venjur um hegðun á markaði og viðskiptahætti setja mark sitt á verðbréfamarkaði í aðildarríkjunum og aðgreina þá hvern frá öðrum. Í mörgum þessara tilvika hefur lagasamræming verið takmörkuð. Til að auka samþættingu verðbréfamarkaða er nauðsynlegt að leiðrétta slíkt ósamræmi. Það er hins vegar álitamál hvernig heppilegast sé að ná því markmiði. Meðal valkosta er að aðildarríkin auki samstarf um eftirlit og setningu reglna í landsrétti. Vera má að slíkt samstarf dugi þó ekki til þannig að krafa verði gerð um að stofnanir EB verði virkari í að setja samræmdar reglur. Í því samhengi er þó vert að hafa í huga að þótt meginreglan um nálægð (e. principle of subsidiarity) sem kveðið er á um í 5.

gr. Rómarsamningsins sé almennt ekki talin standa í vegi samræmingar í verðbréfarétti aðildarríkjanna gæti hún verið til þess fallin að draga úr vilja stofnana EB til að setja ítarlegar reglur sem grípa með virkum hætti inn í venjur og framkvæmd verðbréfa viðskipta innan aðildarríkjanna.

Almennt er viðurkennt að samþætting verðbréfamarkaða sé hagkvæm í efnahagslegu tilliti. Hún er talin leiða til stækkunar markaða, aukins frelsis til að veita og nýta þjónustu yfir landamæri og betri nýtingar fjármagns og annarra framleiðsluþátta. Skilvirkur verðbréfamarkaður einkennist hins vegar af fleiri þáttum en stærð og aðgengi. Stöðugleiki, öryggi og hagkvæmni eru afar mikilvægar forsendur fyrir starfsemi verðbréfamarkaða. Því má ekki einblína á afnám lagalegra hindrana fyrir aðgengi frá öðrum markaðssvæðum. Gera verður þá kröfu að verðbréfamarkaðir starfi á heildstæðan, öruggan og skilvirkan máta.<sup>40</sup> Það er því forsenda samþættingar verðbréfamarkaða að tryggja að reglur og framkvæmd stuðli í nægjanlegum mæli að stöðugleika, öryggi og skilvirkni markaðsheildarinnar. Til þess að svo megi verða þarf samræming á reglum viðkomandi markaða að taka til mun fleiri atriða en afnáms hindrana á markaðsaðgengi yfir landamæri.

Hér verður hins vegar að hafa í huga að þótt dómstóll EB hafi almennt haft tilhneigingu til að viðurkenna hæfi og heimildir stofnana EB til að setja reglur í flóknum efnahagslegum úrlausnarefnum<sup>41</sup> taldi dómstóllinn í svonefndu tóbaksauglýsingamáli<sup>42</sup> að lagasetningarheimildir í Rómarsamningnum veiti ekki almenna og opna heimild til að setja reglur um starfsemi innri markaðarins. Þessi afstaða dómstólsins gæti að einhverju leyti dregið úr því að settar verði reglur sem ætlað er að útfæra samræmda viðskiptahætti í tengslum við framkvæmd sameiginlegs verðbréfamarkaðar.

Í tilvikum þar sem þörf er á aukinni samræmingu reglna, en lagasetningarheimildir eru ekki nægjanlegar eða heppilegar, þarf að treysta á og efla samvinnu yfirvalda í aðildarríkjunum, einkum verðbréfaeftirlita, til að ná fram nauðsynlegu samræmi í reglum í

40. Ferrarini, bls. 590-597.

41. Mál C-233/94, *Germany v European Parliament and Council* [1997] ECR I-2405.

42. Mál C-376/98, *Germany v European Parliament and Council* [2000] ECR I-8419.

landsrétti og framkvæmd. Lamfalussy-aðferðin við setningu reglna og ný skipan verðbréfanefnda á EB-vettvangi marka fyrstu skrefin í þessa átt.<sup>43</sup>

### *Samkeppni í lagasetningu*

Þegar höfð er í huga þróun EB-reglna á sviði verðbréfavíðskipta er vert að hugleiða hvort samkeppni í lagasetningu (e. regulatory competition) geti verið æskileg viðbót við hefðbundnar lagasetningar-aðferðir í EB-rétti. Í þeim efnum ber að hafa í huga tilvist meginreglunnar um nálægð og takmarkanir á lagasetningarheimildum fyrir innri markaðinn.

Í tengslum við meginregluna um gagnkvæma viðurkenningu hefur verið litið svo á að aðildarríkin geti lagað reglur sínar að þörfum markaðsaðila til að efla áhuga þeirra á að stunda viðskipti á markaði í viðkomandi ríki. Litið hefur verið fremur jákvæðum augum á slíka samkeppni enda talið að hún færi áherslu í lagasetningu frá EB til aðildarríkjanna, auðveldi markaðsaðgengi yfir landamæri og stuðli að skilvirkni.

Samkeppni í lagasetningu getur myndað þrýsting á löggjafa og stjórnvöld í aðildarríkjunum til að laga lög og reglur í viðkomandi ríki að kröfum og þörfum markaðsaðila. Hún auðveldar markaðsaðilum að velja þann markað sem samræmist best þeim kröfum sem þeir gera, t.d. varðandi kostnað og upplýsingar, (e. regulatory arbitrage). Hún gerir lánastofnunum, verðbréfafyrirtækjum og öðrum þjónustufyrirtækjum jafnframt mögulegt að staðsetja höfuðstöðvar sínar í því ríki þar sem regluverk og eftirlit fellur best að þeirri þjónustu sem þau bjóða.

Í ljósi þess að áhersla hefur verið lögð á aukna samræmingu reglna aðildarríkjanna á undanförunum árum má hins vegar draga í efa að þetta viðhorf til samkeppni í lagasetningu eigi við með sama hætti og áður. Samkeppni í lagasetningu getur aukið á ósamræmi í reglum og viðskiptaháttum á mörkuðum í aðildarríkjunum. Þá ber að hafa í huga að þótt gera megí ráð fyrir að bæði fjárfestar og markaðsaðilar kjósi að jafnvægi ríki milli öryggis og skilvirkni, get-

ur slík samkeppni leitt til þess að aðildarríkin keppist við að ná forskoti í að setja slakar reglur er varðar öryggi og kerfisáhættu í verðbréfavíðskiptum (e. regulatory race to the bottom). Þá getur ósamræmi í reglum og viðskiptaháttum aukið hættu á að brestir eða áföll á tilteknum verðbréfamarkaði hafi óæskileg áhrif á markaði, fjármálakerfi og fjármálastöðugleika annarra ríkja.

### *Alþjóðleg þróun*

Á undanförunum árum hafa tengsl og samræmi aukist milli helstu verðbréfamarkaða heimsins. Verðbréfamarkaðir í Evrópu hafa í auknum mæli tengst öðrum mörkuðum, t.d. í Bandaríkjunum. Almenn er litið á þessa þróun jákvæðum augum enda veitir hún fyrirtækjum og fjárfestum möguleika á aðgangi að erlendum mörkuðum frá heimaríki sínu. Verðbréfamarkaðir í Evrópu eru í auknum mæli háðir samanburði og samkeppni við erlenda markaði. Þetta kallar á að lagasetning í Evrópu á þessu sviði takist á við ný úrlausnarefni sem eru samfara alþjóðavæðingu verðbréfamarkaða og styðji við hagkvæmni, orðspor og samkeppnishæfni verðbréfamarkaða í Evrópu.<sup>44</sup>

Mikilvægt samstarf hefur átt sér stað á alþjóðavettvangi um þróun staðla og viðmiða um bestu framkvæmd (e. best practices) sem ætlað er að efla stöðugleika, öryggi og hagkvæmni í starfsemi verðbréfamarkaða í alþjóðlegu samhengi. Það eru einkum Alþjóðasamtök verðbréfaeftirlita (e. International Organisation of Securities Commissions, IOSCO), Basel-nefndin um bankaeftirlit (e. Basel Committee on Banking Supervision) og Alþjóðareikningsskilarráðið (e. International Accounting Standards Board) sem hafa verið leiðandi í þessu starfi. Líklegt er að slíkar alþjóðlega viðurkenndar meginreglur verði teknar með einum eða öðrum hætti inn í reglur og framkvæmd í Evrópu.

Það er því nauðsynlegt að þeir sem móta reglur í Evrópu á þessu sviði eigi náð samstarf við alþjóðleg samtök um að stuðla að einsleitni í reglum og framkvæmd en einnig til að treysta skilvirkni og öryggi markaða í alþjóðlegu samhengi. Alþjóðleg þróun mun því væntanlega hafa áhrif á mótun EB-reglna á sviði verðbréfaréttar í æ ríkari mæli.

43. Sjá Commission Decision 2001/527/EC of 6 June 2001 establishing the Committee of European Securities Regulators [2001] OJ L191/43, as amended by Commission Decision 2004/7/EC of 5 November 2003 [2004] OJ L3/32, og Commission Decision 2001/528/EC of 6 June 2001 establishing the European Securities Committee [2001] OJ L191/45, as amended by Commission Decision 2004/8/EC of 5 November 2003 [2004] OJ L3/33.

44. Avgouleas, bls. 81-83.

### *Endurskipulagning á markaði*

Lagasamræming á vettvangi EB, samþætting fjármálamarkaða og sameiginlegur gjaldmiðill hafa auðveldað lánastofnunum og verðbréfafyrirtækjum í Evrópu að víkka starfsemi sína út fyrir landamæri heimarikisins. Samrunaþróunin hefur þannig skapað markaðsaðilum viðskiptatækifæri á stærri markaði. Þeir hafa því jafnan stutt samræmingu reglna og eftirlits á sviði verðbréfavíðskipta.

Samruni fjármálafyrirtækja, myndun fjármálasamsteyrna og möguleikinn á stofnun Evrópufélags (Societas Europaea, SE) ýta undir þörf á aukinni samræmingu reglna og eftirlits á sviði verðbréfavíðskipta. Yfirvöld og stofnanir, bæði í aðildarríkjunum og á EB-vettvangi, sem eru ábyrgar fyrir setningu reglna þurfa að bregðast við nýjum álitamálum sem þróun og formbreytingar á markaði hafa í för með sér. Mikilvægt er að þau tryggi eðlilega fjárfestavernd, efla samkeppni og treysti fjármálastöðugleika. Þau þurfa jafnframt að styðja við markaðssamruna með því að huga að þörfum og óskum markaðsaðila með tilliti til samkeppnisstöðu þeirra í alþjóðlegu samhengi.

Samþætting ólíkra verðbréfamarkaða aðildarríkjanna er háð því að hægt sé að koma á tengingu milli ólíkra víðskipta- og uppgjörskerfa. Samræming innviða verðbréfamarkaða stuðlar að samþættingu þeirra. Á undanförunum árum hefur samstarf hefðbundinna kauphalla og þróun samevrópskra og óhefðbundinna víðskiptakerfa (e. alternative trading systems) stuðlað að samþættingu verðbréfamarkaða í Evrópu.<sup>45</sup> Minni árangur hefur hins vegar náðst í samræmingu uppgjörskerfa. Þau eru enn afar ólík í einstökum aðildarríkjum. Verðbréfavíðskipti yfir landamæri eru því oft dýrari, tímafrekari og áhættusamari en víðskipti innan landamæra. Þetta óhagræði felur í sér verulega hindrun fyrir samruna verðbréfamarkaða. Því er mikilvægt verkefni að samræma gangverk ólíkra verðbréfauppgjörskerfa í Evrópu. Hér er að verulegu leyti um tæknilegt verkefni að ræða sem er best komið í höndum markaðsaðila.<sup>46</sup> Lagasetningar- og eftirlitsyfirvöld EB og aðildarríkjanna gegna hins vegar mikilvægu hlutverki í að takmarka áhættu í starfsemi slíkra kerfa og tryggja að þau starfi á eðlilegum samkeppnisforsendum.

45. Sjá t.d. Hirsch og Marquette, bls. 105-106.

46. Giovannini Group, bls. 39-40.

### *Lokaorð*

Sameiginlegur markaður fyrir verðbréfavíðskipti er mikilvægur þáttur í starfsemi innri markaðarins og EES. Reglur í EB-rétti á verðbréfasviði eru hluti réttarreglna um innri markaðinn og hafa gegnt veigamiklu hlutverki í þróun hans. Reglurnar hafa verið teknar inn í EES-samninginn og gilda því með sambærilegum hætti fyrir EFTA-ríkin, sem eru aðilar að EES-samningnum, og aðildarríki ESB.

Meginmarkmið reglna í EB-rétti á verðbréfasviði er að stuðla að samþættingu verðbréfamarkaða aðildarríkjanna. Það hefur einkum verið gert með gagnkvæmri viðurkenningu á reglum aðildarríkjanna og með lágmarkssamræmingu reglna er varða almanna-hagsmuni. Þótt verulegur árangur hafi náðst í þessum efnum er enn að finna verulegar hindranir í landsrétti og framkvæmd aðildarríkjanna sem hefta þróun sameiginlegs verðbréfamarkaðar.

Í aðgerðaáætlun framkvæmdastjórnarinnar frá árinu 1999 var gerð grein fyrir veikleikum í regluverki EB á þessu sviði og lagt til að settar yrðu nýjar reglur til úrbóta. Þessar reglur munu afnema margar þær hindranir sem staðið hafa í vegi fyrir samþættingu verðbréfamarkaða. Hins vegar er líklegt að setja verði frekari reglur í þessu skyni þegar fram líður. Stuðla þarf að auknu samræmi í reglum aðildarríkjanna um hegðun á markaði og víðskiptahætti. Við mótun reglna verður að líta til aukinnar alþjóðavæðingar fjármálakerfa, verðbréfamarkaða og varúðarreglna og bregðast við nýjum úrlausnarefnum sem skapast vegna markaðsþróunar. Í því skyni er nauðsynlegt að efla samvinnu yfirvalda í aðildarríkjunum við setningu reglna og framkvæmd eftirlits. Þá kann að verða talið æskilegt að færa setningu reglna og framkvæmd eftirlits í auknum mæli til EB.

Í þessum efnum er þó jafnframt nauðsynlegt að hafa í huga að samþætting verðbréfamarkaða hefur áhrif á hættuna á áföllum í starfsemi fjármálamarkaða og fjármálakerfa einstakra ríkja. Því er nauðsynlegt að taka afstöðu til frekari samþættingar verðbréfamarkaða út frá mati á áhrifum hennar á fjármálastöðugleika einstakra ríkja sem og fjármálastöðugleika alls markaðssvæðisins.

## Heimildaskrá

- Avgouleas, E., 'The Harmonisation of Rules of Conduct in EU Financial Markets: Economic Analysis, Subsidiarity and Investor Protection' (2000) 6 *European Law Journal* 72.
- Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities, *The Regulation of European Securities Markets*, febrúar 2001.
- Edwards, V., *EC Company Law*, Oxford University Press, 1999.
- European Commission, *Completing the Internal Market*, COM (85)310.
- European Commission, *Financial Services: Building a Framework for Action*, COM(1998)625.
- European Commission, *Financial Services: The FSAP enters the Home Straight, Ninth Report*, nóvember 2003.
- European Commission, *Implementing the Financial Services Action Plan*, COM(1999)232.
- Ferrarini, G., 'The European Regulation of Stock Exchanges: New Perspectives' (1999) 36 *Common Market Law Review* 569.
- Giovannini Group, *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, apríl 2003.
- Group of Experts Appointed by the EEC Commission, *The Development of a European Capital Market* (1966).
- Hirsch, S., og Marquette, V., 'EURONEXT: The First Pan-European Exchange, An Overview from Creation to Completion' (2001) 3(3) *Journal of International Financial Markets* 105.
- Ilmonen, K.R., 'Changing the Investment Services Directive: Brokers-Dealers and Institutional Investors' (2002) *Company Lawyer* 135.
- London Economics, *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, nóvember 2002.
- Moloney, N., *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2002.
- Wouters, J., 'EC Harmonisation of National Rules Concerning Securities Offerings, Stock Exchange Listing and Investment Services: An Overview' (1993) 4 *European Business Law Review* 199.

## Peningastefnan og stjórnþæki hennar

### Markmið peningastefnunnar

Markmið stefnunnar í peningamálum er stöðugt verðlag. Hinn 27. mars 2001 var tekið upp formlegt verðbólgu­markmið 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 verðbólgu­markmiðinu verði náð að nýju. Greinargerðina skal birta opinberlega.
- Ársfjórðungslega birtir Seðlabankinn verðbólgu­spá 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 verðbólgu­markmiði 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 innstæður, útgefín skuldabréf og peningamarkaðsbréf. *Bindihlutfall* er 2% fyrir þann hluta bindigrunns sem bundinn er til tveggja ára eða skemur. *Binditímabil* telst frá 21. degi hvers mánaðar til 20. dags næsta mánaðar og skal innstæða á bindireikningi ná tilskildu hlutfalli af meðaltali tveggja síðustu binditímabila.

#### Markaðsaðgerðir:

- *Endurhverf viðskipti* eru helsta stjórnþæki Seðla­bankans. Vikulega eru haldin uppboð á 7 daga samningum. Lánastofnanir þurfa að leggja fram hæf verðbréf, þ.e.a.s. ríkistryggð bréf með virkri viðskiptavakt í Kauphöll Íslands. Uppboðin geta verið ýmist fastverðsuppboð eða uppboð þar sem heildarfjárhæð framboðinna samninga er tilkynnt. Fastverðsuppboð hafa verið reglan til þessa.
- *Innstæðubréf* til 7 daga eru boðin upp vikulega. Hlutverk þeirra er að mynda mótvægi við tíma­bundna lausafjárgnótt. Uppboðsaðferð er svo­kölluð „hollensk aðferð“ (sbr. reglur um viðskipti við bindiskyldar lánastofnanir).
- *Viðskipti á verðbréfamarkaði* takmarkast við ríkistryggð verðbréf.
- *Inngripum á gjaldeyrismarkaði* er einungis beitt telji Seðlabankinn það nauðsynlegt til þess að stuðla að verðbólgu­markmiði sínu eða ef hann telur að gengissveiflur geti ógnað stöðugleika fjár­málakerfisins.

#### Yfirlit vaxta Seðlabankans 21. maí 2004

| Viðskiptaform                 | Vextir nú (%) | Síðast breytt | Breyting (pró­sentur) | Vextir fyrir ári (%) |
|-------------------------------|---------------|---------------|-----------------------|----------------------|
| Viðskiptareikningar .....     | 3,0           | 11. maí '04   | 0,2                   | 2,8                  |
| Daglán .....                  | 7,9           | 11. maí '04   | 0,2                   | 7,7                  |
| Innstæðubréf (til 90 daga)... | 5,0           | 11. maí '04   | 0,2                   | 4,8                  |
| Bindiskylda.....              | 4,3           | 11. maí '04   | 0,2                   | 4,1                  |
| Endurhverf viðskipti.....     | 5,5           | 11. maí '04   | 0,2                   | 5,3                  |



## Varúðarreglur um lausafjárhlutfall og gjaldeyrisjöfnuð

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

### Lausafjárhlutfall

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

vera lægri en 1. Takist lánastofnun ekki að uppfylla þessar kröfur kveða reglurnar á um viðurlög í formi dagsekta á þær fjárhæðir sem á vantar. Lánastofnanir skulu gera grein fyrir lausafjárhlutföllum fyrir önnur tímabil þótt ekki séu gerðar kröfur til sérstakra hlutfalla í þeim efnunum.

### Gjaldeyrisjöfnuður

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

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

## Annáll efnahags- og peningamála

### Mars 2004

Hinn 7. mars voru undirritaðir kjarasamningar Starfsgreinasambandsins og Flóabandalagsins (aðildarféлага Starfsgreinasambandsins við Faxaflóa) við SA. Samningarnir gilda til 31. desember 2007. Heildarkostnaður launagreiðenda á samningstímanum er áætlaður 15,1% eða 3,6% að meðaltali á ári. Samið var um að ný launatafla tæki gildi og ýmiss konar bónus- og álagsgreiðslur yrðu felldar inn í taxtakaup árin 2004 og 2006. Í tengslum við breytingar á launatöflu var samið um sveigjanlegri vinnutíma í einstökum starfsgreinum eða vinnustöðum. Ennfremur var samið um að framlag atvinnurekenda í lífeyrissjóð ykist á samningstímabilinu úr 6% í 8%.

Forsendur kjarasamninganna eru að verðlag þróist í takt við verðbólguþéttmið Seðlabanka Íslands og að kostnaðarhækkningar samningsins verði almennt stefnumarkandi fyrir aðra samninga á vinnu- markaði. Tvisvar á samningstímanum, árin 2005 og 2006, metur sérstök nefnd skipuð fulltrúum ASÍ og SA hvort samningsforsendur hafi staðist. Í tengslum við undirskrift kjarasamninga Starfsgreinasambandsins lofaði ríkisstjórnin að beita sér fyrir lækkun tryggingagjalds um 0,45% árið 2007 til að draga úr kostnaðaráhrifum samningsins fyrir atvinnurekendur. Samið var um að atvinnuleysisbætur hækki um 3,6% umfram lágmarkstekjur á samningstímanum og að fjármögnun starfsmenntasjóða verði tryggð til loka samningstímans. Kostnaður ríkissjóðs vegna þessa hefur verið metinn 2½ ma.kr.

Hinn 12. mars var hlutfé Íslandsbanka hf. lækkað um 500 m.kr. að nafnvirði. Skráð hlutfé félagsins, eftir lækkun, var því 10 ma.kr. að nafnvirði.

Hinn 17. mars fór fram útboð hjá Lánasýslu ríkisins á nýjum flokki óverðtryggðra ríkisbréfa. Þetta var flokkur ríkisbréfa, RIKB 10 0317, með lokagjald- daga 17. mars 2010. Skuldabréfin eru með vaxta- greiðslufyrirkomulagi og greiðast vextir eftir á, einu

sinni á ári. Ársvextir eru 7,00%. Á lokagjald- daga greiðist síðasta vaxtagreiðslan ásamt nafnvirði bréfs- ins.

Hinn 17. mars sl. var tilkynnt að Íslandsbanki hf. hefði selt 75% eignarhlut í breska einkabankanum R. Raphael & Sons plc í Bretlandi. Eftir söluna mun bankinn því eiga 25% í Raphael & Sons, sem er því ekki lengur dótturfélag í reikningum bankans. Kaup- andinn er Lenlyn Holdings plc. Í tilkynningunni kom fram að söluverð R. Raphael & Sons plc hafi verið í samræmi við bókfært virði í reikningum bankans og salan hefði því haft óveruleg áhrif á rekstur og efna- hag Íslandsbanka hf.

Hinn 12. mars jók Landsbanki Íslands hf. hlutfé sitt um 600 m.kr. að nafnvirði. Skráð hlutfé félagsins eftir hækkun var 8,1 ma.kr. að nafnvirði. Gengi í viðskiptunum var 7,6 og hækkaði því eigið fé bank- ans um 4.560 m.kr. við söluna. Miðað við niðurstöðu ársreiknings 2003 og að viðbættu söluverði hlutafjár- aukningarinnar varð eigið fé Landsbankans tæpir 27 milljarðar kr. Lögbundið eiginfjárlutfall bankans varð því ríflega 11% eftir þessa hlutafjárukningu og þar af rúmlega 8% í eiginfjárbætti A.

### Apríl 2004

Hinn 5. apríl var tilkynnt að fjármálaráðuneytið hefði óskað eftir því við Lánasýslu ríkisins að útgáfumagn spariskírteina ríkissjóðs í flokknum RIKS 15 1001 yrði aukið um 3.434.428.436 kr. að nafnvirði 6. apríl. Þetta var gert í tengslum við uppgjör lífeyrisskuld- bindingar vegna samreksturs ríkissjóðs og Reykja- víkurborgar.

Hinn 5. apríl gerðu ríkissjóður og Reykjavíkurborg samkomulag um lífeyrisskuldbindingar stofnana sem þau reka saman. Ríkissjóður greiðir borgarsjóði 2,9 ma.kr., auk þess sem stefnt er að árlegu uppgjöri skuldbindinga milli ríkis og borgar, eftir því sem þær

falla til. Gert hafði verið ráð fyrir þessum skuldbindingum við fyrri uppgjör ríkissjóðs. Því fylgir henni engin gjaldfærsla í ríkisreikningi ársins.

Hinn 5. apríl tók alþjóðlega uppgjörsfyrirtækið Clearstream Banking Luxembourg upp skráningu á íslenskum skuldabréfum. Samkvæmt tilkynningu verða skráðir helstu flokkar húsbréfa, húsnæðisbréfa, ríkisbréfa og spariskírteina ríkissjóðs.

Hinn 8. apríl var gerður nýr heildarkjarasamningur aðildarfélaga Starfsgreinasambandsins við ríkið. Samningurinn gildir til 31. mars árið 2008. Kostnaðarhækkun launagreiðslna er 20,4% á samningstímanum, eða 4,7% að meðaltali á ári. Þetta er meiri kostnaður en í kjarasamningum landssambanda ASÍ og SA og stafar af því að móttframlag ríkisins vegna félagsmanna Starfsgreinasambandsins verður hækkað úr 6% í 11,5%, til jafns við það sem greitt er vegna annarra starfsmanna ríkisins.

Hinn 10. apríl kom til innlausnar flokkur spariskírteina RIKS 04 0410 að fjárhæð um 5 ma.kr.

Hinn 11. apríl afþökkuðu Decode Genetics 20 milljarða króna ríkisábyrgð, sem fjármálaráðherra hafði fengið heimild Alþingis til að veita. Þessi ábyrgðarveiting hafði verið í skoðun hjá Eftirlitsstofnun EFTA. Í kjölfarið dró ríkisstjórnin til baka beiðni sína til eftirlitsstofnunarinnar um slíka skoðun.

Meirihluti landssambanda ASÍ lauk við gerð kjarasamninga við SA seinni hluta apríl. Rafiðnaðarsamband Íslands undirritaði samning við SA 15. apríl, Landssamband íslenskra verslunarmanna og Verslunarmannafélag Reykjavíkur 21. apríl, Matvís, matvæla- og veitingasamband Íslands 24. apríl og Samiðn, samband iðnfélaga þann 29. apríl. Samning-

arnir gilda allir til 31. desember 2007 og eru kostnaðaráhrif þeirra svipuð og í kjarasamningi Starfsgreinasambandsins og SA, þótt útfærsla einstakra atriða sé mismunandi.

#### Mái 2004

Hinn 4. maí fékk Straumur Fjárfestingarbanki hf. leyfi til miðlunar verðbréfa.

Hinn 6. maí var tilkynnt að bankastjórn Seðlabanka Íslands hefði ákveðið að hækka stýrivexti bankans, þ.e. vexti í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir, um 0,2 prósentur í 5,5% hinn 11. maí. Aðrir vextir bankans voru einnig hækkaðir um 0,2 prósentur 11. maí.

Hinn 11. maí voru undirritaðir hjá Lánasýslu ríkisins samningar í tengslum við útgáfu ríkisskuldabréfa og viðskiptavakt á eftirmarkaði. Frá 1. júní 2004 hafa sex aðilar heimild til þess að kalla sig „Aðalmiðlara með ríkisskuldabréf“. Þeir aðilar eru: Íslandsbanki, KB banki, Landsbanki Íslands, MP Fjárfestingarbanki, Sparisjóðabanki Íslands og Sparisjóður Reykjavíkur og nágrennis.

Hinn 13. maí var tilkynnt að Íbúðalánasjóður hefði samið við Deutsche Bank AG í London um að starfa sem ráðgjafi og umsjónaraðili við endurskipulagningu markflokka húsbréfa.

Hinn 19. maí var tilkynnt að bankastjórn Seðlabanka Íslands hefði breytt reglum um viðskipti bindiskyldra lánastofnana við bankann. Í breytingunni fólst að samningstími sem gildi um reglulegar markaðsaðgerðir bankans, þ.e. endurhverf viðskipti og sölu innstæðubréfa, styttest úr 14 dögum í 7 daga frá og með 1. júní.

# Tölur og myndir

*Tölur og myndir miðast við talnalegar upplýsingar sem fyrir lágu hinn 21. maí 2004.  
Skýringar á merkingu tákna eru á innanverðri kápusíðu.*

## A Tölur

|          |   |    |
|----------|---|----|
| Tafla 1  | Helstu mánaðarlegar vísbendingar .....                | 65 |
| Tafla 2  | Verðlagsþróun .....                                   | 67 |
| Tafla 3  | Gengisþróun .....                                     | 68 |
| Tafla 4  | Vextir .....  | 69 |
| Tafla 5  | Peningastærðir og útlán .....                         | 70 |
| Tafla 6  | Reikningar lánakerfisins .....                        | 71 |
| Tafla 7  | Fjármálamarkaður .....                                | 72 |
| Tafla 8  | Vinumarkaður .....                                    | 72 |
| Tafla 9  | Þjóðhagslegt yfirlit .....                            | 73 |
| Tafla 10 | Greiðslujöfnuður .....                                | 75 |
| Tafla 11 | Erlend staða þjóðarbúsins .....                       | 77 |
| Tafla 12 | Yfirlit um fjármál ríkissjóðs .....                   | 78 |
| Tafla 13 | Fjármál hins opinbera .....                           | 79 |
| Tafla 14 | Velta .....   | 80 |
| Tafla 15 | Raungengi íslensku krónunnar .....                    | 80 |
| Tafla 16 | Fasteignamarkaður og eignaverð .....                  | 81 |
| Tafla 17 | Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja .....         | 81 |
| Tafla 18 | Afkoma fyrirtækja .....                               | 82 |
| Tafla 19 | Erlendur samanburður .....                            | 83 |
| Tafla 20 | Alþjóðleg hagþróun .....                              | 83 |
| Tafla 21 | Sögulegar hagtölur .....                              | 84 |
| Tafla 22 | Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins .....          | 87 |
| Tafla 23 | Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum ..... | 88 |

## B Myndir

|        |   |    |
|--------|---|----|
| Mynd 1 | Vísitala neysluverðs 1999-2004 .....                              | 67 |
| Mynd 2 | Vísitala neysluverðs eftir eðli og uppruna 1999-2004 .....        | 67 |
| Mynd 3 | Vísitölur meðalgengis 1999-2004 .....                             | 68 |
| Mynd 4 | Gengi helstu gjaldmiðla gagnvart íslenskrri krónu 2001-2004 ..... | 68 |

|         |  |    |
|---------|--|----|
| Mynd 5  | Ávöxtun á peningamarkaði 1996-2004 .....   | 69 |
| Mynd 6  | Ávöxtun langtímaskuldabréfa 1996-2004 .....  | 69 |
| Mynd 7  | 12 mán. %-breyting peningamagns (M3), útlána innlánsstofnana<br>og grunnfjár 1995-2004 ..... | 70 |
| Mynd 8  | Útlánaflokkun innlánsstofnana 1991-2004 .....  | 70 |
| Mynd 9  | Vöxtur útlána lánakerfisins 1994-2003 .....  | 71 |
| Mynd 10 | Flokkun innlendra skulda lánakerfisins 1990-2003 .....                                       | 71 |
| Mynd 11 | Þróun launa og kaupmáttar 1993-2004 .....  | 72 |
| Mynd 12 | Atvinnuleysi og atvinnuþáttaka 1993-2004 .....   | 72 |
| Mynd 13 | Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu og fjármunamyndunar 1980-2006 .....                     | 73 |
| Mynd 14 | Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun sem % af<br>vergri landsframleiðslu 1980-2006 ..... | 73 |
| Mynd 15 | Ársfjórðungslegur hagvöxtur 1998-2003 .....  | 74 |
| Mynd 16 | Undirþættir hagvaxtar 1998-2003 .....  | 74 |
| Mynd 17 | Vöruútflutningur og vöruinnflutningur 1993-2004 .....  | 75 |
| Mynd 18 | Útflutt og innflutt þjónusta 1993-2003 .....   | 75 |
| Mynd 19 | Ársfjórðungslegur viðskiptajöfnuður 1996-2003 .....  | 76 |
| Mynd 20 | Nokkrir undirþættir fjármagnsjafnaðar 1996-2003 .....  | 76 |
| Mynd 21 | Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða Seðlabankans 1996-2004 .....                           | 77 |
| Mynd 22 | Erlend staða þjóðarbúsins 1980-2003 .....  | 77 |
| Mynd 23 | Lánsfjárbörf og lántökur ríkis 1991-2004 .....   | 78 |
| Mynd 24 | Mánaðarlegur tekjuafgangur ríkissjóðs 2001-2004 .....  | 78 |
| Mynd 25 | Skuldir og tekjuafgangur hins opinbera 1991-2004 .....                                       | 79 |
| Mynd 26 | Útgjöld og tekjur hins opinbera 1991-2004 .....  | 79 |
| Mynd 27 | Veltubreyting milli ára 2000-2004 .....  | 80 |
| Mynd 28 | Ársfjórðungslegt raungengi krónunnar 1980-2004 .....   | 80 |
| Mynd 29 | Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2003 .....                            | 81 |
| Mynd 30 | Hlutabréfaverð 1998-2004 .....   | 81 |
| Mynd 31 | Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka og sparisjóða 1995-2003 .....                              | 82 |
| Mynd 32 | Eiginfjárlutfall viðskiptabanka og sparisjóða 1995-2003 .....                                | 82 |
| Mynd 33 | Verðbólga 1939-2006 .....  | 86 |
| Mynd 34 | Hagvöxtur 1945-2006 .....  | 86 |
| Mynd 35 | Viðskiptajöfnuður 1945-2006 .....  | 86 |
| Mynd 36 | Raungengi 1960-2005 .....  | 86 |
| Mynd 37 | Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2006 .....                                    | 86 |
| Mynd 38 | Raunávöxtun og peningamagn 1960-2003 .....   | 86 |
| Mynd 39 | Hlutfallsleg atvinnuskipting 1970 og 2001 .....  | 87 |
| Mynd 40 | Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir vöruflokkum 1970 og 2003 .....                   | 87 |
| Mynd 41 | Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir svæðum 1970 og 2003 .....                        | 88 |
| Mynd 42 | Hlutfallsleg skipting vöruinnflutnings eftir svæðum 1970 og 2003 .....                       | 88 |



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

|           | Vörðlag                            |           | Gengi                            |           | Ávöxtun (í lok tímabils, %) |        |                     |       |        |        | Peningastærðir (í lok tímabils) <sup>5</sup> |                 |                             |      |         |
|-----------|------------------------------------|-----------|----------------------------------|-----------|-----------------------------|--------|---------------------|-------|--------|--------|--|-----------------|-----------------------------|------|---------|
|           | % -breyting vísitölu neysluverðs 1 |           | % -breyt. meðal-gengis krónu 1,2 |           | Peningamarkaður             |        | Skuldabréfamarkaður |       |        |        | 12 mán. %-breytingar                         |                 | Erlent lánsfjá <sup>6</sup> |      |         |
|           | sl. 1 m.                           | sl. 12 m. | sl. 1 m.                         | sl. 12 m. | Endurhv.                    | 3 mán. | 3 mán.              | 5 ára | 10 ára | 25 ára | Útlán  | innlánsstofnana |                             | M3   | Grunnté |
| 1998      |                                    | 1,7       |                                  | 1,6       | 7,5                         | 8,2    | 7,6                 | 7,5   | 4,3    | 4,7    | 4,6  | 15,2            | 4,6                         | 30,3 | 56,8    |
| 1999      |                                    | 3,4       |                                  | 0,2       | 9,0                         | 11,7   | 9,8                 | 9,6   | 4,7    | 4,8    | 75,9   | 16,9            | 75,9                        | 22,8 | 15,2    |
| 2000      |                                    | 5,0       |                                  | -0,1      | 11,4                        | 12,0   | 11,5                | 11,7  | 5,5    | 6,3    | -10,4  | 11,2            | -10,4                       | 26,2 | 33,0    |
| 2001      |                                    | 6,7       |                                  | -16,7     | 10,1                        | 12,5   | 10,0                | 9,1   | 5,1    | 5,9    | -14,2  | 14,9            | -14,2                       | 13,4 | -0,2    |
| 2002      |                                    | 4,8       |                                  | 3,0       | 5,8                         | 6,2    | 5,8                 | 6,9   | 4,9    | 5,2    | 17,2   | 15,3            | 17,2                        | 0,9  | -0,4    |
| 2003      |                                    | 2,1       |                                  | 6,4       | 5,3                         | 5,1    | 4,8                 | 7,5   | 4,3    | 4,6    | -33,5  | 23,5            | -33,5                       | 16,5 | -5,7    |
| 2002      |                                    |           |                                  |           |                             |        |                     |       |        |        |  |                 |                             |      |         |
| Desember  | 0,1                                | 2,0       | 1,9                              | 14,2      | 5,8                         | 6,2    | 5,8                 | 6,9   | 4,9    | 5,2    | 17,2   | 15,3            | 17,2                        | 0,8  | -0,4    |
| 2003      |                                    |           |                                  |           |                             |        |                     |       |        |        |  |                 |                             |      |         |
| Janúar    | 0,4                                | 1,4       | 2,2                              | 13,3      | 5,8                         | 6,3    | 5,8                 | 7,0   | 4,7    | 5,0    | 17,7   | 12,9            | 17,7                        | -1,0 | 9,4     |
| Febrúar   | -0,2                               | 1,5       | 1,8                              | 13,2      | 5,3                         | 5,5    | 5,3                 | 7,3   | 4,8    | 5,0    | 28,0   | 12,3            | 28,0                        | 0,7  | 12,5    |
| Mars      | 1,1                                | 2,2       | -0,2                             | 12,6      | 5,3                         | 5,4    | 5,0                 | 6,9   | 4,8    | 5,0    | -8,5   | 12,8            | -8,5                        | 2,5  | 8,9     |
| Apríl     | 0,1                                | 2,3       | 1,2                              | 11,3      | 5,3                         | 5,3    | 4,5                 | 7,0   | 4,6    | 4,9    | 2,1  | 15,6            | 2,1                         | 5,0  | 12,2    |
| Mai       | -0,2                               | 2,2       | 1,2                              | 8,9       | 5,3                         | 5,3    | 4,8                 | 6,6   | 4,4    | 4,8    | -10,1  | 18,9            | -10,1                       | 9,2  | 17,5    |
| Júní      | 0,1                                | 1,8       | -1,9                             | 6,5       | 5,3                         | 5,3    | 5,1                 | 6,8   | 4,3    | 4,6    | -13,8  | 19,3            | -13,8                       | 10,1 | 23,5    |
| Júlí      | -0,1                               | 1,6       | -2,2                             | 2,7       | 5,3                         | 5,3    | 5,1                 | 6,8   | 4,2    | 4,6    | -2,5   | 14,8            | -2,5                        | 11,5 | 12,0    |
| Ágúst     | -0,1                               | 2,0       | -1,9                             | 0,3       | 5,3                         | 5,2    | 4,9                 | 6,5   | 4,0    | 4,4    | 5,6  | 19,6            | 5,6                         | 13,1 | 28,2    |
| September | 0,7                                | 2,2       | 0,0                              | 2,3       | 5,2                         | 5,2    | 4,5                 | 6,3   | 4,3    | 4,6    | -5,4   | 23,0            | -5,4                        | 12,4 | 17,3    |
| Október   | 0,5                                | 2,2       | 0,6                              | 3,2       | 5,3                         | 5,1    | 4,6                 | 6,9   | 4,2    | 4,6    | -1,2   | 25,5            | -1,2                        | 13,8 | -18,9   |
| Nóvember  | 0,1                                | 2,5       | 0,5                              | 3,1       | 5,3                         | 5,1    | 4,8                 | 7,1   | 4,3    | 4,6    | -17,2  | 23,7            | -17,2                       | 13,7 | -11,7   |
| Desember  | 0,3                                | 2,7       | 0,5                              | 1,7       | 5,3                         | 5,1    | 4,8                 | 7,5   | 4,3    | 4,6    | -33,5  | 23,5            | -33,5                       | 16,5 | -5,7    |
| 2004      |                                    |           |                                  |           |                             |        |                     |       |        |        |  |                 |                             |      |         |
| Janúar    | 0,0                                | 2,4       | 3,3                              | 2,7       | 5,3                         | 5,3    | 5,1                 | 7,3   | 4,4    | 4,7    | -12,5  | 26,5            | -12,5                       | 20,8 | -23,2   |
| Febrúar   | -0,3                               | 2,3       | 1,1                              | 2,0       | 5,3                         | 5,3    | 5,4                 | 7,0   | 4,1    | 4,6    | -30,0  | 22,6            | -30,0                       | 21,4 | -31,3   |
| Mars      | 0,6                                | 1,8       | -1,7                             | 0,5       | 5,3                         | 5,4    | 5,0                 | 6,8   | 3,9    | 4,4    | -28,7  | 24,6            | -28,7                       | 23,9 | -29,9   |
| Apríl     | 0,6                                | 2,2       | -1,5                             | -2,2      | 5,3                         | 5,4    | 5,3                 | 6,8   | 3,7    | 4,1    | -7,7   | 21,2            | -7,7                        | 23,5 | -13,2   |
| Mai†      | 0,8                                | 3,2       | -0,5                             | -3,9      | 5,5                         | 5,6    | 5,5                 | 7,4   | 3,9    | 4,2    | ...  | ...             | ...                         | ...  | ...     |

† Til 21. maí 2004. 1. Árstölur eru breytingar milli ársmeðallala. 2. M.v. opinbera gengisskráningavísitölu krónunnar og meðalgengi hvers tímabils. Lákvaðt formerki táknar styrkingu gengisins. 3. Meðalávöxtun á millibankamarkaði lánastofnana með krónur. 4. Ávöxtun umfram verðryggingu. 5. Árstölur eru breytingar yfir ár. Útlán til innlendra aðila eingöngu frá janúar 2002. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur. 6. Erlendar skuldir innlánsstofnana.

**Tafla 1 (frh.) Helstu mánaðarlegar vísibendingar**

|                        | Gjaldeyrismarkaður og gjaldeyrisforði                    |  |   | Útanríkisviðskipti og ytri skilyrði      |  |  | Vinnurmarkaður                               |                        | Ríkisfjármál  |  | Eignaverð           |  |
|------------------------|--|--|---|--|--|--|--|------------------------|---|--|---------------------|--|
|                        | Gjaldeyrisforði<br>sem hlutfall af:<br>Staða<br>(ma.kr.) | vöruiinn-<br>erl. skt.sk.<br>flutn. <sup>7</sup> | Hrein<br>kaup SÍ<br>á markaði<br>(ma.kr.) | Vörur<br>útflytun-<br>(fob).<br>(ma.kr.) | Vörur<br>innflytun-<br>(fob)<br>(ma.kr.) | Útlf. verð<br>sj. afurða,<br>12 má.<br>% -br. <sup>9</sup> | Rau-<br>gengi<br>isl.<br>krónu <sup>10</sup> | At-<br>vinnu-<br>leysi | Launa-<br>vísitala,<br>12 má.<br>% -br. <sup>11</sup> | Tekjujöfn.<br>ríkis, %<br>af tekjum<br>frá áram. <sup>12</sup> | 12 má.<br>% -breyt. | Verð<br>íbúðar-<br>húsn. <sup>14</sup> |
| 1998 .....             | 29,6   | 2,2  | 17,0                                      | 136,6                                    | 162,1                                    | 11,8   | 91,9   | 2,8                    | 9,4   | 4,6  | 9,8                 | 7,1                                    |
| 1999 .....             | 35,8   | 2,6  | 12,0                                      | 144,9                                    | 167,8                                    | -4,8   | 93,6   | 1,9                    | 6,8   | 8,7  | 47,4                | 21,3                                   |
| 2000 .....             | 34,2   | 2,1  | -13,9                                     | 149,3                                    | 187,3                                    | -3,0   | 96,2   | 1,3                    | 6,6   | 5,9  | -19,3               | 13,8                                   |
| 2001 .....             | 36,6   | 2,1  | -29,5                                     | 196,4                                    | 203,1                                    | 1,6  | 83,6   | 1,4                    | 8,8   | -0,2   | -11,2               | 3,3                                    |
| 2002 .....             | 37,2   | 2,5  | 4,5                                       | 204,3                                    | 191,2                                    | 3,3  | 88,4   | 2,5                    | 7,2   | -5,6   | 16,7                | 7,6                                    |
| 2003 .....             | 58,1   | 3,5  | 43,2                                      | 182,6                                    | 199,5                                    | 0,4  | 93,8   | 3,4                    | 5,6   | -3,4   | 56,4                | 11,4                                   |
| 2002                   |  |  |   |  |  |  |  |                        |   |  |                     |  |
| Desember ...           | 37,2   | 2,5  | 0,3                                       | 13,3                                     | 14,4                                     | 4,2  | 91,5   | 3,0                    | 5,4   | -5,6   | 16,7                | 7,6                                    |
| 2003                   |  |  |   |  |  |  |  |                        |   |  |                     |  |
| Janúar .....           | 36,2   | 2,5  | 0,2                                       | 16,4                                     | 11,4                                     | 2,9  | 93,4   | 3,8                    | 5,5   | -1,5   | 8,4                 | 8,0                                    |
| Febrúar .....          | 36,1   | 2,5  | 2,2                                       | 16,1                                     | 14,1                                     | 3,0  | 95,0   | 4,1                    | 5,6   | 4,3  | 8,1                 | 8,5                                    |
| Mars .....             | 35,9   | 2,5  | 2,5                                       | 16,7                                     | 17,3                                     | 1,8  | 94,9   | 4,0                    | 5,7   | 9,3  | 8,3                 | 9,6                                    |
| Apríl .....            | 38,5   | 2,7  | 2,1                                       | 14,1                                     | 16,5                                     | 4,2  | 95,9   | 3,9                    | 5,6   | 8,3  | 7,5                 | 10,4                                   |
| Mai .....              | 36,9   | 2,6  | 2,8                                       | 15,1                                     | 16,8                                     | 0,5  | 97,1   | 3,6                    | 5,6   | 2,2  | 14,1                | 11,3                                   |
| Júní .....             | 36,9   | 2,4  | 3,5                                       | 14,3                                     | 17,5                                     | -1,6   | 95,2   | 3,2                    | 5,6   | 2,2  | 14,6                | 12,6                                   |
| Júlí .....             | 36,5   | 2,3  | 4,4                                       | 15,0                                     | 20,0                                     | -4,7   | 93,2   | 3,0                    | 5,7   | -2,3   | 19,4                | 13,4                                   |
| Agúst .....            | 41,0   | 2,5  | 0,2                                       | 14,9                                     | 15,8                                     | -1,2   | 91,5   | 2,9                    | 5,7   | -3,7   | 38,0                | 14,6                                   |
| September ..           | 46,4   | 2,8  | 4,4                                       | 14,6                                     | 19,2                                     | 0,0  | 91,6   | 2,7                    | 5,6   | -4,6   | 39,5                | 13,8                                   |
| Október .....          | 51,7   | 3,1  | 0,3                                       | 15,8                                     | 18,6                                     | 0,3  | 92,5   | 2,8                    | 5,5   | -3,4   | 48,7                | 13,3                                   |
| Nóvember ..            | 57,8   | 3,5  | 3,8                                       | 16,0                                     | 16,2                                     | 1,1  | 93,1   | 3,0                    | 5,5   | -4,7   | 52,7                | 12,6                                   |
| Desember ...           | 58,1   | 3,5  | 0,3                                       | 13,7                                     | 16,2                                     | -1,4   | 93,6   | 3,1                    | 5,4   | -3,4   | 56,4                | 11,4                                   |
| 2004                   |  |  |   |  |  |  |  |                        |   |  |                     |  |
| Janúar .....           | 56,4   | 3,4  | 0,3                                       | 16,7                                     | 16,4                                     | -2,9   | 96,4   | 3,7                    | 3,3   | -1,2   | 76,8                | 10,0                                   |
| Febrúar .....          | 57,3   | 3,5  | 1,4                                       | 14,2                                     | 14,1                                     | -2,3   | 97,3   | 3,6                    | 3,3   | 8,1  | 89,3                | 8,9                                    |
| Mars .....             | 66,7   | 3,8  | 0,3                                       | 20,1                                     | 20,3                                     | -2,7   | 96,1   | 3,5                    | 3,8   | -0,5   | 79,8                | 9,1                                    |
| Apríl .....            | 65,6   | 3,8  | ...                                       | ...                                      | ...                                      | -4,6   | 95,6   | 3,5                    | 4,0   | ...  | 91,1                | 10,8                                   |
| Maí <sup>†</sup> ..... | ...  | ...  | 1,5                                       | ...                                      | ...                                      | ...  | 96,1   | ...                    | ...   | ...  | 82,7                | ...                                    |

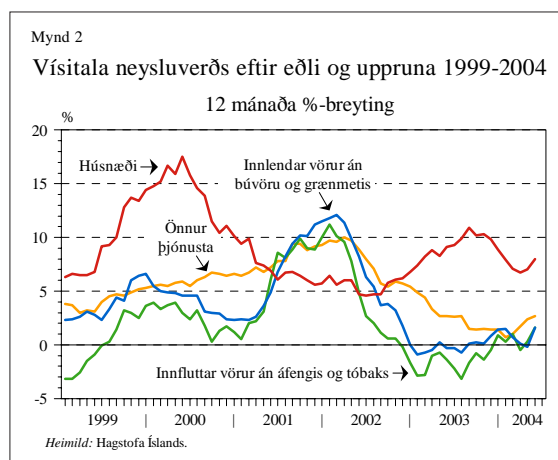
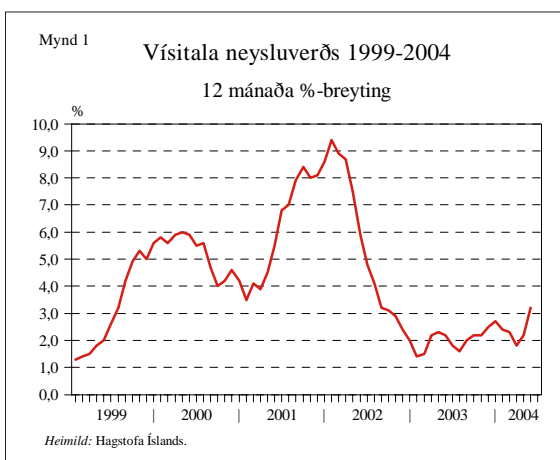
7. Gjaldveyriforði í lok tímabils sem hlutfall af innflytningu eins mánaðar, reiknað á íbsta gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvöruiinnflyttings sl. 12 mánuði. 8. Í nefnara eru erlendir skammtíma-skuldbindingar innlánsstofnana og fjárfestingarbanka. 9. Verð í SDR. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 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. Urvalsvisitala frá janúar 1998. Aður þingvisitala VbÍ. Árstölur eru breyting yfir ár. 14. Íbúðarhúsnæði á hófuborgarsvæði (sjó sveitarfélög). Þriggja mánaða hlaupandi meðaltal núvirts fernetra verðs. Árstölur eru breyting yfir ár.

Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Hagstofla Íslands, Kauphöll Íslands, Ríkisbókhald, Vinnuálastofnun, Vinnuálfabanki Íslands.

## Tafla 2 Verðlagsþróun

|  | 2003  |       |       |       | 2004  |       |       |       |       |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|  | sept. | okt.  | nóv.  | des.  | jan.  | febr. | mars  | apríl | maí   |
| Vísitala neysluverðs (maí 1988 = 100) .....              | 227,9 | 229,0 | 229,3 | 230,0 | 230,1 | 229,4 | 230,7 | 232,0 | 233,9 |
| <i>1 mánaðar %-breytingar:</i>                           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Vísitala neysluverðs, .....                              | 0,7   | 0,5   | 0,1   | 0,3   | 0,0   | -0,3  | 0,6   | 0,6   | 0,8   |
| Innlendar vörur án búvöru og grænmetis .....             | 0,7   | 0,2   | 0,0   | -0,2  | 0,5   | -0,3  | -0,5  | 0,1   | 0,8   |
| Búvara og grænmeti .....                                 | 0,2   | 1,3   | -0,1  | -0,7  | 1,0   | -0,5  | -0,2  | -0,7  | 1,4   |
| Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks .....              | 1,5   | 0,5   | 0,5   | 0,6   | -1,6  | -0,6  | 1,2   | 1,2   | 0,6   |
| Bensín .....   | 2,6   | -3,3  | 0,0   | 2,4   | 1,8   | -0,5  | -2,0  | 4,1   | 3,3   |
| Húsnæði .....  | 0,5   | 0,5   | -0,1  | 0,5   | 0,1   | 0,2   | 0,6   | 1,0   | 1,7   |
| Opinber þjónusta .....                                   | 1,2   | 0,2   | 0,1   | 0,0   | 5,9   | -2,3  | 0,0   | 0,0   | 0,7   |
| Önnur þjónusta .....                                     | -0,1  | 0,4   | 0,1   | 0,3   | -0,1  | 0,4   | 0,7   | 0,2   | 0,5   |
| Samræmd neysluverðsvísitala ESB <sup>1</sup> .....       | 0,7   | 0,3   | 0,2   | 0,2   | -0,2  | -0,3  | 0,7   | 0,5   | ...   |
| <i>12 mánaða %-breytingar:</i>                           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Vísitala neysluverðs .....                               | 2,2   | 2,2   | 2,5   | 2,7   | 2,4   | 2,3   | 1,8   | 2,2   | 3,2   |
| Innlendar vörur án búvöru og grænmetis .....             | 0,2   | 0,1   | 0,8   | 1,4   | 1,5   | 0,7   | 0,1   | -0,2  | 1,6   |
| Búvara og grænmeti .....                                 | -2,8  | -1,3  | -0,7  | 0,4   | -0,1  | -0,6  | -0,3  | -0,4  | 0,8   |
| Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks .....              | -0,8  | -1,4  | -0,5  | 0,9   | 0,3   | 1,0   | -0,5  | 0,3   | 1,6   |
| Bensín .....   | -0,9  | -5,1  | -4,0  | 2,4   | 1,6   | 1,5   | -5,3  | -1,0  | 8,4   |
| Húsnæði .....  | 10,2  | 10,3  | 9,8   | 8,9   | 7,9   | 7,1   | 6,7   | 7,0   | 8,0   |
| Opinber þjónusta .....                                   | 6,2   | 6,3   | 6,2   | 6,2   | 9,1   | 6,3   | 5,9   | 5,9   | 6,6   |
| Önnur þjónusta .....                                     | 1,4   | 1,5   | 1,4   | 1,4   | 0,7   | 1,0   | 1,7   | 2,4   | 2,7   |
| Samræmd neysluverðsvísitala ESB <sup>1</sup> .....       | 1,2   | 1,1   | 1,5   | 1,8   | 1,4   | 1,4   | 1,0   | 1,5   | ...   |
| Vísitala byggingarkostnaðar <sup>2</sup> .....           | 3,6   | 3,7   | 3,3   | 3,5   | 1,3   | 1,4   | 2,6   | 2,7   | 5,0   |
| Fasteignaverð <sup>3</sup> .....                         | 13,8  | 13,3  | 12,6  | 11,4  | 10,0  | 8,9   | 9,1   | 10,8  | ...   |
| <i>Verðlag erlendis og á heimsmarkaði, 12 mán. %-br.</i> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Vísitala neysluverðs í Bandaríkjunum .....               | 2,3   | 2,0   | 1,8   | 1,9   | 1,9   | 1,7   | 1,7   | 2,3   | ...   |
| Vísitala neysluverðs á evrusvæði <sup>4</sup> .....      | 2,2   | 2,0   | 2,2   | 2,0   | 1,9   | 1,6   | 1,7   | 2,0   | ...   |
| Hrávöruverð (án olíu) á heimsmarkaði .....               | 3,1   | 6,9   | 9,6   | 12,2  | 15,8  | 19,4  | 23,6  | ...   | ...   |
| Oliuverð <sup>5</sup> .....                              | -4,8  | 7,3   | 18,7  | 5,3   | -0,1  | -6,0  | 11,5  | 33,7  | ...   |

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

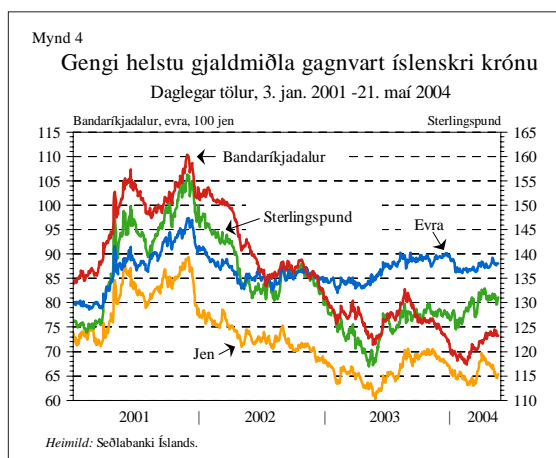
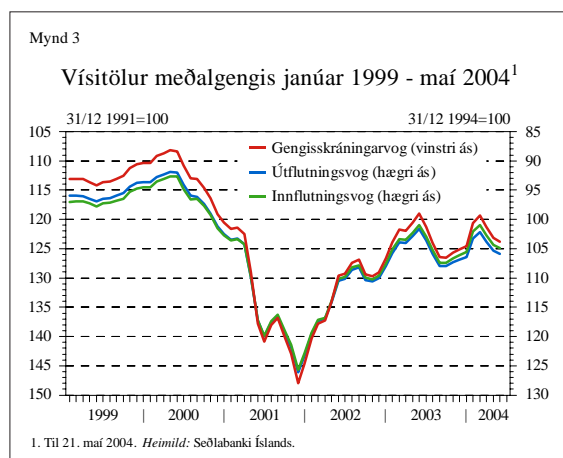


### Tafla 3 Gengispróun

| Mánaðarmeðaltöl                                       | 2003  |       |       |       | 2004  |       |       |       |       | 3 mán.<br>%-br. til<br>21. maí |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------------------|
|   | sept. | okt.  | nóv.  | des.  | jan.  | febr. | mars  | apríl | maí†  |                                |
| <i>Vísitölur meðalgengis:</i>                         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                                |
| Gengisskráningargvog (31/12 '91 = 100) .....          | 126,5 | 125,7 | 125,1 | 124,6 | 120,6 | 119,3 | 121,3 | 123,2 | 123,8 | -3,9                           |
| Innflutningsvog (31/12 '94 = 100) <sup>1</sup> .....  | 107,4 | 106,6 | 106,2 | 105,6 | 102,1 | 100,9 | 102,7 | 104,3 | 104,9 | -4,0                           |
| Útflutningsvog (31/12 '94 = 100) <sup>1</sup> .....   | 107,9 | 107,3 | 106,9 | 106,5 | 103,2 | 102,2 | 103,8 | 105,3 | 105,9 | -3,7                           |
| <i>Gengisskráning Seðlabanka Íslands:<sup>2</sup></i> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                                |
| Bandaríkjadalur .....                                 | 79,2  | 76,2  | 75,8  | 73,1  | 69,4  | 68,5  | 71,1  | 73,1  | 73,7  | -6,9                           |
| Evra .....  | 88,8  | 89,2  | 88,7  | 89,7  | 87,6  | 86,7  | 87,2  | 87,6  | 88,2  | -2,1                           |
| Japanskt jen .....                                    | 0,689 | 0,696 | 0,694 | 0,677 | 0,653 | 0,643 | 0,655 | 0,679 | 0,657 | -3,5                           |
| Sterlingspund .....                                   | 127,5 | 127,8 | 128,0 | 127,7 | 126,6 | 128,0 | 129,9 | 131,6 | 130,9 | -2,1                           |
| Dönsk króna .....                                     | 11,96 | 12,01 | 11,93 | 12,05 | 11,76 | 11,63 | 11,70 | 11,77 | 11,85 | -2,2                           |
| Norsk króna .....                                     | 10,84 | 10,84 | 10,82 | 10,90 | 10,18 | 9,88  | 10,20 | 10,56 | 10,75 | -8,3                           |
| Sænsk króna .....                                     | 9,80  | 9,91  | 9,86  | 9,95  | 9,58  | 9,44  | 9,44  | 9,55  | 9,65  | -2,9                           |

| %breytingar <sup>3</sup>                              | Milli ársmeðaltala |       |      |      | Frá ársbyrjun til loka mán. |          |         | Sl. 12 mán. til loka |        |         |
|---|--------------------|-------|------|------|-----------------------------|----------|---------|----------------------|--------|---------|
|   | 2000               | 2001  | 2002 | 2003 | mars'04                     | apríl'04 | maí'04† | maí'02               | maí'03 | maí'04† |
| <i>Vísitölur meðalgengis:</i>                         |                    |       |      |      |                             |          |         |                      |        |         |
| Gengisskráningargvog (31/12 '91 = 100) .....          | -0,1               | -16,7 | 3,0  | 6,4  | 8,5                         | 5,5      | 0,0     | 8,2                  | 10,4   | -4,1    |
| Innflutningsvog (31/12 '94 = 100) .....               | 0,2                | -16,4 | 3,1  | 6,6  | 8,5                         | 5,6      | 0,0     | 8,3                  | 10,6   | -4,0    |
| Útflutningsvog (31/12 '94 = 100) .....                | -0,2               | -17,0 | 3,0  | 6,2  | 8,5                         | 5,4      | 0,0     | 8,1                  | 10,2   | -4,2    |
| <i>Gengisskráning Seðlabanka Íslands:<sup>2</sup></i> |                    |       |      |      |                             |          |         |                      |        |         |
| Bandaríkjadalur .....                                 | -8,2               | -19,3 | 6,9  | 19,2 | 13,0                        | 12,9     | -2,7    | 14,9                 | 27,7   | -2,3    |
| Evra .....  | 6,3                | -17,0 | 1,5  | -0,6 | 6,6                         | 0,1      | 2,0     | 4,0                  | 1,3    | -3,9    |
| Japanskt jen .....                                    | -12,6              | -9,1  | 10,2 | 10,1 | 6,6                         | 13,0     | 1,8     | 19,8                 | 22,3   | -7,9    |
| Sterlingspund .....                                   | -1,7               | -15,3 | 2,6  | 9,4  | 11,7                        | 10,4     | -3,3    | 11,1                 | 13,7   | -10,1   |
| Dönsk króna .....                                     | 6,5                | -17,0 | 1,2  | -0,6 | 6,5                         | 0,0      | 1,9     | 3,7                  | 1,1    | -3,6    |
| Norsk króna .....                                     | 3,7                | -17,7 | -5,2 | 5,9  | -0,1                        | 8,4      | 0,3     | -2,2                 | 7,1    | 0,6     |
| Sænsk króna .....                                     | 2,0                | -9,0  | 0,4  | -1,0 | 4,7                         | -0,4     | 2,3     | 3,9                  | 1,4    | -4,2    |

† Til 21. maí 2004. 1. Viðskiptavegið gengi gjaldmiðla 17 helstu viðskiptalandanna gagnvart krónunni. 2. Gengi hvers gjaldmiðils gagnvart íslenskrí 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.

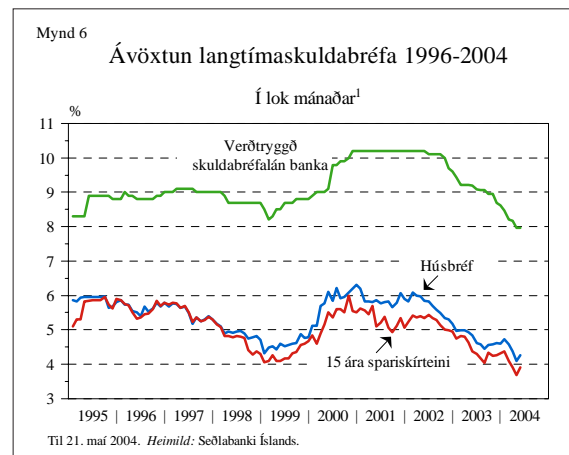
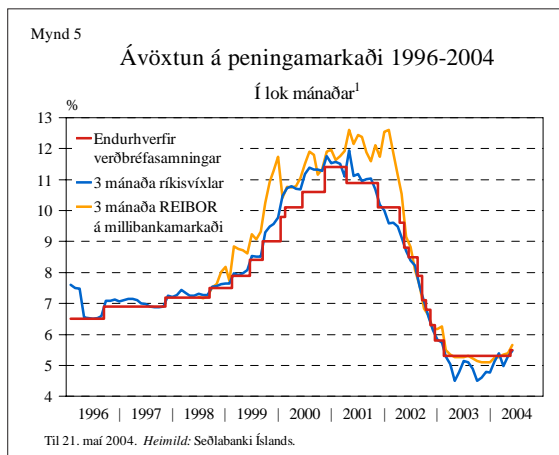


## Tafla 4 Vextir

| Allar tölur eru í %  | Ársmeðaltöl <sup>1</sup> |      |      | Í lok mánaðar nóvember 2003 - maí 2004 |      |      |       |      |       |                  |
|--|--------------------------|------|------|--|------|------|-------|------|-------|------------------|
|  | 2001                     | 2002 | 2003 | nóv.                                   | des. | jan. | febr. | mars | apríl | maí <sup>†</sup> |
| <i>Vextir Seðlabanka Íslands<sup>2</sup></i>                               |                          |      |      |  |      |      |       |      |       |                  |
| Víðskiptareikningar lánastofnana .....                                     | 6,8                      | 5,5  | 2,9  | 2,8                                    | 2,8  | 2,8  | 2,8   | 2,8  | 2,8   | 3,0              |
| Bindiskyldureikningar.....   | 9,4                      | 7,1  | 4,2  | 4,1                                    | 4,1  | 4,1  | 4,1   | 4,1  | 4,1   | 4,3              |
| Daglán, forvextir .....  | 12,3                     | 10,7 | 7,8  | 7,7                                    | 7,7  | 7,7  | 7,7   | 7,7  | 7,7   | 7,9              |
| Endurhverf verðbréfa kaup <sup>3</sup> .....                               | 10,9                     | 8,4  | 5,4  | 5,3                                    | 5,3  | 5,3  | 5,3   | 5,3  | 5,3   | 5,5              |
| <i>Ávöxtun á peningamarkaði<sup>4</sup></i>                                |                          |      |      |  |      |      |       |      |       |                  |
| REIBOR, yfir nótt.....   | 12,3                     | 9,3  | 5,1  | 4,9                                    | 4,4  | 3,1  | 5,7   | 5,2  | 4,8   | 5,3              |
| REIBOR, 1 mán.....   | 12,1                     | 9,0  | 5,3  | 5,1                                    | 4,8  | 5,2  | 5,3   | 5,3  | 5,3   | 5,4              |
| REIBOR, 3 mán.....   | 12,0                     | 8,9  | 5,3  | 5,1                                    | 5,1  | 5,3  | 5,3   | 5,4  | 5,4   | 5,6              |
| REIBOR, 6 mán.....   | 11,8                     | 8,8  | 5,5  | 5,1                                    | 5,2  | 5,3  | 5,3   | 5,4  | 5,5   | 5,8              |
| Ríkisvixlar, 3 mán.....  | 11,0                     | 8,1  | 5,0  | 4,8                                    | 4,8  | 5,1  | 5,4   | 5,0  | 5,3   | 5,5              |
| Ríkisvixlar, 6 mán. <sup>5</sup> .....                                     | 10,9                     | 7,9  | 5,0  | 4,9                                    | 4,9  | 5,1  | 5,3   | 5,1  | 5,3   | 5,6              |
| <i>Ávöxtun á skuldabréfamarkaði<sup>6</sup></i>                            |                          |      |      |  |      |      |       |      |       |                  |
| Ríkisbréf allt að 5 ára .....  | 10,6                     | 8,1  | 6,8  | 7,1                                    | 7,5  | 7,3  | 7,0   | 6,8  | 6,8   | 7,4              |
| Spariskírteini 5 ára.....  | 5,8                      | 5,4  | 4,0  | 3,6                                    | 3,6  | 4,1  | 3,9   | 3,3  | 3,2   | 3,6              |
| Spariskírteini 10 ára.....   | 5,3                      | 5,2  | 4,4  | 4,3                                    | 4,3  | 4,4  | 4,1   | 3,9  | 3,7   | 3,9              |
| Húsbréf 25 ára.....  | 5,9                      | 5,7  | 4,7  | 4,6                                    | 4,6  | 4,7  | 4,6   | 4,4  | 4,1   | 4,2              |
| <i>Útlánsvextir banka og sparisjóða<sup>7</sup></i>                        |                          |      |      |  |      |      |       |      |       |                  |
| Óverðtryggð skuldabréf, meðalvextir.....                                   | 18,0                     | 15,4 | 12,0 | 11,7                                   | 11,7 | 11,6 | 11,5  | 11,5 | 11,3  | 11,3             |
| Verðtryggð skuldabréf, meðalvextir .....                                   | 10,2                     | 10,1 | 9,1  | 8,7                                    | 8,6  | 8,5  | 8,2   | 8,2  | 8,0   | 8,0              |
| <i>Vextir skv. 10. gr. laga nr. 25/1987 / laga nr. 38/2001<sup>8</sup></i> |                          |      |      |  |      |      |       |      |       |                  |
| Dráttarvextir í íslenskum krónum.....                                      | 23,7                     | 21,3 | 17,3 | 17,0                                   | 17,0 | 17,0 | 17,0  | 17,0 | 17,0  | 17,0             |

† 21. maí 2004. 1. Einföld meðaltöl mánaðarlokatalna. Tölur um vexti Seðlabankans eru þó tímavegin meðaltöl. 2. Mánaðartölur eru þeir vextir sem gilda í lok mánaðar. 3. Ávöxtun á uppboðum. Mánaðartölur eru þeir vextir sem giltu í síðasta uppboði mánaðarins. 4. REIBOR eru vextir krónulána á millibankamarkaði. 5. Ríkisvixlar til því sem næst 6 mánaða. 6. Ávöxtun í kaupþilboðum í Kauphöll Íslands. Fyrir verðtryggð skuldabréf er sýnd ávöxtun umfram verðtryggingu. 7. Frá 1. júlí 2001 birtir Seðlabankinn vegna meðalvexti banka og sparisjóða einungis sem tölfraðilegar upplýsingar en ekki til viðmiðunar í ákvæðum lánasamninga. Sjá frétt bankans nr. 26/2001 frá 26. júní 2001. 8. Sýndir eru þeir vextir sem gilda lögformlega í mánuðinum, sbr. lög nr. 38/2001. Dráttarvextir gilda í sex mánuði í senn frá 1. júlí 2001.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

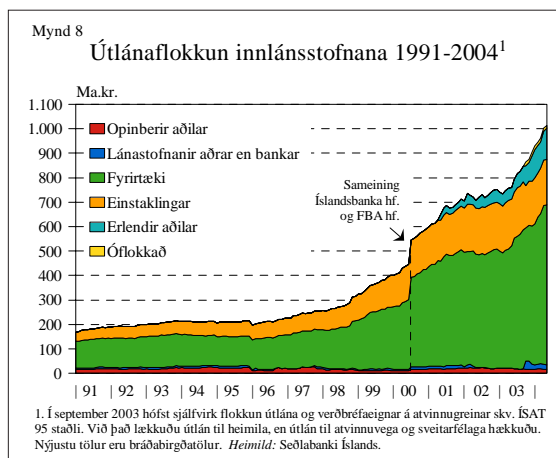
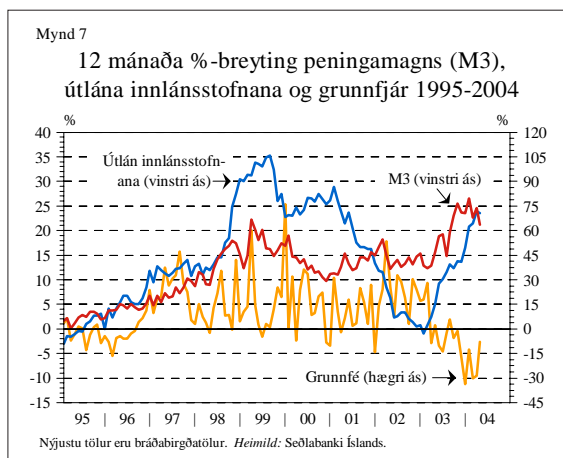




## Tafla 5 Peningastærðir og útlán

|   | Staða í ma.kr.<br>apr. '04 | %breyting yfir ár |       |        | 1 mán. breyt. í ma.kr. |          |          | 12 mán. %breyting |          |          |
|---|----------------------------|-------------------|-------|--------|------------------------|----------|----------|-------------------|----------|----------|
|   |                            | 2001              | 2002  | 2003   | febr. '04              | mars '04 | apr. '04 | apr. '02          | apr. '03 | apr. '04 |
| <i>Úr reikningum Seðlabankans</i>                   |                            |                   |       |        |                        |          |          |                   |          |          |
| Erl. eignir til skamms tíma, nettó.....             | 65,5                       | .                 | .     | .      | 0,8                    | 9,3      | -1,1     | .                 | .        | .        |
| Kröfur á ríkissjóð og ríkisstofnanir, nettó         | -29,4                      | .                 | .     | .      | 1,0                    | -14,1    | 13,7     | .                 | .        | .        |
| Kröfur á innlánsstofnanir.....                      | 36,8                       | 38,7              | 27,9  | -65,2  | -5,1                   | 5,4      | -5,4     | 113,5             | -9,7     | -48,1    |
| Grunnfé.....  | 34,0                       | -14,2             | 17,3  | -33,5  | -1,4                   | -4,6     | 7,6      | 6,1               | 2,1      | -7,7     |
| Seðlar og mynt í umferð.....                        | 7,9                        | 3,6               | 3,5   | 9,5    | -0,1                   | 0,0      | 0,3      | -19,0             | 12,0     | 10,2     |
| Sjóður og innstæður innlánsstofnana ..              | 26,1                       | -19,2             | 22,3  | -46,7  | -1,3                   | -4,6     | 7,3      | 13,6              | 0,0      | -12,0    |
| <i>Úr reikningum innlánsstofnana<sup>1</sup></i>    |                            |                   |       |        |                        |          |          |                   |          |          |
| Seðlabankaliðir, nettó.....                         | -10,9                      | .                 | .     | .      | 6,4                    | -9,8     | 12,2     | .                 | .        | .        |
| Skammtímaáætlun, nettó.....                         | -20,5                      | .                 | .     | .      | 5,0                    | -7,5     | 2,8      | .                 | .        | .        |
| Útlán og markaðsskuldabréf <sup>2</sup> .....       | 1.316,3                    | 22,1              | 1,9   | 28,0   | 21,6                   | 52,8     | 10,6     | -30,8             | 7,6      | 34,3     |
| Útlán <sup>3</sup> .....                            | 1.013,7                    | 17,4              | 5,2   | 25,6   | 15,8                   | 41,9     | 9,8      | -30,2             | 7,4      | 33,5     |
| Opinberir aðilar.....                               | 15,4                       | 8,1               | 1,6   | -15,2  | -1,5                   | -2,4     | -0,4     | 20,3              | -2,9     | -14,3    |
| Lánastofnanir aðrar en bankar.....                  | 20,5                       | -45,2             | .     | .      | 4,3                    | 1,4      | -2,5     | -87,9             | .        | .        |
| Atvinnuvegir.....                                   | 665,6                      | 15,5              | 2,1   | 26,6   | 10,1                   | 35,0     | 17,0     | -32,8             | 8,2      | 39,9     |
| Einstaklingar.....                                  | 185,1                      | 9,9               | 8,1   | 15,4   | 5,1                    | -0,8     | 0,3      | -13,8             | 0,0      | 16,0     |
| Erlendir aðilar.....                                | 127,1                      | .                 | 63,1  | 118,2  | -3,1                   | 10,8     | 8,7      | .                 | 55,7     | 135,0    |
| Markaðsskuldabréf.....                              | 164,5                      | 23,9              | -3,4  | 40,7   | -15,1                  | 0,7      | 12,1     | 5,7               | 12,3     | 26,0     |
| Innlend útlán og markaðsskuldabréf.....             | 1.159,5                    | 12,7              | 7,9   | 20,6   | 17,5                   | 35,8     | 6,0      | -17,6             | 9,4      | 10,9     |
| Innlend útlán.....                                  | 886,6                      | 13,2              | 0,8   | 16,4   | 18,9                   | 31,2     | 1,2      | -22,8             | 5,0      | 23,5     |
| Innstæður.....                                      | 497,2                      | 15,1              | 15,5  | 23,8   | -10,8                  | 25,7     | -3,1     | -28,8             | 15,6     | 21,4     |
| Verðbréfaútgáfa.....                                | 674,5                      | 18,9              | 27,1  | 111,7  | 12,2                   | 58,1     | 12,5     | -62,6             | 14,3     | 133,9    |
| Erlendar skuldir.....                               | 218,1                      | 20,3              | -17,4 | -5,7   | -13,5                  | 7,1      | 36,7     | 2,7               | 12,2     | -13,2    |
| <i>Úr reikningum bankakerfisins<sup>1</sup></i>     |                            |                   |       |        |                        |          |          |                   |          |          |
| Erlendar eignir, nettó.....                         | 174,1                      | -33,2             | -8,3  | -199,5 | 7,6                    | 31,2     | -7,0     | -169,2            | -20,9    | -282,7   |
| Innlend útlán og markaðsskuldabréf.....             | 1.135,1                    | 12,7              | 7,9   | 20,6   | 21,1                   | 19,0     | 19,6     | -26,0             | 7,5      | 25,8     |
| Peningamagn (M1) <sup>4</sup> .....                 | 114,2                      | -2,3              | 23,8  | 32,0   | -12,0                  | 3,5      | -5,4     | -37,4             | 18,7     | 34,5     |
| Peningamagn og alm. sparifé (M2) <sup>5</sup> ..... | 206,4                      | 11,0              | 9,3   | 29,7   | -15,8                  | 14,2     | -5,6     | -30,7             | 15,2     | 25,2     |
| Peningamagn og sparifé (M3) <sup>6</sup> .....      | 505,1                      | 14,9              | 15,3  | 23,5   | -10,9                  | 25,7     | -2,7     | -28,6             | 15,6     | 21,2     |
| Peningamagn, sparifé og verðbréf (M4) <sup>7</sup>  | 1.179,7                    | 16,3              | 19,7  | 58,2   | 36,3                   | 18,2     | 147,8    | 20,3              | 14,7     | 80,3     |

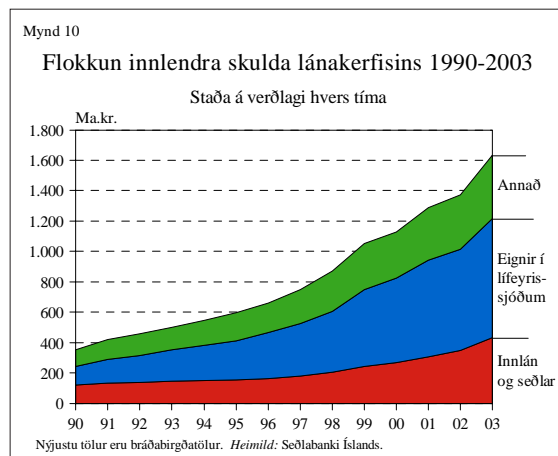
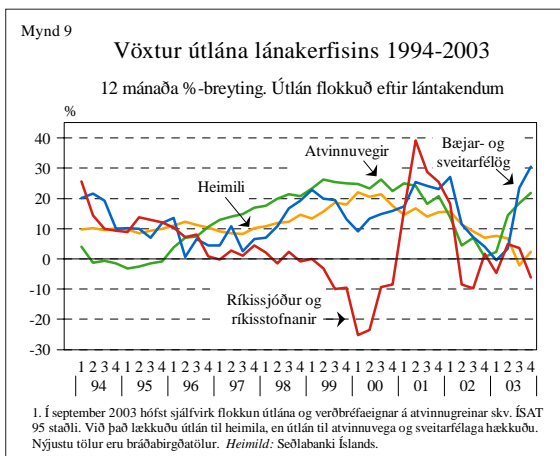
1. Breytingar hafa verið reiknaðar út frá stöðutölum innlánsstofnana og FBA frá mars 1998. Þetta á við um liðina útlán og markaðsskuldabréf, verðbréfaútgáfu, erlent lánsfé og M4. 2. Ríkisvixlar, hlutabréf og eignarleigusamningar meðtaldir. 3. Raðir fyrir flokkun útlána hafa verið umreiknaðar í kjölfar upptöku ÍSAT lánaflökkunar. Upplýsingar um útlán til erlendra aðila liggja fyrir frá janúar 2001. 4. Samtala seðla og myntar í umferð og veltiinnlána innlánsstofnana. 5. Seðlar, mynt og óbundnar innstæður innlánsstofnana. 6. M2 auk bundinna innstæðna innlánsstofnana. 7. M3 auk verðbréfaútgáfu innlánsstofnana. Heimild: Seðlabanki Íslands.



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

| Eignir  | Staða í ma.kr.<br>des. '03 | % -breyting yfir ár |      |       |      |       |       | 3 mán. %-br. til loka |           |          |
|---|----------------------------|---------------------|------|-------|------|-------|-------|-----------------------|-----------|----------|
|   |                            | 1998                | 1999 | 2000  | 2001 | 2002  | 2003  | júni '03              | sept. '03 | des. '03 |
| Útlán og innlend verðbréfaeign.....                                 | 2.230,6                    | 15,1                | 17,3 | 17,3  | 19,2 | 3,2   | 12,5  | 5,1                   | 1,9       | 2,9      |
| Bankakerfi <sup>2</sup> .....                                       | 1.046,8                    | 27,2                | 23,7 | 44,4  | 13,8 | 8,0   | 23,8  | 8,1                   | 6,5       | 3,3      |
| Ýmis lánaþyrntæki.....  | 550,9                      | 13,2                | 17,4 | -3,8  | 20,8 | -2,0  | 8,0   | -0,7                  | 3,2       | 2,7      |
| Íbúðalánasjóður.....  | 445,7                      | 7,2                 | 13,9 | 12,0  | 18,1 | 11,5  | 14,1  | 2,3                   | 4,1       | 3,3      |
| Bindiskyld lánaþyrntæki <sup>3</sup> .....                          | 62,2                       | .                   | .    | -34,9 | 30,3 | -41,4 | -19,0 | -18,8                 | -1,0      | 1,6      |
| Önnur lánaþyrntæki <sup>4</sup> .....                               | 43,1                       | -78,0               | 9,2  | 17,2  | 16,1 | 9,0   | 0,8   | 2,3                   | 0,7       | -1,5     |
| Lífeyrissjóðir.....   | 625,3                      | 8,9                 | 17,9 | 4,6   | 16,4 | 12,2  | 12,7  | 2,5                   | 2,8       | 3,7      |
| Tryggingarsjóðir.....   | 61,8                       | 9,6                 | 10,1 | 24,1  | 12,2 | 6,3   | 10,4  | -2,6                  | -3,7      | 7,8      |
| Verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir.....                              | 184,7                      | 123,5               | 24,1 | -14,0 | 22,3 | 39,2  | 47,0  | 6,4                   | 14,6      | 4,8      |
| Útlönd.....   | 1.149,6                    | 19,3                | 24,0 | 39,6  | 30,0 | -4,3  | 30,9  | 13,2                  | 5,6       | 10,4     |
| Lánasjóðir ríkisins.....  | 332,9                      | -3,7                | 2,2  | 0,0   | 31,9 | -3,0  | -1,7  | 0,6                   | 0,0       | -1,8     |
| Milli samtala.....  | 3.952,0                    | 15,5                | 18,3 | 18,4  | 21,7 | 3,1   | 19,4  | 6,1                   | 4,8       | 4,9      |
| frá dragast innbyrðis viðskipti.....                                | -1.721,5                   | 16,0                | 19,9 | 20,4  | 25,8 | 3,0   | 29,8  | 7,6                   | 8,9       | 7,7      |
| Eignir = skuldir.....   | 2.230,6                    | 15,1                | 17,3 | 17,3  | 19,2 | 3,2   | 12,5  | 5,1                   | 1,9       | 2,9      |
| <b>Skuldir</b>  |                            |                     |      |       |      |       |       |                       |           |          |
| Innlendar skuldir.....  | 1.632,8                    | 16,1                | 21,0 | 7,2   | 14,2 | 6,6   | 18,9  | 5,1                   | 2,3       | 5,8      |
| Innlán og seðlar.....   | 432,7                      | 15,7                | 16,6 | 11,1  | 14,9 | 13,4  | 23,5  | 6,2                   | 7,8       | 4,4      |
| Verðbréf.....   | 225,8                      | 30,2                | 23,0 | 9,9   | 6,4  | 0,1   | 40,3  | 13,3                  | 7,6       | 2,6      |
| Tryggingarsjóður.....   | 48,3                       | 5,8                 | 9,1  | 11,5  | 15,6 | 4,4   | 2,2   | -1,1                  | -0,8      | -5,2     |
| Lífeyrissjóðir.....   | 786,0                      | 15,2                | 27,4 | 9,9   | 13,7 | 4,9   | 18,3  | 5,3                   | 4,7       | 5,8      |
| Eigið fé lánastofnana.....  | 218,9                      | 5,7                 | -1,9 | 14,3  | 26,0 | 19,4  | 18,2  | -0,3                  | 3,5       | 9,9      |
| Annað, nettó.....   | -78,9                      | .                   | .    | .     | .    | .     | .     | .                     | .         | .        |
| Erlendar skuldir, nettó.....  | 597,8                      | 12,6                | 6,6  | 50,3  | 30,8 | -3,7  | -1,9  | 5,1                   | 0,9       | -4,2     |
| <b>Flokkun útlána og verðbréfaeignar lánakerfisins:<sup>5</sup></b> |                            |                     |      |       |      |       |       |                       |           |          |
| Ríkissjóður og ríkisstofnanir.....                                  | 148,9                      | -0,9                | -9,5 | -8,4  | 25,4 | 1,7   | -6,2  | -0,6                  | 7,3       | -6,8     |
| Bæjar- og sveitarfélög <sup>6</sup> .....                           | 119,9                      | 19,3                | 13,1 | 15,9  | 23,0 | 4,1   | 30,4  | 1,5                   | 19,7      | 7,6      |
| Atvinnuvegir <sup>6</sup> .....                                     | 1.185,6                    | 20,8                | 24,9 | 22,5  | 20,7 | 0,6   | 21,8  | 9,3                   | 6,3       | 1,8      |
| Heimili <sup>6</sup> .....  | 776,1                      | 14,6                | 18,0 | 17,6  | 15,5 | 7,0   | 2,3   | 1,2                   | -7,3      | 6,0      |

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur og áætlaðar tölur að hluta. 2. Í janúar 2002 fékk Kaupþing viðskiptabankaleyfi og færðist við það úr „Fjárfestingar-bönkum o.fl.“ (sem nú heitir Bindiskyld lánaþyrntæki) í „Bankakerfi“. 3. Bindiskyld lánaþyrntæki eru: Frjálsi fjárfestingarbankinn hf., Framtak fjárfestingarbanki hf., Lýsing, SP-fjármögnun, Europay og Greiðslumiðlun hf. Í maí sl. sameinaðist eignarleigan Glitnir Íslandsbanka og færðist við það úr þessum geira yfir í bankakerfi. 4. Önnur lánaþyrntæki eru: Lánasjóður landbúnaðarins, Framleiðnisjóður landbúnaðarins, Lánasjóður sveitarfélaga og Bygga-stofnun. 5. Útlánaflokkun er áætluð að hluta. 6. Í september sl. var tekin upp sjálfvirk flokkun útlána skv. ÍSAT-staðli. Það hafði í för með sér að útlán fluttust af heimilum yfir á sveitarfélög og atvinnuvegi, bæði hjá bankakerfi og íbúðalánasjóði. Heimild: Seðlabanki Íslands.



## Tafla 7 Fjármálamarkaður

| Í lok tímabils                           | Staða í ma.kr. |       |          | 1 mán. %-breytingar |           |          | 12 mán. %-breytingar |           |          |
|--|----------------|-------|----------|---------------------|-----------|----------|----------------------|-----------|----------|
|  | 2002           | 2003  | mars '04 | jan. '04            | febr. '04 | mars '04 | jan. '04             | febr. '04 | mars '04 |
| Peningamarkaður <sup>1</sup> .....       | 22,2           | 29,6  | 42,5     | 11,4                | -14,4     | 23,0     | 13,8                 | 5,5       | -6,0     |
| Skuldabréfamarkaður <sup>2</sup> .....   | 645,8          | 710,0 | 1.302,0  | 3,5                 | 1,7       | 5,2      | 66,9                 | 67,4      | 65,0     |
| þar af spariskírteini ríkissjóðs.....    | 69,0           | 55,8  | 50,7     | -7,0                | 0,2       | 2,3      | -12,3                | 2,5       | 3,9      |
| þar af húsbréf.....                      | 225,3          | 259,2 | 318,1    | 1,0                 | 1,0       | 1,3      | 18,5                 | 18,3      | 17,8     |
| Hlutabréfamarkaður.....                  | 428,0          | 529,3 | 781,5    | 12,0                | 8,1       | -2,0     | 39,0                 | 47,4      | 44,0     |
| Hlutdeildarskírteini verðbréfasjóða..... | 99,8           | 129,9 | 223,8    | 3,2                 | 4,3       | 5,0      | 49,2                 | 50,6      | 46,7     |

1. Markaðsvíxlar ríkissjóðs, banka og sparissjóða og fjárfestingarlánasjóða. 2. Spariskírteini, ríkisbréf, húsbréf, húsnæðisbréf, skráð skuldabréf banka, sparissjóða, 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 |          |          |
|--|----------|-------|----------|-----------------|----------|----------|------------------|----------|----------|
|  | 2002     | 2003  | apr. '04 | febr. '04       | mars '04 | apr. '04 | apr. '02         | apr. '03 | apr. '04 |
| Launavísitala (1990=100).....  | 195,0    | 205,9 | 213,1    | 0,2             | 0,6      | 0,3      | 8,0              | 5,6      | 4,0      |
| Raunlaun (1990=100) <sup>1</sup> .....   | 127,5    | 131,8 | 133,2    | 0,5             | 0,0      | -0,3     | 0,5              | 3,2      | 1,8      |
| Fjöldi nýrra atvinnuleyfa.....   | 3.637    | 3.299 | 212      | 18              | -38      | -71      | -70              | -64      | -8       |
| Laus störf hjá vinnumiðlunum um land allt.....                                       | 221      | 459   | 625      | -37             | 125      | 143      | -384             | 193      | 177      |
| Höfuðborgarsvæðið.....   | 66       | 104   | 174      | 16              | 40       | 27       | -317             | 32       | 60       |

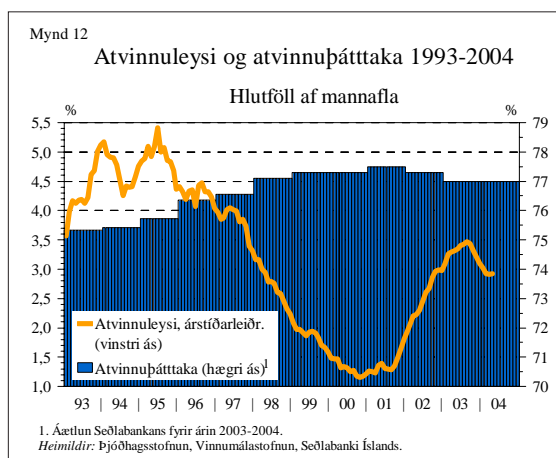
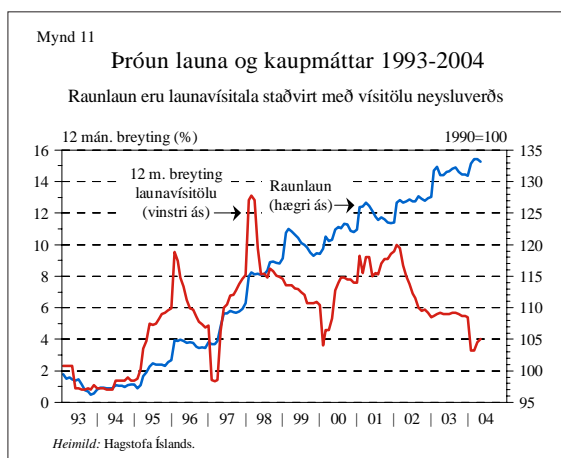
  

| Meðaltal tímabils                                   | 2001  | 2002  | 2003  | febr. '04 | mars '04 | apr. '04 | apr. '02 | apr. '03 | apr. '04 |
|---|-------|-------|-------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Fjöldi atvinnulausra.....                           | 2.009 | 3.631 | 4.893 | 5.097     | 4.991    | 4.904    | 3.692    | 5.509    | 4.904    |
| Atvinnuleysi (hlutfall af mannafla).....            | 1,4   | 2,5   | 3,4   | 3,6       | 3,5      | 3,5      | 2,6      | 3,9      | 3,5      |
| Árstíðaleiðrétt atvinnuleysi (hlutfall af mannafla) | .     | .     | .     | 2,9       | 2,9      | 2,9      | 2,2      | 3,3      | 2,9      |

| Ársfjórðungslegar mælingar                 | Meðaltöl |       |       | 3 mán. %-breyting |       |      | 12 mán. %-breyting |      |      |
|--|----------|-------|-------|-------------------|-------|------|--------------------|------|------|
|  | 2002     | 2003  | I'04  | III'03            | IV'03 | I'04 | I'02               | I'03 | I'04 |
| Launavísitala (1990=100).....              | 195,0    | 205,8 | 211,5 | 0,5               | 0,5   | 2,0  | 9,5                | 5,6  | 3,5  |
| Laun á almennum vinnumarkaði.....          | 178,6    | 188,5 | 191,8 | 0,4               | 0,5   | 1,1  | 6,4                | 5,3  | 2,4  |
| Laun opinb. starfsmanna og bankamanna..... | 221,9    | 234,5 | 244,4 | 0,5               | 0,5   | 3,5  | 14,1               | 6,2  | 5,0  |

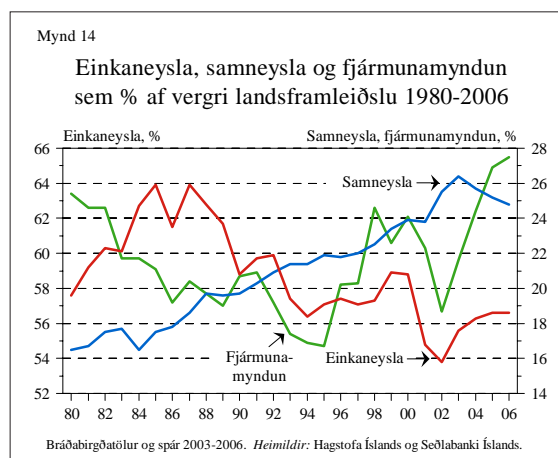
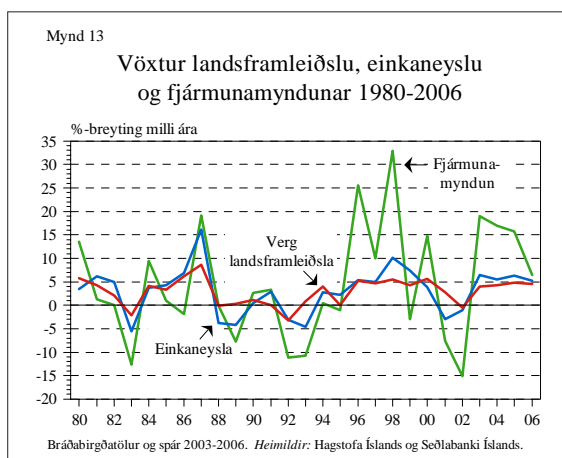
1. Staðvirk með neysluverðsvísitölu. Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands



## Tafla 9 Þjóðhagslegt yfirlit - árlegar tölur

| Milljarðar króna                               | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | Áætlun |       | Spá    |         |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|---------|
|  |       |       |       |       |       | 2003   | 2004  | 2005   | 2006    |
| Verg landsframleiðsla (VLF), verðlag hvers árs | 568,8 | 609,5 | 661,9 | 743,6 | 778,5 | 806,4  | 866,3 | 945,0  | 1.024,3 |
| Viðskiptajöfnuður, verðlag hvers árs .....     | -39,5 | -42,6 | -67,1 | -30,4 | -2,2  | -45,5  | -76,1 | -107,9 | -122,8  |
| VLF á föstu verði ársins 1990.....             | 428,2 | 445,9 | 471,1 | 484,4 | 481,4 | 500,8  | 522,1 | 546,8  | 571,5   |
| VÞF á föstu verði ársins 1990.....             | 418,4 | 436,1 | 456,6 | 467,2 | 469,1 | 489,8  | 511,0 | 532,8  | 554,1   |
| <i>Magnbreytingar milli ára í %</i>            |       |       |       |       |       |        |       |        |         |
| Einkaneysla .....                              | 10,1  | 7,4   | 3,8   | -3,0  | -1,0  | 6,4    | 5½    | 6¼     | 5¼      |
| Samneysla.....                                 | 3,4   | 4,9   | 4,3   | 3,2   | 3,9   | 3,0    | ½     | 2      | 2       |
| Fjármunamyndun.....                            | 32,9  | -3,0  | 14,8  | -7,6  | -15,1 | 19,0   | 17    | 15¾    | 6½      |
| Atvinnuvegir.....                              | 45,8  | -5,1  | 14,9  | -15,2 | -22,7 | 24,0   | 30¼   | 24¾    | 7¼      |
| Íbúðarhúsnæði .....                            | 1,3   | 0,3   | 15,2  | 17,8  | 5,2   | 13,3   | 12    | 4      | 3       |
| Hið opinbera .....                             | 23,4  | 2,7   | 14,0  | -1,7  | -12,3 | 12,0   | -17   | -8½    | 9       |
| Þjóðarútgjöld .....                            | 13,5  | 4,2   | 6,8   | -3,7  | -2,8  | 8,0    | 7     | 7¾     | 5       |
| Útflutningur vöru og þjónustu.....             | 2,1   | 4,0   | 5,0   | 7,7   | 3,6   | -0,7   | 5     | 4      | 6       |
| Vöruútflutningur .....                         | -2,6  | 7,1   | -1,3  | 7,3   | 6,6   | -1,1   | 5     | 3¼     | 7¾      |
| Þjónustuútflutningur .....                     | 13,2  | -2,5  | 19,4  | 8,5   | -1,9  | 0,0    | 4½    | 5½     | 2½      |
| Innflutningur vöru og þjónustu .....           | 23,5  | 4,2   | 8,0   | -9,0  | -2,6  | 9,7    | 11¾   | 11½    | 7       |
| Vöruinnflutningur.....                         | 24,3  | 3,2   | 2,7   | -10,0 | -3,4  | 7,2    | 13    | 14½    | 7½      |
| Þjónustuinnflutningur .....                    | 21,2  | 6,9   | 21,5  | -6,9  | -0,7  | 14,6   | 9½    | 4½     | 5       |
| Verg landsframleiðsla (VLF).....               | 5,5   | 4,2   | 5,6   | 2,7   | -0,5  | 4,0    | 4¼    | 4¼     | 4½      |
| Verg þjóðarframleiðsla (VÞF) .....             | 5,6   | 4,2   | 4,7   | 2,3   | 0,4   | 4,5    | 4¼    | 4¼     | 4       |
| Vergar þjóðartekjur.....                       | 7,7   | 4,0   | 3,7   | 2,5   | 0,8   | 2,5    | 3½    | 4¾     | 4¼      |
| Viðskiptakjör vöru- og þjónustuviðskipta.....  | 5,6   | -0,8  | -2,7  | 0,3   | 0,5   | -4,4   | -1¾   | 1¼     | ¼       |
| <i>Hlutföll af VLF (%)</i>                     |       |       |       |       |       |        |       |        |         |
| Einkaneysla .....                              | 57,3  | 58,9  | 58,8  | 54,8  | 53,8  | 55,6   | 56¼   | 56¼    | 56½     |
| Fjármunamyndun.....                            | 24,6  | 22,6  | 24,1  | 22,3  | 18,7  | 21,6   | 24½   | 26¾    | 27½     |
| Viðskiptajöfnuður .....                        | -6,9  | -7,0  | -10,1 | -4,1  | -0,3  | -5,6   | -8¾   | -11½   | -12     |
| Þjóðhagslegur sparnaður .....                  | 17,9  | 15,6  | 14,3  | 17,9  | 18,8  | 15,8   | 15½   | 15½    | 15½     |

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



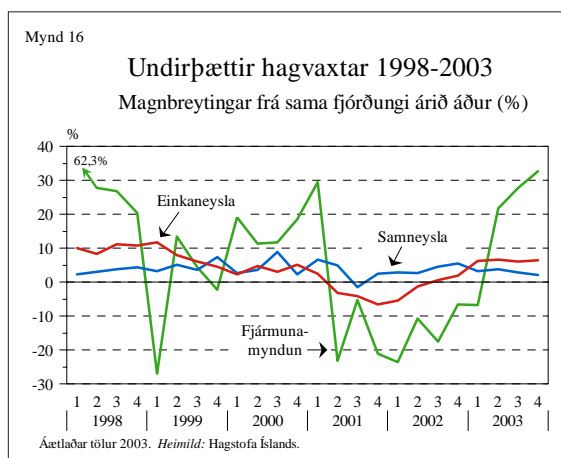
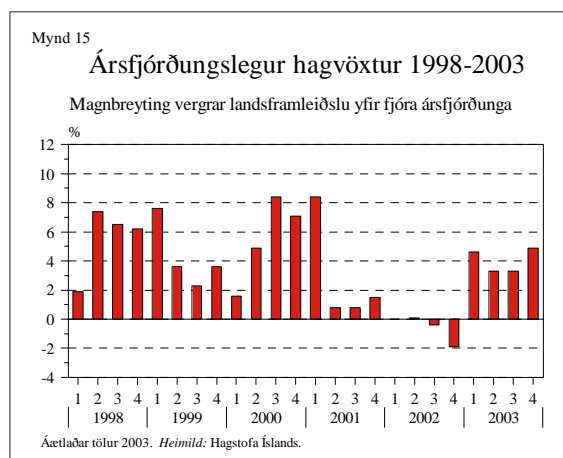
## Tafla 9 (frh.) Þjóðhagslegt yfirlit - ársfjórðungstölur

| Milljarðar króna     | Einkaneysla | Samneysla | Fjármunamyndun | Birgðabreyt. | Þjóðargjöld | Útflutn. | Innflutn. | Verg landsframléiðsla |
|----------------------|-------------|-----------|----------------|--------------|-------------|----------|-----------|-----------------------|
| 2000: 4. ársfj. .... | 105.245     | 41.391    | 43.456         | 3.004        | 193.095     | 58.972   | -75.376   | 176.691               |
| 2001: 1. ársfj. .... | 95.027      | 41.146    | 42.547         | -2.739       | 175.981     | 64.635   | -74.773   | 165.843               |
| 2001: 2. ársfj. .... | 102.023     | 43.990    | 38.085         | 53           | 184.151     | 71.684   | -74.897   | 180.938               |
| 2001: 3. ársfj. .... | 102.611     | 44.372    | 44.955         | 622          | 192.559     | 84.146   | -84.131   | 192.574               |
| 2001: 4. ársfj. .... | 108.072     | 47.148    | 39.884         | -20          | 195.084     | 82.602   | -73.478   | 204.208               |
| 2002: 1. ársfj. .... | 97.900      | 47.714    | 35.501         | -339         | 180.776     | 76.495   | -71.239   | 186.032               |
| 2002: 2. ársfj. .... | 105.290     | 49.249    | 36.124         | -896         | 189.766     | 79.239   | -75.333   | 193.672               |
| 2002: 3. ársfj. .... | 105.284     | 49.291    | 37.145         | 825          | 192.545     | 80.789   | -75.342   | 197.992               |
| 2002: 4. ársfj. .... | 110.303     | 52.156    | 36.797         | 229          | 199.486     | 72.279   | -70.995   | 200.770               |
| 2003: 1. ársfj. .... | 104.096     | 51.341    | 33.381         | -858         | 187.960     | 71.010   | -67.487   | 191.483               |
| 2003: 2. ársfj. .... | 112.324     | 53.196    | 43.061         | -240         | 208.341     | 67.461   | -78.412   | 197.390               |
| 2003: 3. ársfj. .... | 112.444     | 52.727    | 48.594         | -220         | 213.546     | 79.264   | -87.086   | 205.724               |
| 2003: 4. ársfj. .... | 119.136     | 55.298    | 49.509         | -184         | 223.759     | 66.722   | -78.639   | 211.842               |

### Magnbreyting frá sama fjórðungi árið áður (%)

|                      |      |      |       |      |       |      |       |      |
|----------------------|------|------|-------|------|-------|------|-------|------|
| 2000: 4. ársfj. .... | 5,1  | 2,3  | 18,5  | 2,3  | 9,6   | 1,3  | 8,8   | 7,1  |
| 2001: 1. ársfj. .... | 2,6  | 6,7  | 29,5  | -1,8 | 7,4   | 15,2 | 11,5  | 8,4  |
| 2001: 2. ársfj. .... | -3,2 | 5,0  | -23,2 | -0,3 | -7,1  | 2,7  | -16,4 | 0,8  |
| 2001: 3. ársfj. .... | -4,1 | -1,5 | -5,2  | 0,8  | -3,2  | 1,2  | -8,1  | 0,8  |
| 2001: 4. ársfj. .... | -6,6 | 2,5  | -21,1 | -2,2 | -10,2 | 13,7 | -19,8 | 1,5  |
| 2002: 1. ársfj. .... | -5,4 | 2,8  | -23,5 | 1,7  | -6,9  | 3,1  | -14,0 | 0,0  |
| 2002: 2. ársfj. .... | -1,3 | 2,7  | -10,6 | -0,7 | -3,2  | 11,8 | 2,4   | 0,1  |
| 2002: 3. ársfj. .... | 0,6  | 4,6  | -17,5 | 0,3  | -2,6  | 2,4  | -3,2  | -0,4 |
| 2002: 4. ársfj. .... | 2,0  | 5,5  | -6,6  | 0,2  | 1,1   | -2,1 | 6,7   | -1,9 |
| 2003: 1. ársfj. .... | 6,3  | 3,2  | -6,7  | 0,0  | 3,0   | 5,0  | 0,6   | 4,6  |
| 2003: 2. ársfj. .... | 6,7  | 3,9  | 21,8  | 0,6  | 9,7   | -5,1 | 10,6  | 3,3  |
| 2003: 3. ársfj. .... | 6,1  | 2,9  | 27,7  | -0,7 | 9,0   | 1,4  | 15,7  | 3,3  |
| 2003: 4. ársfj. .... | 6,4  | 2,2  | 32,7  | -0,2 | 10,2  | -3,9 | 10,9  | 4,9  |

Heimild: Hagstofa Íslands.

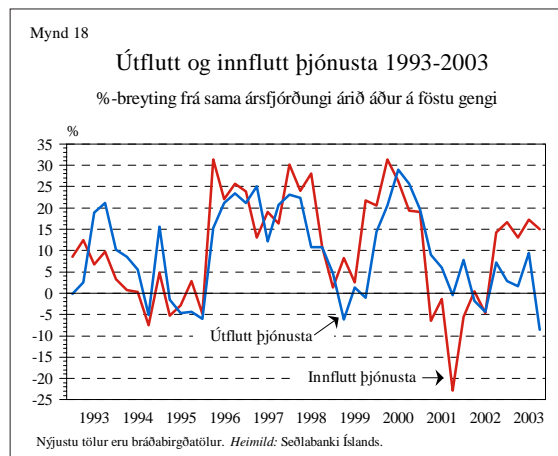
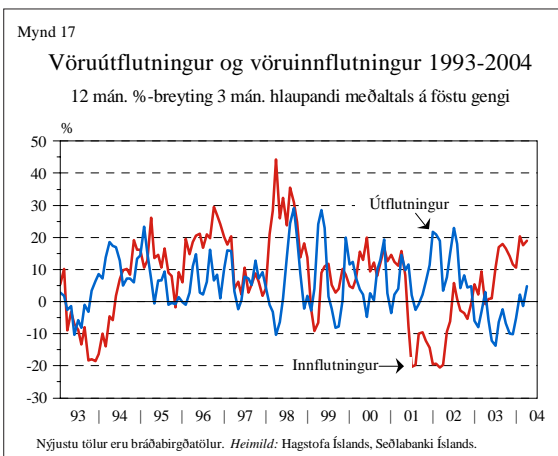


**Tafla 10 Greiðslujöfnuður<sup>1</sup> (frh. á næstu síðu)**

| Vöruiðskipti                           | Milljarðar króna |       |       |       |               | Breyting frá fyrra ári <sup>2</sup> í % m.v. |        |         |
|--|------------------|-------|-------|-------|---------------|--|--------|---------|
|  | 2000             | 2001  | 2002  | 2003  | Jan.-mars '04 | 3 mán.                                       | 6 mán. | 12 mán. |
| Vöruskiptajöfnuður .....               | -38,0            | -6,7  | 13,1  | -16,9 | 0,1           | .  | .      | .       |
| Útfluttar vörur f.o.b.....             | 149,3            | 196,4 | 204,3 | 182,6 | 51,0          | 3,8  | -0,9   | -5,9    |
| Útfluttar vörur án skipa og flugvéla   | 146,1            | 193,1 | 202,0 | 181,2 | 50,8          | 5,2  | 0,5    | -4,9    |
| Sjávarafurðir .....                    | 94,5             | 121,8 | 128,6 | 113,7 | 30,8          | 4,2  | -1,1   | -6,3    |
| Ál og kísiljárn .....                  | 31,6             | 44,4  | 43,5  | 40,3  | 10,3          | -8,7   | -4,5   | -6,6    |
| Aðrar iðnaðarvörur .....               | 15,1             | 19,0  | 14,5  | 21,6  | 8,2           | 35,9   | 14,1   | 4,0     |
| Innfluttar vörur f.o.b. ....           | 187,3            | 203,1 | 191,2 | 199,5 | 50,9          | 20,4   | 15,6   | 14,7    |
| Innfluttar vörur án skipa og flugvéla  | 177,5            | 190,1 | 180,0 | 195,7 | 50,8          | 25,7   | 19,7   | 17,4    |
| Neysluvörur .....                      | 59,3             | 60,8  | 59,5  | 66,3  | .             | 20,0   | 18,1   | 16,4    |
| Fjárfestingarvörur (án flutn.tækja)... | 44,3             | 44,4  | 38,6  | 46,1  | 11,0          | 24,6   | 26,9   | 28,0    |

| Þjónustu- og þáttaviðskipti          | Milljarðar króna |        |        |        |               | Breyting frá fyrra ári <sup>2</sup> í % m.v. |        |         |
|--------------------------------------|------------------|--------|--------|--------|---------------|--|--------|---------|
|                                      | 2000             | 2001   | 2002   | 2003   | 4. ársfj.2003 | 3 mán.                                       | 6 mán. | 12 mán. |
| Þjónustujöfnuður .....               | -9,5             | 1,7    | 1,8    | -11,3  | -6,7          | .  | .      | .       |
| Útflutt þjónusta, alls.....          | 82,4             | 106,5  | 104,5  | 101,9  | 21,2          | -7,5   | 2,9    | 3,7     |
| Samgöngur.....                       | 40,8             | 50,9   | 51,7   | 49,7   | 10,9          | -2,1   | 2,8    | 2,2     |
| Ferðalög .....                       | 18,0             | 22,9   | 22,8   | 24,4   | 4,7           | 3,9  | 13,7   | 13,7    |
| Önnur þjónusta .....                 | 23,6             | 32,7   | 30,0   | 27,8   | 5,6           | -22,7  | -7,2   | -1,4    |
| Innflutt þjónusta, alls .....        | -91,9            | -104,8 | -102,7 | -113,1 | -27,9         | 16,7   | 17,5   | 17,6    |
| Samgöngur .....                      | -32,7            | -37,1  | -39,3  | -39,8  | -9,8          | 8,2  | 8,8    | 8,1     |
| Ferðalög .....                       | -37,1            | -36,4  | -33,4  | -39,9  | -10,8         | 29,7   | 27,6   | 27,3    |
| Önnur þjónusta .....                 | -22,1            | -31,3  | -30,0  | -33,4  | -7,3          | 11,7   | 17,1   | 19,0    |
| Jöfnuður þáttatekna .....            | -19,4            | -25,2  | -19,3  | -17,4  | -1,1          | .  | .      | .       |
| Tekjur .....                         | 11,6             | 16,8   | 17,1   | 18,5   | 6,0           | -0,2   | 8,4    | 15,2    |
| Laun .....                           | 5,5              | 5,8    | 5,4    | 6,2    | 1,6           | 5,5  | 14,2   | 22,4    |
| Vextir.....                          | 3,5              | 3,4    | 4,9    | 4,1    | 1,1           | -11,3  | -12,5  | -10,4   |
| Ávöxtun hlutafjár <sup>3</sup> ..... | 2,6              | 7,7    | 6,8    | 8,1    | 3,3           | 1,5  | 17,1   | 27,9    |
| Gjöld .....                          | -31,0            | -42,1  | -36,4  | -35,9  | -7,0          | -19,4  | -4,5   | 5,2     |
| Laun .....                           | -0,8             | -0,5   | -0,7   | -0,5   | -0,1          | -2,7   | -19,5  | -29,3   |
| Vextir.....                          | -28,5            | -41,1  | -34,2  | -31,7  | -7,1          | -8,3   | -3,4   | -1,2    |
| Ávöxtun hlutafjár <sup>3</sup> ..... | -1,6             | -0,5   | -1,5   | -3,7   | 0,2           | -122,9                                       | -18,5  | 174,1   |
| Rekstrarframlög .....                | -0,8             | -1,0   | 1,2    | -0,9   | -0,4          | -12,2  | -115,1 | -184,4  |
| Viðskiptajöfnuður.....               | -67,1            | -30,4  | -2,2   | -45,5  | -13,4         | .  | .      | .       |

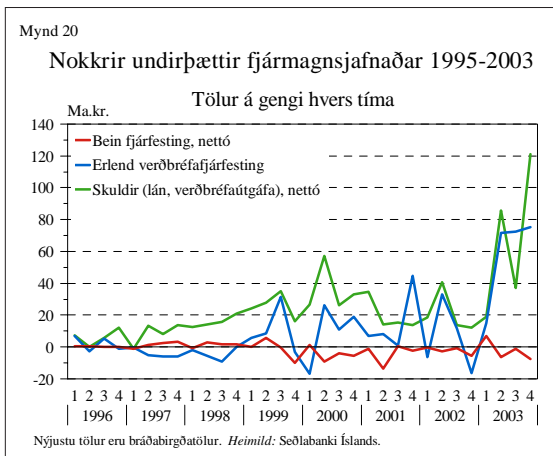
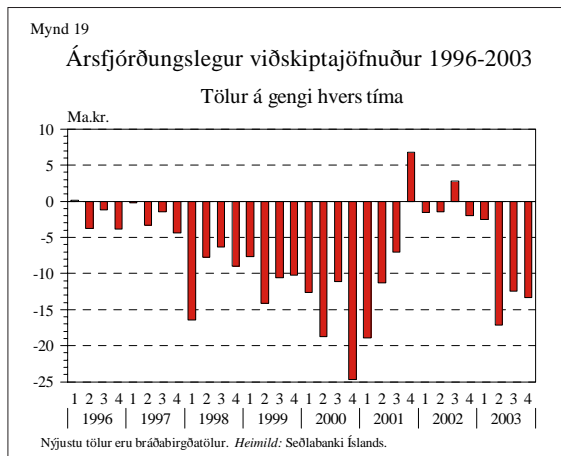




**Tafla 10 Greiðslujöfnuður (frh.)<sup>1</sup>**

|  | Milljarðar króna |       |       |        |               | Breyting frá fyrra ári <sup>2</sup> í ma.kr. m.v. |        |         |
|--|------------------|-------|-------|--------|---------------|---|--------|---------|
|  | 2000             | 2001  | 2002  | 2003   | 4. ársfj. '03 | 3 mán.  | 6 mán. | 12 mán. |
| Fjármagnsjöfnuður .....                            | 71,9             | 18,3  | 11,5  | 31,8   | -7,7          | .   | .      | .       |
| Fjárframlög .....                                  | -0,2             | 0,4   | -0,1  | -0,4   | -0,2          | -0,1  | -0,3   | -0,3    |
| Fjármagnshreyfingar <sup>4</sup> .....             | 72,2             | 17,9  | 11,7  | 32,2   | -7,5          | -14,6   | 1,4    | 21,3    |
| Hreyfingar án forða .....                          | 66,4             | 13,1  | 17,3  | 55,6   | 6,1           | 9,8   | 22,1   | 39,4    |
| Bein fjárfesting, nettó .....                      | -17,5            | -16,8 | -9,2  | -8,5   | -7,6          | -2,1  | -2,9   | 0,1     |
| Erlendis .....                                     | -31,0            | -33,6 | -19,9 | -15,1  | -12,6         | 2,2   | 0,1    | 3,7     |
| Á Íslandi .....                                    | 13,4             | 16,9  | 10,8  | 6,5    | 5,0           | -4,3  | -3,0   | -3,6    |
| Verðbréfavíðskipti, nettó .....                    | 39,4             | 60,8  | 22,2  | 234,4  | 75,4          | 91,2  | 152,2  | 213,6   |
| Erlend verðbréf .....                              | -50,4            | -5,6  | -30,0 | -45,4  | -17,9         | -8,8  | -9,6   | -17,2   |
| Hlutfæ .....                                       | -49,9            | -5,8  | -25,7 | -40,6  | -17,1         | -9,3  | -11,0  | -16,4   |
| Skuldaskjöl .....                                  | -0,4             | 0,2   | -4,3  | -4,8   | -0,8          | 0,6   | 1,4    | -0,8    |
| Innlend verðbréf .....                             | 89,8             | 66,5  | 52,2  | 279,8  | 93,3          | 100,0   | 161,8  | 230,8   |
| Hlutfæ .....                                       | -3,4             | 4,3   | 1,5   | -2,6   | 1,2           | -2,2  | -2,0   | -4,0    |
| Skuldaskjöl .....                                  | 93,1             | 62,2  | 50,7  | 282,4  | 92,1          | 102,2   | 163,8  | 234,8   |
| Aðrar fjármagnshreyfingar, nettó <sup>4</sup> .... | 44,6             | -30,9 | 4,4   | -170,2 | -61,7         | -79,3   | -127,2 | -174,3  |
| Eignir .....                                       | -7,1             | -47,1 | -30,4 | -150,8 | -90,7         | -86,4   | -96,0  | -122,2  |
| Skuldir .....                                      | 51,7             | 16,2  | 34,8  | -19,5  | 29,0          | 7,1   | -31,2  | -52,1   |
| Gjaldeyrisforði (- aukning) .....                  | 5,8              | 4,8   | -5,7  | -23,4  | -13,6         | -24,4   | -20,6  | -18,1   |
| Skekkjur og vantið, nettó .....                    | -4,8             | 12,1  | -9,3  | 13,7   | 21,1          | .   | .      | .       |
| <i>Liðir til skýringa:</i>                         |                  |       |       |        |               |   |        |         |
| Skuldabréf, lán o.fl., nettó .....                 | 143,0            | 36,3  | 45,1  | 83,9   | 15,9          | -0,9  | 17,3   | 41,6    |
| Eignir .....                                       | -0,5             | -42,1 | -40,4 | -179,0 | -105,1        | -110,2  | -115,3 | -141,1  |
| Seðlabankinn .....                                 | 7,0              | 4,8   | -5,7  | -23,3  | -13,6         | -24,4   | -20,6  | -18,0   |
| Hið opinbera .....                                 | -                | -     | -     | -      | -             | -   | -      | -       |
| Innlánsstofnanir .....                             | -4,1             | -18,5 | -33,3 | -155,7 | -95,7         | -90,6   | -102,2 | -124,4  |
| Aðrir .....  | -3,5             | -28,4 | -1,4  | 0,0    | 4,2           | 4,7   | 7,5    | 1,4     |
| Skuldir .....                                      | 143,5            | 78,4  | 85,4  | 262,9  | 121,1         | 109,3   | 132,6  | 182,7   |
| Seðlabankinn .....                                 | 9,4              | -5,8  | 4,8   | -15,9  | -0,1          | 0,9   | -5,9   | -20,4   |
| Hið opinbera .....                                 | 16,2             | 42,2  | 17,5  | -4,7   | 0,1           | 10,7  | -6,1   | -21,2   |
| Innlánsstofnanir .....                             | 73,9             | 12,9  | 54,2  | 262,9  | 115,0         | 91,4  | 145,2  | 212,1   |
| Aðrir .....  | 44,0             | 29,1  | 8,9   | 20,5   | 6,1           | 6,4   | -0,6   | 12,2    |

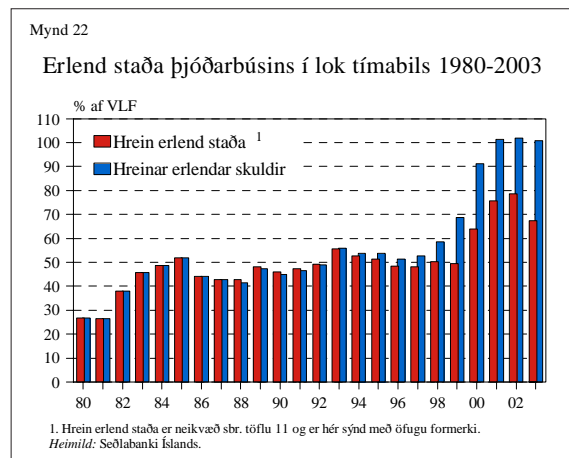
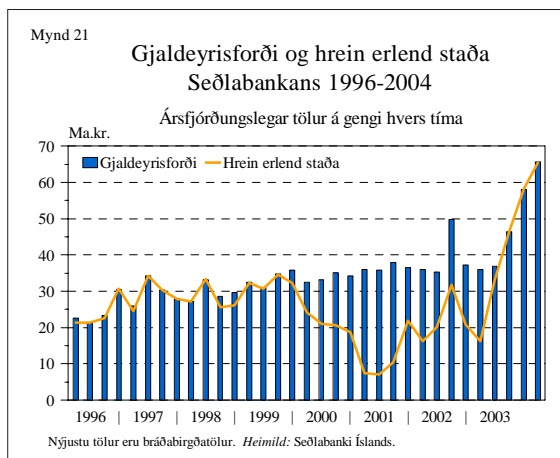
1. Nýjstu tölur eru bráðabirgðatölur. 2. Breytingar á undirliðum vöruskipta- og þjónustujafnaðar eru sýndar í % en á undirliðum fjármagnsjafnaðar sem krónur. Allar breytingar eru reiknaðar á föstu gengi. 3. Arðgreiðslur og endurfjárfesting hagnaðar í beinni fjárfestingu. 4. Flæði til landsins er með jákvæðu formerki og stafar af lækkun á erlendri eign eða skuldaaukningu, en flæði frá landinu er með neikvæðu formerki, þ.e. eignaukning eða endurgreiðsla skulda. Heimild: Seðlabanki Íslands.



**Tafla 11 Erlend staða þjóðarbúsins**

| Ma.kr.  | Staða í lok tímabils |        |        |         |        |          |          |           |          |  |
|---|----------------------|--------|--------|---------|--------|----------|----------|-----------|----------|--|
|   | 1998                 | 1999   | 2000   | 2001    | 2002   | mars '03 | júní '03 | sept. '03 | des. '03 |  |
| Hrein staða við útlönd .....                        | -289,2               | -302,3 | -448,7 | -587,0  | -567,1 | -549,6   | -554,2   | -573,2    | -538,9   |  |
| Erlendar eignir .....                               | 152,4                | 244,1  | 315,8  | 421,1   | 397,2  | 403,0    | 485,4    | 528,7     | 671,3    |  |
| Bein fjárfesting .....                              | 23,7                 | 33,0   | 56,2   | 86,7    | 89,6   | 86,9     | 86,7     | 89,4      | 101,9    |  |
| Eigið fjármagn .....                                | 9,8                  | 16,6   | 41,0   | 66,6    | 70,7   | 70,4     | 72,7     | 76,1      | 82,2     |  |
| Lán til tengdra félaga .....                        | 13,9                 | 16,4   | 15,2   | 20,2    | 18,9   | 16,5     | 13,9     | 13,3      | 19,7     |  |
| Erlend markaðsverðbréf .....                        | 72,5                 | 138,8  | 186,3  | 202,5   | 159,3  | 165,3    | 202,2    | 220,3     | 250,8    |  |
| Hlutabréf .....                                     | 62,9                 | 125,5  | 179,7  | 188,0   | 148,9  | 147,5    | 179,5    | 195,2     | 225,8    |  |
| Skuldaskjöl .....                                   | 9,5                  | 13,4   | 6,6    | 14,6    | 10,4   | 17,8     | 22,6     | 25,1      | 25,1     |  |
| Aðrar fjáreignir en forði .....                     | 26,6                 | 36,6   | 39,1   | 95,2    | 111,1  | 114,9    | 159,7    | 172,6     | 260,4    |  |
| Gjaldeyrisforði .....                               | 29,6                 | 35,8   | 34,2   | 36,6    | 37,2   | 35,9     | 36,9     | 46,4      | 58,1     |  |
| Erlendar skuldir alls .....                         | 441,6                | 546,4  | 764,5  | 1.008,1 | 964,3  | 952,6    | 1.039,6  | 1.101,9   | 1.210,2  |  |
| Bein fjárfesting á Íslandi .....                    | 32,3                 | 34,9   | 41,5   | 69,5    | 61,5   | 65,3     | 44,7     | 55,1      | 54,6     |  |
| Eigið fjármagn .....                                | 24,0                 | 25,3   | 33,1   | 63,7    | 56,6   | 60,9     | 41,7     | 52,1      | 48,7     |  |
| Lán frá tengdum félögum .....                       | 8,3                  | 9,6    | 8,5    | 5,9     | 4,9    | 4,4      | 2,9      | 3,0       | 6,0      |  |
| Innlend markaðsverðbréf .....                       | 157,6                | 227,4  | 346,7  | 468,0   | 468,3  | 476,1    | 570,8    | 665,2     | 753,1    |  |
| Hlutafé .....                                       | 6,1                  | 6,0    | 1,2    | 5,6     | 7,9    | 5,7      | 4,2      | 5,0       | 5,9      |  |
| Skuldaskjöl .....                                   | 151,5                | 221,4  | 345,5  | 462,4   | 460,4  | 470,5    | 566,6    | 660,2     | 747,2    |  |
| Aðrar erlendar skuldir .....                        | 251,7                | 284,2  | 376,2  | 470,6   | 434,5  | 411,1    | 424,1    | 381,5     | 402,5    |  |
| Löng lán .....                                      | 198,6                | 229,2  | 289,0  | 377,3   | 296,6  | 282,3    | 272,8    | 261,7     | 257,9    |  |
| Skammtímaskuldir .....                              | 53,1                 | 55,0   | 87,2   | 93,3    | 137,9  | 128,8    | 151,3    | 119,8     | 144,6    |  |
| <i>Ýmsar kennitölur</i>                             |                      |        |        |         |        |          |          |           |          |  |
| Áhættufjármagn, nettó .....                         | 48,0                 | 117,6  | 193,1  | 199,6   | 169,2  | 163,4    | 217,3    | 224,5     | 267,2    |  |
| Skuldabréf, lán o.fl., nettó .....                  | -337,2               | -419,9 | -641,8 | -786,6  | -736,3 | -713,0   | -771,5   | -797,7    | -806,1   |  |
| Seðlabankinn .....                                  | 26,0                 | 32,2   | 18,6   | 21,7    | 20,8   | 25,9     | 32,6     | 46,2      | 58,1     |  |
| Hið opinbera .....                                  | -135,3               | -138,2 | -167,4 | -239,6  | -226,9 | -214,1   | -219,6   | -221,9    | -218,7   |  |
| Innlánsstofnanir .....                              | -94,1                | -145,2 | -329,5 | -377,4  | -367,9 | -369,0   | -409,7   | -450,7    | -468,3   |  |
| Aðrir geirar .....                                  | -133,9               | -168,6 | -163,4 | -191,4  | -162,2 | -155,7   | -174,9   | -171,4    | -177,3   |  |
| <i>Hlutföll af landsframleiðslu (%)<sup>1</sup></i> |                      |        |        |         |        |          |          |           |          |  |
| Hrein erlend staða .....                            | -50,2                | -49,4  | -63,8  | -75,6   | -78,5  | -69,0    | -68,3    | -69,7     | -67,4    |  |
| Hreinar erlendar skuldir <sup>2</sup> .....         | 58,5                 | 68,6   | 91,2   | 101,3   | 101,9  | 89,6     | 95,1     | 97,0      | 100,8    |  |
| Vergar erlendar skuldir <sup>2</sup> .....          | 70,0                 | 82,5   | 102,5  | 120,1   | 123,8  | 110,7    | 122,2    | 126,7     | 143,8    |  |
| Langtímaskuldir .....                               | 58,5                 | 67,1   | 83,6   | 97,4    | 94,8   | 83,6     | 89,3     | 96,3      | 109,7    |  |
| Skammtímaskuldir .....                              | 11,5                 | 15,4   | 18,9   | 22,7    | 29,0   | 27,1     | 32,9     | 30,4      | 34,1     |  |

1. Tölur um skuldastöðu og verga landsframleiðslu eru færðar á sambærilegt gengi m.v. SDR. Skuldastaða í lok ársfjórðungs er reiknuð beint í hlutfalli við áætlaða landsframleiðslu ársins. 2. Án áhættufjármagns. Heimild: Seðlabanki Íslands.

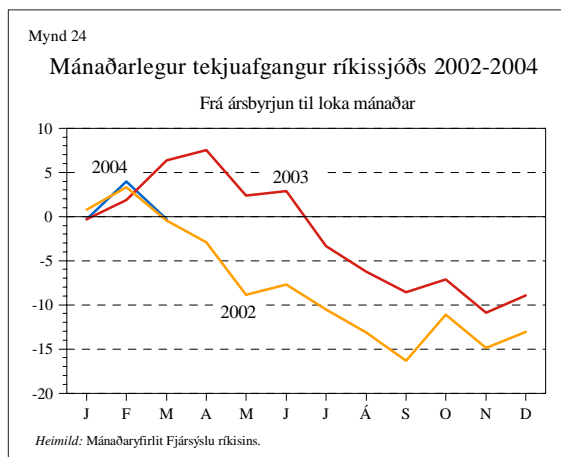
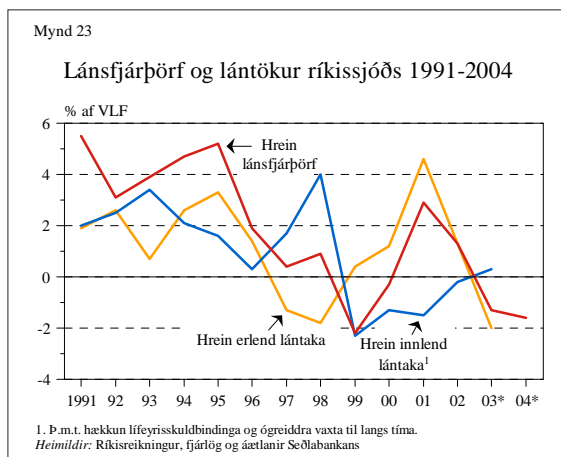


**Tafla 12 Yfirlit um fjármál ríkissjóðs<sup>1</sup>**

|  | Rekstrargrunnur (skv. ríkisreikn.) |       |       | Jan.-des. |       | %breyt.<br>milli ára | Nóv.-febr. |      | %breyt.<br>milli ára |
|--|------------------------------------|-------|-------|-----------|-------|----------------------|------------|------|----------------------|
|  | 2000                               | 2001  | 2002  | 2002      | 2003  |                      | 2003       | 2004 |                      |
| <i>Fjárhæðir eru í ma.kr.</i>                        |                                    |       |       |           |       |                      |            |      |                      |
| Tekjur.....  | 224,7                              | 237,4 | 259,2 | 233,8     | 259,8 | 11,1                 | 87,0       | 97,0 | 11,5                 |
| Gjöld.....   | 229,0                              | 228,7 | 267,3 | 246,8     | 268,7 | 8,9                  | 87,0       | 94,8 | 9,0                  |
| Afgangur.....  | -4,3                               | 8,6   | -8,1  | -13,0     | -8,9  | .                    | 0,0        | 2,2  | .                    |
| Viðskiptareikningar, nettóinnheimta                  | 6,0                                | -6,1  | -14,4 | 1,7       | 9,8   | .                    | 4,5        | 13,0 | .                    |
| Lánveitingar, nettó (innstreymi).....                | 3,3                                | -12,6 | 11,3  | 10,6      | 6,5   | .                    | 5,9        | 0,3  | .                    |
| Hlutafjárviðskipti og stofnfé.....                   | -3,2                               | -11,5 | 0,7   | -3,4      | 4,5   | .                    | -4,7       | 0,6  | .                    |
| Afgangur fyrir lántökur.....                         | 1,9                                | -21,5 | -10,5 | -4,1      | 11,8  | .                    | 5,7        | 16,1 | .                    |
| Lífeyrissjóðir og ógreiddir vextir <sup>2</sup> .... | 7,6                                | -18,8 | -4,2  | -9,0      | -7,5  | .                    | -2,8       | -2,5 | .                    |
| Hreinar, formlegar lántökur.....                     | -8,2                               | 41,6  | 13,5  | 10,6      | -6,0  | .                    | -9,0       | 1,0  | .                    |
| Stuttar innlendar.....                               | -3,9                               | 6,0   | 0,0   | 0,0       | 8,5   | .                    | 0,0        | 0,5  | .                    |
| Langar innlendar.....                                | -12,5                              | 1,8   | 3,0   | 0,1       | 1,6   | .                    | -1,5       | 2,9  | .                    |
| Erlendar.....  | 8,2                                | 33,9  | 10,5  | 10,5      | -16,0 | .                    | -7,5       | -2,4 | .                    |
| Greiðslujöfnuður.....                                | 1,3                                | 1,4   | -1,2  | -2,5      | -1,6  | .                    | -6,1       | 14,6 | .                    |
| <i>Helstu tekna- og útgjaldaliðir</i>                |                                    |       |       |           |       |                      |            |      |                      |
| Tekjur alls.....                                     | 224,7                              | 237,4 | 259,2 | 233,8     | 259,8 | 11,1                 | 87,0       | 97,0 | 11,5                 |
| Tekjuskattur einstaklinga.....                       | 44,1                               | 52,5  | 55,1  | 52,6      | 55,8  | 6,1                  | 20,0       | 22,0 | 9,9                  |
| Aðrir tekju- og eignarskattar <sup>3</sup> .....     | 25,3                               | 27,0  | 27,5  | 25,5      | 28,1  | 10,4                 | 12,1       | 18,4 | 51,6                 |
| Virðisaukaskattur.....                               | 71,9                               | 72,1  | 76,3  | 73,6      | 80,3  | 9,0                  | 25,5       | 28,1 | 10,4                 |
| Vörugjöld og innflutningsskattar <sup>4</sup>        | 18,1                               | 15,9  | 15,4  | 15,6      | 17,5  | 12,4                 | 5,1        | 5,6  | 8,8                  |
| Tryggingagjöld.....                                  | 19,7                               | 21,9  | 23,4  | 22,6      | 25,2  | 11,5                 | 7,5        | 8,6  | 14,3                 |
| Aðrir skattar <sup>5</sup> .....                     | 21,5                               | 22,3  | 22,9  | 22,1      | 23,7  | 6,8                  | 8,6        | 8,5  | -0,9                 |
| Vextir, arður og leiga.....                          | 13,2                               | 16,6  | 18,7  | 11,3      | 11,0  | -3,2                 | 5,0        | 3,8  | -24,8                |
| Eignasala/endurmat fyrirtækja.....                   | 3,8                                | 1,1   | 11,7  | 4,4       | 11,6  | 164,9                | 0,7        | -0,9 | -235,6               |
| Aðrar tekjur <sup>6</sup> .....                      | 7,1                                | 7,9   | 8,3   | 6,0       | 6,7   | 11,1                 | 2,5        | 2,9  | 19,6                 |
| Gjöld alls <sup>7</sup> .....                        | 229,0                              | 228,7 | 267,3 | 246,8     | 268,7 | 8,9                  | 87,0       | 94,8 | .                    |
| Rekstrargjöld.....                                   | 102,0                              | 91,7  | 116,8 | 106,7     | 120,6 | 13,1                 | 38,8       | 47,2 | .                    |
| Rekstrar- og neyslutilfærslur.....                   | 91,6                               | 96,1  | 112,6 | 101,7     | 108,7 | 6,9                  | 36,2       | 37,5 | .                    |
| Fjármagnskostnaður.....                              | 15,2                               | 17,9  | 16,0  | 17,8      | 14,9  | -16,0                | 6,6        | 4,0  | .                    |
| Viðhald.....   | 5,3                                | 5,7   | 6,1   | 4,9       | 5,0   | 2,1                  | 1,1        | 1,5  | .                    |
| Fjárfesting.....                                     | 14,9                               | 17,3  | 15,8  | 15,8      | 19,4  | 23,4                 | 4,2        | 4,6  | .                    |

1. Fyrstu þrjú dalkar á rekstrargrunni skv. ríkisreikningi, hinir sex skv. greiðslubókhalda. 2. Fólgin lántaka í uppsöfnun lífeyrisskuldbindinga og spariskirteinavaxta. 3. Gjald í framkvæmdasjóð aldraðra, fjármagnstekjuskattur, tekjuskattur félaga, eignarskattar, erfðafjárskattur, stimpilgjöld. 4. Vörugjald, vörugjöld af bensíni, vörugjöld af ökutækjum, almenn innflutningsgjöld. 5. M.a. bifreiðagjöld og tekjur af áfengi. 6. Dómsmálagjöld, leyfisgjöld, sektir o.fl. 7. Nýjustu gjaldatölur eru ósambærilegar við eldri tölur vegna breyttrar framsetingar, sem m.a. hækkar rekstrargjöld það sem af er 2004 um 4 ma.kr.

Heimildir: Ríkisreikningur og mánaðaryfirlit Fjársýslu ríkisins

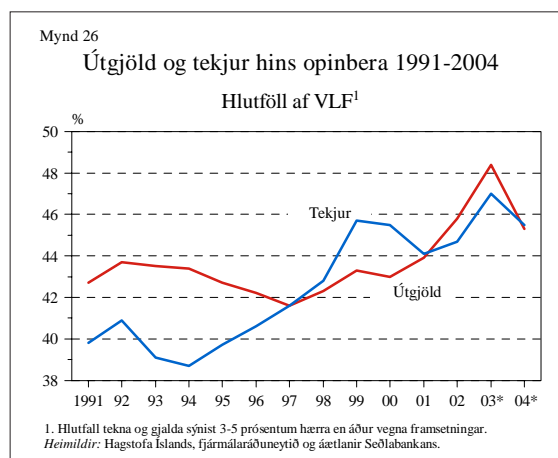
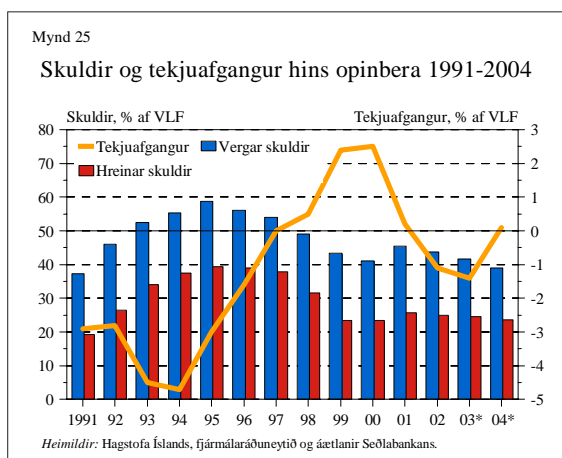


**Tafla 13 Fjármál hins opinbera<sup>1</sup>**

| Í milljörðum króna            |       |       |       |       |       |       |       |       | Brb.  | Spá   |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Hið opinbera                  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  |
| Tekjur.....                   | 179,7 | 197,2 | 213,2 | 242,9 | 278,6 | 301,1 | 328,5 | 348,0 | 379,4 | 393,9 |
| Útgjöld.....                  | 193,1 | 205,0 | 213,3 | 240,0 | 264,0 | 284,6 | 327,2 | 356,7 | 390,4 | 392,7 |
| Tekjuafgangur/halli.....      | -13,4 | -7,7  | -0,1  | 2,8   | 14,6  | 16,6  | 1,3   | -8,7  | -11,0 | 1,2   |
| Hreinar skuldir.....          | 179,2 | 191,5 | 196,5 | 180,7 | 147,0 | 158,8 | 200,1 | 195,2 | 199,6 | 206,9 |
| Vergar skuldir.....           | 267,5 | 274,4 | 279,4 | 280,4 | 271,5 | 277,4 | 352,9 | 343,4 | 340,5 | 341,8 |
| <i>Ríkissjóður</i>            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Tekjur.....                   | 141,3 | 155,7 | 162,4 | 183,9 | 213,8 | 228,7 | 245,4 | 257,3 | 279,8 | 292,0 |
| Útgjöld.....                  | 152,9 | 163,0 | 159,6 | 177,8 | 198,2 | 211,7 | 240,9 | 262,0 | 288,5 | 286,4 |
| Tekjuafgangur/halli.....      | -11,6 | -7,3  | 2,7   | 6,2   | 15,6  | 16,9  | 4,6   | -4,7  | -8,7  | 5,6   |
| Hreinar skuldir.....          | 155,3 | 168,2 | 172,3 | 151,3 | 118,8 | 127,5 | 169,6 | 150,1 | 148,4 | 152,7 |
| Vergar skuldir.....           | 232,6 | 239,2 | 241,6 | 237,8 | 226,0 | 228,0 | 296,5 | 279,6 | 276,3 | 275,6 |
| <i>Sveitarfélög</i>           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Tekjur.....                   | 40,9  | 46,9  | 55,5  | 62,9  | 69,9  | 77,7  | 89,5  | 97,3  | 102,4 | 107,5 |
| Útgjöld.....                  | 42,3  | 47,4  | 58,5  | 67,2  | 72,8  | 80,3  | 94,8  | 102,7 | 105,8 | 110,7 |
| Tekjuafgangur/halli.....      | -1,4  | -0,4  | -3,0  | -4,3  | -2,9  | -2,6  | -5,3  | -5,5  | -3,4  | -3,2  |
| Hreinar skuldir.....          | 25,1  | 24,2  | 25,0  | 30,1  | 28,7  | 31,7  | 30,7  | 45,3  | 54,0  | 56,9  |
| Vergar skuldir.....           | 35,6  | 35,7  | 38,4  | 43,3  | 46,1  | 49,8  | 56,6  | 60,2  | 65,0  | 71,7  |
| <i>Hið opinbera, % af VLF</i> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Tekjur.....                   | 39,7  | 40,6  | 41,6  | 42,8  | 45,7  | 45,5  | 44,1  | 44,7  | 47,0  | 45,5  |
| Útgjöld.....                  | 42,7  | 42,2  | 41,6  | 42,3  | 43,3  | 43,0  | 43,9  | 45,8  | 48,4  | 45,3  |
| Tekjuafgangur/halli.....      | -3,0  | -1,6  | 0,0   | 0,5   | 2,4   | 2,5   | 0,2   | -1,1  | -1,4  | 0,1   |
| Hreinar skuldir.....          | 39,3  | 39,0  | 37,9  | 31,6  | 23,5  | 23,5  | 25,8  | 24,9  | 24,5  | 23,6  |
| Vergar skuldir.....           | 58,7  | 56,0  | 53,9  | 49,1  | 43,4  | 41,1  | 45,5  | 43,8  | 41,7  | 39,0  |

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) afskriftir skattakrafna eru ekki færðar til gjalda heldur er varúðarafskrift vegna ofálagningar dregin frá tekjum; c) eignasala er ekki færð til tekna heldur með eignahreyfingum.

Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, áætlanir Seðlabankans.



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

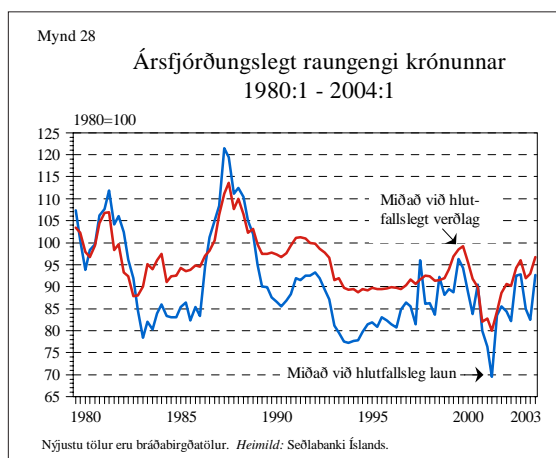
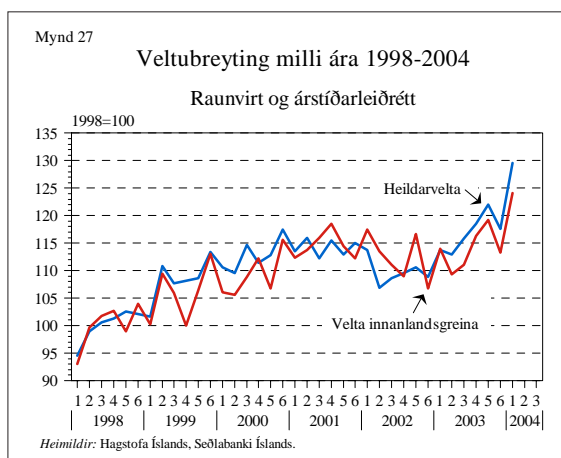
| M.kr.                                      | Janúar-febrúar |         |         | %breyting frá fyrra ári, janúar-febrúar |      |      |
|--|----------------|---------|---------|---|------|------|
|  | 2002           | 2003    | 2004    | 2002                                    | 2003 | 2004 |
| Samtals iðnaður .....                      | 50.042         | 45.845  | 46.552  | 12,4                                    | -9,7 | -0,8 |
| Iðnaður án fiskiðnaðar .....               | 30.528         | 29.588  | 31.454  | 4,7                                     | -4,5 | 3,9  |
| Iðnaður án fiskiðnaðar og stóriðju .....   | 23.046         | 23.059  | 25.312  | 2,4                                     | -1,4 | 7,3  |
| Smásöluverslun (án eldsneytis) .....       | 25.253         | 26.073  | 27.985  | -1,6                                    | 3,4  | 7,2  |
| Heildsala .....                            | 41.675         | 42.194  | 49.533  | 1,0                                     | 0,9  | 16,0 |
| Heildsala án eldsneytis .....              | 35.718         | 36.183  | 43.549  | 2,0                                     | 1,5  | 20,2 |
| Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð ..... | 9.527          | 9.828   | 12.738  | -17,4                                   | 1,6  | 26,6 |
| Samtals .....                              | 187.290        | 184.449 | 205.475 | 4,6                                     | -3,0 | 8,9  |
| Samtals án eldsneytis .....                | 181.333        | 178.438 | 199.491 | 3,9                                     | -1,4 | 11,7 |

1. Byggt á virðisaukaskattskýrslum. 2. Reiknað út frá veltu staðvirtri með neysluverðsvisitölu eða neysluverðsvisitölu án húsnæðis og bensíns.  
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Tafla 15 Raungengi íslensku krónunnar<sup>1</sup>

| Raungengi (1980=100)                             | Meðalstaða árs |      |      |      |      | 1. ársfj. | %breyt. frá fyrra ári |           |             |
|--|----------------|------|------|------|------|-----------|-----------------------|-----------|-------------|
|  | 1999           | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |           | III '03               | IV '03    | I '04       |
| m.v. hlutfallslegt neysluverðlag .....           | 93,6           | 96,2 | 83,6 | 88,4 | 93,8 | 96,7      | 1,6                   | 3,2       | 2,5         |
| m.v. hlutfallslegan launakostnað á einingu ..... | 89,5           | 90,8 | 79,2 | 83,9 | 88,2 | 92,6      | 0,8                   | 0,4       | 0,1         |
| %breyting frá fyrra ári                          |                |      |      |      |      |           |                       |           |             |
|  | 1996           | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001      | 2002                  | Brb. 2003 | Áætlun 2004 |
| Nafngengi .....                                  | 0,0            | 1,2  | 1,5  | 0,0  | 0,2  | -16,6     | 2,5                   | 6,2       | 1,0         |
| Erlent verðlag .....                             | 2,0            | 2,1  | 1,6  | 1,6  | 2,3  | 2,2       | 1,8                   | 2,1       | 1,3         |
| Innlent verðlag .....                            | 2,3            | 1,8  | 1,7  | 3,4  | 5,1  | 6,6       | 4,8                   | 2,1       | 3,3         |
| Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag .....  | 0,3            | 0,9  | 1,6  | 1,8  | 2,9  | -13,1     | 5,7                   | 6,1       | 3,0         |
| Erlend framleiðni .....                          | 1,5            | 1,5  | 1,2  | 1,2  | 1,9  | 1,2       | 1,0                   | 1,1       | 1,4         |
| Innlend framleiðni .....                         | 2,1            | 2,0  | 2,9  | 1,4  | 3,3  | 1,1       | -0,1                  | 4,8       | 2,0         |
| Erlend laun .....                                | 3,5            | 3,2  | 3,0  | 3,3  | 3,2  | 3,3       | 3,1                   | 3,0       | 2,8         |
| Innlend laun .....                               | 5,2            | 5,8  | 7,1  | 5,5  | 5,7  | 8,0       | 5,8                   | 5,5       | 5,0         |
| Raungengi miðað við hlutfallsleg laun .....      | 1,1            | 3,3  | 4,1  | 1,7  | 1,4  | -12,7     | 5,9                   | 5,1       | 2,5         |

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur og áætlanir. Heimild: Seðlabanki Íslands.



## Tafla 16 Fasteignamarkaður og eignaverð

| Fasteignamarkaður <sup>1</sup>                              | 2001     | 2002    | 2003    | apr. '04 | 1 mán. %-br. |                            | 12 mán. %-breytingar |          |          |
|---|----------|---------|---------|----------|--------------|----------------------------|----------------------|----------|----------|
|   |          |         |         |          | mars '04     | apr. '04                   | apr. '02             | apr. '03 | apr. '04 |
| Verðvísitala íbúðarhúsnæðis á höfuðb.svæði <sup>2</sup> ... | 151,8    | 158,9   | 177,7   | 194,9    | 1,8          | 2,1                        | 1,5                  | 10,4     | 10,8     |
| Verð í fjölbýli á höfuðborgarsvæði <sup>3</sup> .....       | 156,0    | 161,1   | 180,7   | 199,5    | 1,2          | 2,4                        | -0,5                 | 12,2     | 10,5     |
| Afgreidd húsbref, markaðsvirði (ma.kr.) <sup>4</sup> .....  | 28,6     | 32,2    | 49,6    | 4,6      | 6,4          | 9,4                        | 9,2                  | 50,7     | 11,1     |
| Fjöldi afgreiddra umsókna Íbúðalánasjóðs <sup>5</sup> ..... | 2.846    | 2.535   | 3.271   | 280      | -6,9         | 3,9                        | 17,6                 | 10,2     | 25,0     |
| <i>Verð veiðiheimilda (meðalverð tímabils, kr./kg.)</i>     |          |         |         |          |              |                            |                      |          |          |
| Verð varanlegra þorskheimilda (kr./kg.).....                | 709      | 930     | 1.223   | 1.080    | -            | -6,9                       | 20,0                 | 48,8     | -13,6    |
| Verð skammtíma þorskheimilda (kr./kg.).....                 | 117      | 156     | 132     | 120      | -            | 4,3                        | 75,0                 | -14,3    | -20,0    |
| <i>Hlutfjármarkaður</i>                                     |          |         |         |          |              |                            |                      |          |          |
|   | Í árslok |         |         |          | 21. maí      | %breyting til 21. maí 2004 |                      |          |          |
| Vísitölur, 31. des. 1997 = 1.000                            | 2000     | 2001    | 2002    | 2003     | 2004         | 1 m.                       | 3 m.                 | 6 m.     | 12 m.    |
| Úrvalsvísitala.....   | 1.305,9  | 1.159,0 | 1.352,0 | 2.114,3  | 2.664,7      | -0,5                       | 7,3                  | 34,8     | 85,1     |
| Heildarvísitala aðallista.....                              | 1.303,3  | 1.180,8 | 1.436,2 | 2.075,2  | 2.574,6      | -0,3                       | 6,8                  | 31,6     | 72,3     |
| <i>Atvinnugreinafvísitölur, 31/12 1997 = 100</i>            |          |         |         |          |              |                            |                      |          |          |
| Sjávarútvegur.....  | 74,5     | 86,7    | 107,3   | 100,0    | 108,6        | 1,0                        | 1,3                  | 9,5      | 9,6      |
| Fjármál og tryggingar.....                                  | 163,4    | 157,9   | 164,3   | 252,4    | 341,8        | 0,0                        | 12,7                 | 38,6     | 91,9     |
| Samgöngur.....  | 117,6    | 80,5    | 118,8   | 139,4    | 187,0        | -3,6                       | 8,5                  | 39,9     | 60,5     |
| Iðnaður og framleiðsla.....                                 | 156,3    | 120,3   | 142,8   | 172,8    | 215,2        | 3,1                        | 13,9                 | 23,1     | 52,0     |

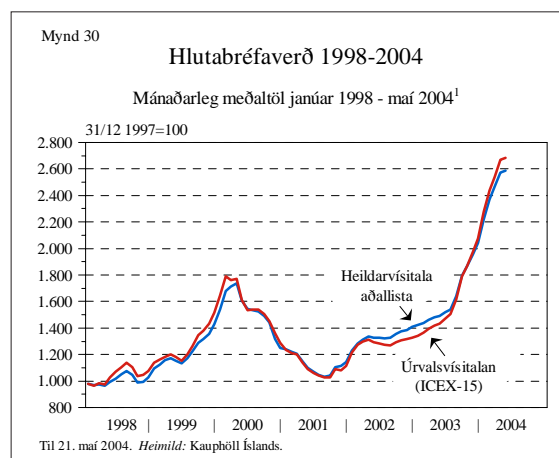
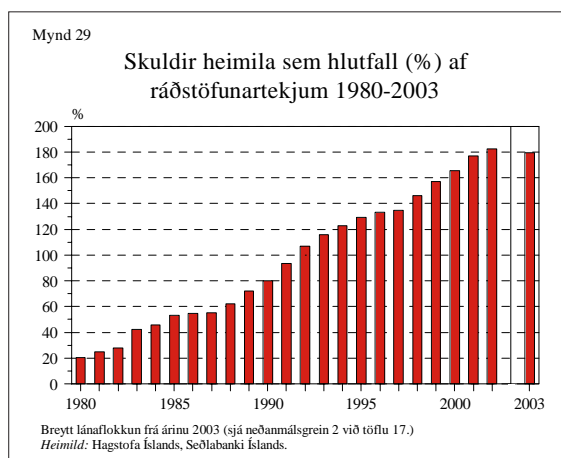
1. Breytingar eru reiknaðar út frá 3 mán. hreyfanlegum meðaltölum. 2. Janúar 1994=100. Staðgreiðsluverð. 3. Janúar 1996=100. 4. Breytingar eru reiknaðar út frá tölum sem eru staðvirkar með vísitölu fasteignaverðs á höfuðborgarsvæði. 5. Til nýbygginga og endurbóta.

Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Íbúðalánasjóður, Kauphöll Íslands, Kvótaping, LIÚ, Seðlabanki Íslands.

## Tafla 17 Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja

| Í ma.kr. nema annað sé tekið fram                 | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | Áætlun |         | %br. milli ára '02-'03 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|------------------------|
|   |       |       |       |       |       |       | 2002   | 2003    |                        |
| Íbúða- og bifreiðaeign heimila <sup>1</sup> ..... | 648,8 | 685,9 | 726,6 | 759,2 | 794,8 | 852,7 | 899,4  | 935,2   | 4,0                    |
| Eignir heimila í lífeyrissjóðum.....              | 302,0 | 345,6 | 398,2 | 507,3 | 557,3 | 640,1 | 664,6  | 786,0   | 18,3                   |
| Skuldir heimila við lánakerfið.....               | 350,7 | 386,2 | 442,6 | 510,6 | 613,8 | 710,4 | 758,6  | 776,1   | 8,9                    |
| Skuldir heimila sem % af ráðstöfunartekjum.....   | 133,4 | 134,7 | 146,1 | 157,3 | 165,4 | 176,8 | 182,4  | 179,5   | .                      |
| Skuldir fyrirtækja við lánakerfið.....            | 359,2 | 420,7 | 509,4 | 668,8 | 813,3 | 962,3 | 973,2  | 1.185,6 | 24,7                   |
| Skuldir sjávarútvegsfyrirtækja.....               | 116,1 | 123,5 | 139,7 | 160,3 | 165,2 | 195,5 | 188,0  | 190,0   | 1,1                    |

1. Skv. þjóðarauðsmati þjóðhagsstofnunar. 2. Vegna breyttrar útlánaskiptingar lánakerfis eru skuldir heimila 50,3 ma.kr lægri en ella í lok ársins 2003 og skuldir fyrirtækja 27,9 ma.kr lægri. Hlutfallsbreytingar miðast hins vegar við óbreytta útlánaskiptingu lánakerfis. Heimild: Seðlabanki Íslands.





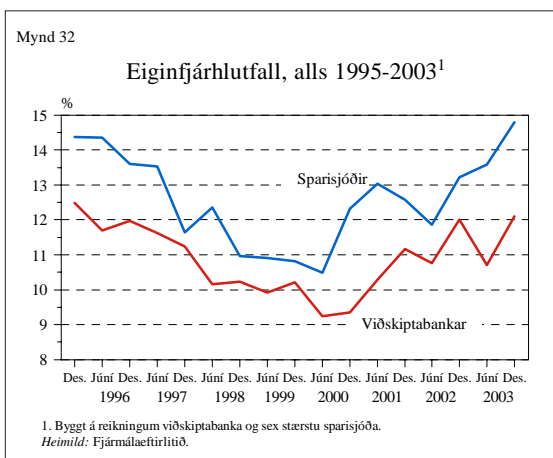
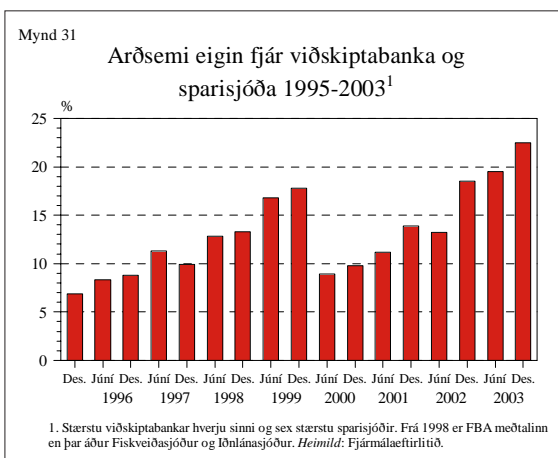
## Tafla 18 Afkoma fyrirtækja

| Úr reikn. hlutafélaga í Kauphöll Íslands <sup>1</sup><br>Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna | Jan.-des. |      | % af veltu |      | Jan.-mars |      | Breyting<br>'03-'04 | % af veltu |      |
|---|-----------|------|------------|------|-----------|------|---------------------|------------|------|
|   | 2002      | 2003 | 2002       | 2003 | 2003      | 2004 |                     | 2003       | 2004 |
| Hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnsliði .....  | 33,4      | 34,8 | 11,6       | 10,9 | 9,0       | 11,8 | 2,8                 | 12,7       | 13,2 |
| Sjávarútvegur .....   | 10,8      | 8,4  | 23,6       | 21,1 | 2,5       | 3,3  | 0,8                 | 23,0       | 26,8 |
| Samgöngur .....   | 2,6       | 3,2  | 10,6       | 10,8 | 0,1       | 0,3  | 0,2                 | 2,6        | 3,7  |
| Upplýsingatekni .....   | 8,1       | 9,8  | 22,7       | 23,7 | 2,2       | 2,2  | 0,0                 | 26,6       | 20,7 |
| Iðnaður og framleiðsla .....  | 8,7       | 9,9  | 13,4       | 11,2 | 3,2       | 4,5  | 1,3                 | 16,4       | 18,1 |
| Hagnaður eftir skatta .....   | 16,7      | 16,1 | 6,5        | 5,1  | 5,4       | 4,3  | -1,1                | 7,6        | 4,8  |
| Sjávarútvegur .....   | 8,7       | 3,5  | 19,0       | 8,8  | 2,7       | 1,2  | -1,5                | 24,3       | 9,7  |
| Samgöngur .....   | 2,3       | 4,4  | 9,6        | 14,6 | 0,0       | 0,0  | 0,0                 | 0,7        | -0,9 |
| Upplýsingatekni .....   | 1,2       | 1,6  | 3,5        | 3,8  | 0,5       | 0,6  | 0,1                 | 5,7        | 5,6  |
| Iðnaður og framleiðsla .....  | 5,3       | 5,8  | 8,1        | 6,6  | 2,0       | 2,2  | 0,2                 | 10,1       | 8,7  |
| Eiginfjárlutfall fyrirtækja í Kauphöll Íslands  | 37,0      | 35,5 | .          | .    | 35,6      | 34,6 | .                   | .          | .    |
| Arðsemi eigin fjár félaga í Kauphöll Íslands  | 13,0      | 15,5 | .          | .    | 17,1      | 13,7 | .                   | .          | .    |
| Fjöldi hlutafélaga í úrtaki .....   | 24        | 24   | .          | .    | 28        | 28   | -                   | .          | .    |

| Úr reikningum viðskiptabanka og sparisjóða <sup>2</sup><br>Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna | 1999  | 2000  | 2001  | 2002    | 2003    | Breyting milli ára í % |         |         |
|---|-------|-------|-------|---------|---------|------------------------|---------|---------|
|   |       |       |       |         |         | '00-'01                | '01-'02 | '02-'03 |
| Hreinar vaxtatekjur .....   | 18,0  | 21,1  | 29,4  | 29,6    | 36,0    | 39,1                   | 0,7     | 21,6    |
| Aðrar rekstrartekjur .....  | 13,4  | 13,4  | 10,3  | 27,9    | 45,6    | -23,5                  | 171,6   | 63,5    |
| Hreinar rekstrartekjur .....  | 31,4  | 34,6  | 39,6  | 57,5    | 81,6    | 14,7                   | 45,0    | 41,9    |
| Rekstrargjöld .....   | 19,6  | 22,7  | 25,4  | 34,1    | 44,9    | 12,0                   | 34,4    | 31,5    |
| Framlag í afskriftareikning .....   | 3,6   | 4,0   | 7,4   | 9,3     | 13,2    | 86,6                   | 25,5    | 41,9    |
| Matsverðsbreytingar .....   | -     | 1,7   | -     | -       | -       | .                      | .       | .       |
| Tekju- og eignarskattur .....   | 1,5   | 1,9   | -0,1  | 1,2     | 2,9     | -107,4                 | -956,7  | 144,1   |
| Hagnaður .....  | 6,7   | 4,4   | 6,9   | 12,5    | 18,6    | 57,6                   | 82,3    | 48,4    |
| Heildareignir í lok tímabils .....  | 627,0 | 789,7 | 941,0 | 1.161,1 | 1.597,3 | 19,2                   | 23,4    | 37,6    |
| Eigið fé í lok tímabils .....   | 44,2  | 49,1  | 60,8  | 84,5    | 113,5   | 23,8                   | 38,9    | 34,4    |
| % í lok tímabils  |       |       |       |         |         |                        |         |         |
| Arðsemi eigin fjár .....  | 17,8  | 9,8   | 13,9  | 18,5    | 22,5    | .                      | .       | .       |
| Kostnaðarlutfall <sup>3</sup> .....   | 62,3  | 65,6  | 64,0  | 59,4    | 55,0    | .                      | .       | .       |
| Eiginfjárlutfall alls .....   | 10,3  | 9,7   | 11,3  | 12,2    | 12,3    | .                      | .       | .       |
| Eiginfjárlutfall án víkjandi lána .....   | 7,9   | 6,6   | 8,0   | 9,1     | 9,2     | .                      | .       | .       |

1. Byggt á reikningum allra félaga í Kauphöll Íslands nema fjármála- og tryggingarfyrirtækja sem fyrir lágu 28. maí 2004. Parað úrtak. 2. Þrír stærstu viðskiptabankarnir og sex stærstu sparisjóðirnir. 3. Rekstrargjöld sem hlutfall af hreinum rekstrartekjum. Heimildir: Fjármálaeftirlitið og Seðlabanki Íslands.



**Tafla 19 Erlendur samanburður**

| Skv. nýjstu upplýsingum fyrir hvert land:               | ESB-15 | E-11 | USA  | UK   | Japan | Svíþj. | Noregur | Finnl. | Danm. | Ísland |
|---|--------|------|------|------|-------|--------|---------|--------|-------|--------|
| Verðbólga sl. 12 mán. ....                              | 1,8    | 2,0  | 2,3  | 2,5  | -0,1  | 0,3    | 0,4     | -0,3   | 0,8   | 3,2    |
| Atvinnuleysi <sup>1</sup> .....                         | 8,0    | 8,8  | 5,6  | 4,7  | 4,7   | 5,7    | 4,3     | 8,9    | 6,4   | 2,9    |
| Hagvöxtur <sup>2</sup> .....                            | 1,5    | 1,3  | 4,9  | 3,1  | 4,7   | 2,1    | 0,5     | 1,6    | 1,0   | 4,9    |
| Óverðtryggðir langtímavextir (nafnávöxtun) <sup>3</sup> | .      | 3,6  | 3,9  | 5,1  | 0,6   | 4,0    | 4,2     | 3,6    | 3,9   | 7,4    |
| Verðtryggðir langtímavextir (raunávöxtun) <sup>3</sup>  | .      | .    | 1,1  | 2,2  | .     | 2,1    | .       | .      | .     | 3,6    |
| Skammtímavextir <sup>4</sup> .....                      | .      | 2,0  | 1,0  | 4,6  | 0,0   | 2,0    | 1,8     | 2,1    | 2,0   | 5,5    |
| <i>Fyrir árið 2003 (nema annað sé tilgreint):</i>       |        |      |      |      |       |        |         |        |       |        |
| VLF/mann m.v. kaupm.jafnvægi US\$ (ppp) <sup>5</sup>    | .      | 25,6 | 36,1 | 27,9 | 26,9  | 27,3   | 35,5    | 26,5   | 29,2  | 28,4   |
| Vergur sparnaður, % af VLF, 2002 <sup>6</sup> .....     | 19,9   | .    | 14,6 | 15,1 | 26,4  | 21,2   | 32,1    | 26,4   | 22,8  | 18,8   |
| Jöfnuður hins opinbera, % af VLF .....                  | -2,7   | -2,7 | -4,9 | -2,9 | -7,4  | 0,2    | 9,8     | 2,6    | 0,8   | -1,0   |
| Vergar skuldir hins opinbera, % af VLF .....            | 72,6   | 75,7 | 63,4 | 53,5 | 154,6 | 62,5   | 23,7    | 52,6   | 50,7  | 41,5   |
| Útgjöld hins opinbera, % af VLF .....                   | 48,4   | 48,9 | 35,9 | 42,8 | 38,3  | 59,0   | 48,4    | 51,0   | 56,6  | 46,5   |
| Víðskiptajöfnuður, % af VLF .....                       | 0,1    | 0,4  | -5,0 | -2,7 | 2,9   | 3,7    | 12,7    | 7,3    | 3,7   | -3,3   |

1. Árstíðarleidd. 2. Hagvöxtur yfir fjóra ársfjórðunga. Árstíðarleidd, nema fyrir Ísland. 3. Ríkisskuldabréf til 5 ára eða því sem næst. 4. Ríkisvixlar til þriggja mánaða. 5. Árið 2002. Í þús. Bandaríkjadala. Umreiknað á gengi sem leiðréttir fyrir verðlagsmuni milli ríkja. 6. Árið 2001 fyrir Japan. Heimildir: EcoWin, Eurostat, OECD.

**Tafla 20 Alþjóðleg hagþróun**

|   | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | Bráðab.<br>2003 | Spár<br>2004 2005 |      |  |
|---|------|------|------|------|------|------|-----------------|-------------------|------|--|
| <i>Hagvöxtur, % á ári<sup>1</sup></i>               |      |      |      |      |      |      |                 |                   |      |  |
| Heimsframleiðsla .....                              | 4,2  | 2,8  | 3,7  | 4,7  | 2,4  | 3,0  | 3,9             | 4,6               | 4,4  |  |
| Evrusvæði .....                                     | 2,3  | 2,9  | 2,8  | 3,5  | 1,6  | 0,9  | 0,4             | 1,6               | 2,0  |  |
| Bretland .....                                      | 3,3  | 3,1  | 2,8  | 3,8  | 2,1  | 1,7  | 2,3             | 3,1               | 2,7  |  |
| Bandaríkin .....                                    | 4,5  | 4,2  | 4,4  | 3,7  | 0,5  | 2,2  | 3,1             | 4,6               | 3,8  |  |
| Japan .....   | 1,8  | -1,2 | 0,2  | 2,8  | 0,4  | -0,3 | 2,7             | 3,1               | 1,8  |  |
| Önnur nýmarkaðs- og þróunarríki <sup>2</sup> ..     | 5,3  | 3,0  | 4,0  | 5,9  | 4,1  | 4,6  | 6,1             | 6,0               | 5,9  |  |
| Vöxtur heimsverslunar, % á ári .....                | 10,4 | 4,4  | 5,9  | 12,5 | 0,1  | 3,1  | 4,5             | 6,8               | 6,6  |  |
| <i>Verðbólga<sup>3</sup></i>                        |      |      |      |      |      |      |                 |                   |      |  |
| Evrusvæði .....                                     | 1,6  | 1,1  | 1,1  | 2,0  | 2,4  | 2,3  | 2,1             | 1,8               | 1,6  |  |
| Bretland .....                                      | 1,8  | 1,6  | 1,4  | 0,8  | 1,2  | 1,3  | 1,4             | 1,5               | 1,8  |  |
| Bandaríkin .....                                    | 2,3  | 1,5  | 2,2  | 3,4  | 2,8  | 1,6  | 2,3             | 2,2               | 2,1  |  |
| Japan .....   | 1,7  | 0,6  | -0,3 | -0,9 | -0,8 | -0,9 | -0,2            | -0,2              | -0,2 |  |
| <i>Atvinnuleysi</i>                                 |      |      |      |      |      |      |                 |                   |      |  |
| Evrusvæðið .....                                    | 10,8 | 10,2 | 9,4  | 8,5  | 8,0  | 8,4  | 8,8             | 8,8               | 8,6  |  |
| Bretland .....                                      | 7,1  | 6,3  | 6,0  | 5,5  | 5,1  | 5,2  | 5,0             | 2,9               | 2,8  |  |
| Bandaríkin .....                                    | 4,9  | 4,5  | 4,2  | 4,0  | 4,8  | 5,8  | 6,0             | 5,5               | 5,3  |  |
| Japan .....   | 3,4  | 4,1  | 4,7  | 4,7  | 5,0  | 5,4  | 5,3             | 5,0               | 4,8  |  |
| <i>Jöfnuður hins opinbera, % af VLF<sup>4</sup></i> |      |      |      |      |      |      |                 |                   |      |  |
| Evrusvæðið .....                                    | -2,6 | -2,3 | -1,3 | 0,1  | -1,7 | -2,3 | -2,7            | -2,6              | -2,7 |  |
| Bretland .....                                      | -2,2 | 0,1  | 1,1  | 3,9  | 0,7  | -1,5 | -2,9            | -2,9              | -3,2 |  |
| Bandaríkin .....                                    | -0,9 | 0,3  | 0,7  | 1,4  | -0,5 | -3,4 | -4,9            | -5,1              | -4,9 |  |
| Japan .....   | -3,8 | -5,5 | -7,2 | -7,4 | -6,1 | -7,1 | -7,4            | -6,8              | -6,9 |  |
| <i>Langtímavextir<sup>5</sup></i>                   |      |      |      |      |      |      |                 |                   |      |  |
| Evrusvæðið .....                                    | 5,9  | 4,7  | 4,6  | 5,4  | 5,0  | 4,9  | 4,2             | 4,5               | 5,1  |  |
| Bretland .....                                      | 7,1  | 5,5  | 5,1  | 5,3  | 4,9  | 4,9  | 4,4             | 5,1               | 5,2  |  |
| Bandaríkin .....                                    | 6,4  | 5,3  | 5,6  | 6,0  | 5,0  | 4,6  | 4,0             | 4,7               | 5,2  |  |
| Japan .....   | 2,4  | 1,5  | 1,7  | 1,7  | 1,3  | 1,3  | 1,1             | 1,5               | 1,5  |  |

1. Raunbreyting landsframleiðslu á milli ára. 2. Í maí 2004 breytti Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn landaflokkun sinni. Í hópnun 'Önnur nýmarkaðs- og þróunarríki' eru 146 ríki. 3. Breyting neysliverðs. 4. Hlutfall af vergrí landsframleiðslu. Tekjufjöfnuður hins opinbera; ríkis, sveitarfélaga og almennatrygginga. 5. Ávöxtun 10 ára ríkisskuldabréfa. Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Consensus Forecasts, OECD.

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

|      | Verðlag <sup>1</sup>              |           | Gengi                             |  | Íextir                                |   | Peningasterðir       |                                   | Hlutfall gjaldeyrisforða og vöruinnfl. <sup>5</sup> | Erlendar skuldir % af VLF <sup>6</sup> | Hagvöxtur |      |
|------|-----------------------------------|-----------|-----------------------------------|--|---------------------------------------|---|----------------------|-----------------------------------|---|--|-----------|------|
|      | Visitala neysluverðs <sup>1</sup> | Verðbólga | Méðal gengisvísitala <sup>2</sup> | Raungengi krónu <sup>3</sup> m.v. neysluverð | Méðalv. spari- skirteina <sup>4</sup> | Alm. skuldabréflán banka (raunáv.) óverðtr. | % - breyting yfir ár | Útlán Útlán innlánsst. lánakerfis |   |  |           |      |
| 1975 | 1,4                               | 49,4      | 7,5                               | 92,4   | 3,9                                   | -15,7                                       | 29,0                 | 32,1                              | 46,4  | 1,3                                    | 42,8      | 0,7  |
| 1976 | 1,8                               | 32,4      | 8,5                               | 103,3  | 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  | 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  | 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  | 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  | 3,5                                   | -8,3  | 65,4                 | 66,4                              | 71,1  | 2,4                                    | 35,9      | 5,7  |
| 1981 | 12,2                              | 50,8      | 34,7                              | 104,4  | 3,2                                   | -1,7  | 70,5                 | 72,2                              | 54,1  | 3,0                                    | 36,5      | 4,3  |
| 1982 | 18,4                              | 51,0      | 54,5                              | 95,8   | 3,5                                   | -9,4  | 58,0                 | 92,0                              | 100,2   | 2,1                                    | 46,4      | 2,1  |
| 1983 | 33,9                              | 84,2      | 100,0                             | 90,3   | 3,8                                   | -14,2                                       | 78,7                 | 85,6                              | 82,9  | 2,5                                    | 57,2      | -2,2 |
| 1984 | 43,7                              | 29,2      | 116,3                             | 94,7   | 7,0                                   | 3,4   | 33,4                 | 43,0                              | 40,2  | 2,1                                    | 60,2      | 4,1  |
| 1985 | 57,9                              | 32,4      | 148,7                             | 93,2   | 6,9                                   | -2,3  | 47,6                 | 29,7                              | 35,2  | 2,8                                    | 63,6      | 3,3  |
| 1986 | 70,2                              | 21,3      | 171,0                             | 95,0   | 8,5                                   | 4,3   | 35,0                 | 19,1                              | 20,1  | 3,6                                    | 56,5      | 6,2  |
| 1987 | 83,4                              | 18,8      | 177,3                             | 104,1  | 8,7                                   | 4,7   | 35,2                 | 42,1                              | 31,4  | 2,4                                    | 49,4      | 8,6  |
| 1988 | 104,6                             | 25,4      | 202,6                             | 109,4  | 8,7                                   | 11,8  | 24,0                 | 37,2                              | 34,0  | 2,4                                    | 51,3      | -0,1 |
| 1989 | 126,7                             | 21,1      | 254,7                             | 100,6  | 7,4                                   | 6,5   | 27,2                 | 25,2                              | 33,8  | 3,0                                    | 56,8      | 0,3  |
| 1990 | 145,5                             | 14,8      | 283,7                             | 97,3   | 7,0                                   | 9,3   | 14,9                 | 11,0                              | 12,5  | 3,3                                    | 55,2      | 1,1  |
| 1991 | 155,4                             | 6,8       | 283,6                             | 99,9   | 8,1                                   | 10,0  | 14,4                 | 11,6                              | 15,4  | 3,2                                    | 56,0      | 0,1  |
| 1992 | 161,2                             | 3,7       | 285,0                             | 99,8   | 7,4                                   | 11,8  | 3,8                  | 5,3                               | 11,8  | 4,0                                    | 58,8      | -3,3 |
| 1993 | 167,8                             | 4,1       | 308,8                             | 94,4   | 6,7                                   | 11,5  | 6,5                  | 5,0                               | 11,1  | 4,3                                    | 66,7      | 0,8  |
| 1994 | 170,3                             | 1,5       | 324,8                             | 89,3   | 5,0                                   | 9,5   | 2,3                  | -1,3                              | 4,5   | 2,6                                    | 63,4      | 4,0  |
| 1995 | 173,2                             | 1,7       | 322,3                             | 89,4   | 5,6                                   | 10,1  | 2,2                  | 0,0                               | 5,9   | 2,4                                    | 63,4      | 0,1  |
| 1996 | 177,1                             | 2,3       | 322,9                             | 89,7   | 5,5                                   | 10,5  | 6,8                  | 11,8                              | 9,3   | 3,0                                    | 62,9      | 5,2  |
| 1997 | 180,3                             | 1,8       | 318,7                             | 90,5   | 5,3                                   | 11,1  | 8,7                  | 12,7                              | 11,8  | 2,6                                    | 64,8      | 4,7  |
| 1998 | 183,3                             | 1,7       | 313,6                             | 91,9   | 4,7                                   | 11,8  | 15,2                 | 30,3                              | 15,1  | 2,2                                    | 70,0      | 5,5  |
| 1999 | 189,6                             | 3,4       | 313,1                             | 93,6   | 4,4                                   | 8,0   | 16,9                 | 22,8                              | 17,3  | 2,6                                    | 82,5      | 4,2  |
| 2000 | 199,1                             | 5,0       | 313,3                             | 96,2   | 5,1                                   | 12,7  | 11,2                 | 26,2                              | 17,3  | 2,1                                    | 102,5     | 5,6  |
| 2001 | 212,4                             | 6,7       | 376,3                             | 83,6   | 5,1                                   | 9,3   | 14,9                 | 13,4                              | 19,2  | 2,1                                    | 120,1     | 2,7  |
| 2002 | 222,6                             | 4,8       | 365,2                             | 88,4   | 5,2                                   | 13,1  | 15,3                 | 0,9                               | 3,2   | 2,5                                    | 123,8     | -0,5 |
| 2003 | 227,3                             | 2,1       | 343,3                             | 93,8   | 4,4                                   | 9,0   | 23,5                 | 16,5                              | 12,5  | 3,5                                    | 143,8     | 4,0  |

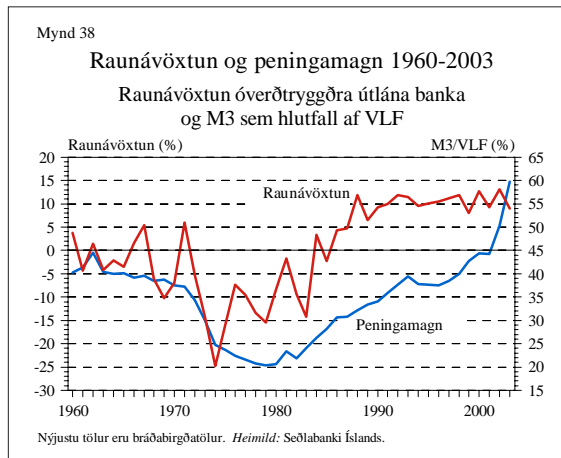
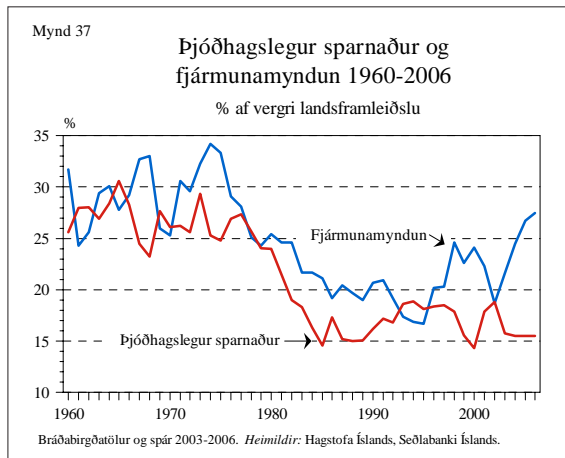
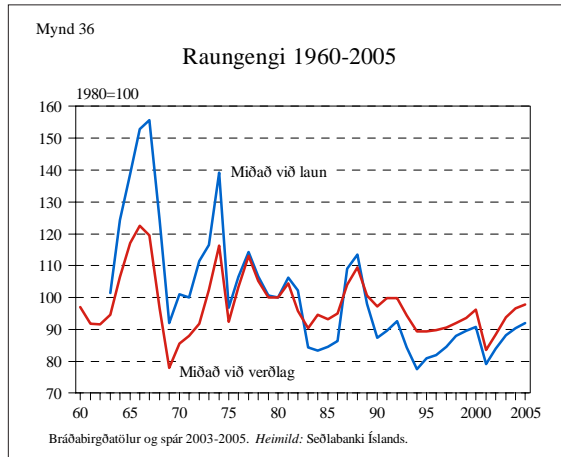
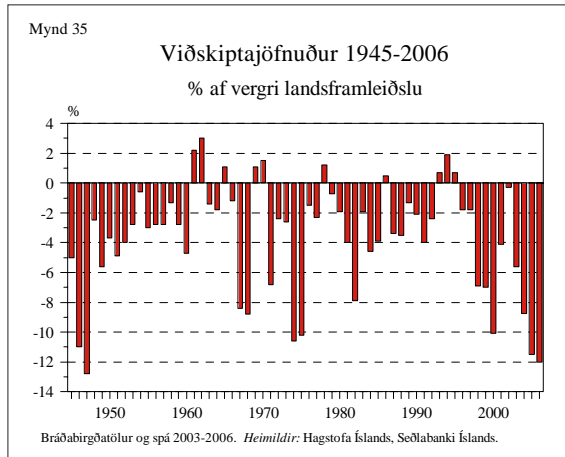
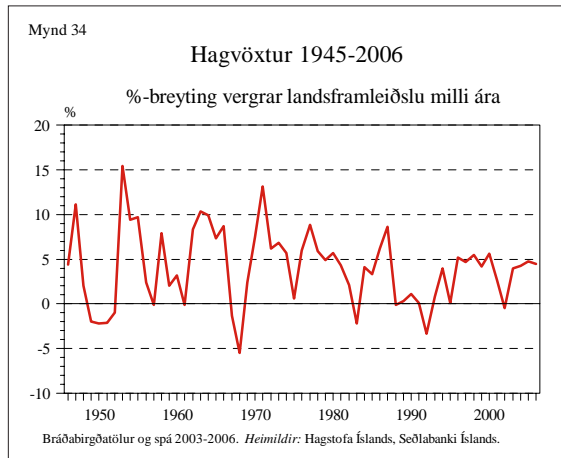
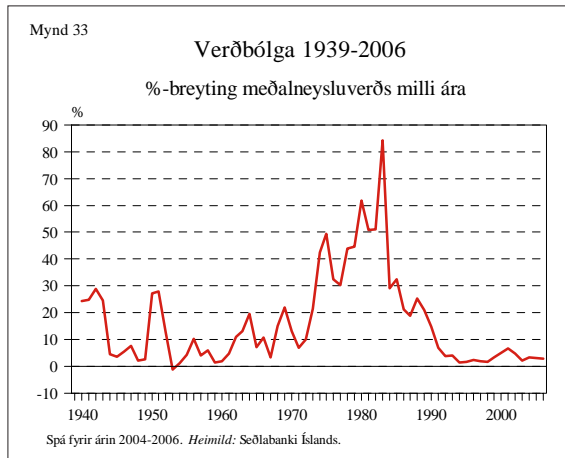
1. Sínd eru ársmeðaltöl (maí 1988=100) og breyting milli ársmeðaltala. 2. 1983=100. Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu miðað við vöðskiptavegna kórú helstu vöðskiptalanda. Ársmeðaltal.  
3. 1980=100. 4. Árleg meðaltöl ávöxtunar verðtrygðra spariskirteina ríkissjóðs. Ávöxtun í Kauphöll Íslands frá 1987. Áður vextir í frumsólu. 5. Gjalddeyrisforði í lok tímabils sem hlutfáll af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvöruinnflutnings sl. 12 mánuði. 6. Vergar skuldir án áhættufjármagns.

**Tafla 21 (frh.) Sögulegar hagtölur**

|           | Þjóðh.sterðir (%-breyt. milli ára) |                  |                | Útanríkisviðskipti (%-breyt. milli ára) <sup>7</sup> |            |                        | Hið opinbera (% af VLF) <sup>8</sup> |            |        | Vinnuarkaður (% af manngfla) |            | Laun (%-breyt. milli ára) |                        |                       |
|-----------|------------------------------------|------------------|----------------|--|------------|------------------------|--------------------------------------|------------|--------|------------------------------|------------|---------------------------|------------------------|-----------------------|
|           | Einka-neysla                       | Fjár-muna-myndun | Þjóðar-útgjöld | Út-flutn.  | Inn-flutn. | Víð-skipta-kjör af VLF | Víðsk.-jöfn., % af VLF               | Höfuð-uðir | Tekjur | Útgjöld                      | Atv.-leysi | Atv.-þátttaka             | Raun-laun <sup>9</sup> | Kaupm.-ráðstöf.-tekna |
| 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   | 3,7        | 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  | 9,2        | 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       | 38,2   | 41,4                         | 1,8        | 77,5                      | -4,9                   | -4,6                  |
| 1991..... | 2,9                                | 3,3              | 3,8            | -5,9   | 5,3        | 3,5                    | -4,0                                 | -2,9       | 39,8   | 42,7                         | 1,5        | 76,2                      | 1,4                    | 2,1                   |
| 1992..... | -3,1                               | -11,1            | -4,5           | -2,0   | -6,0       | -0,6                   | -2,4                                 | -2,8       | 40,9   | 43,7                         | 3,0        | 75,5                      | -0,8                   | -1,9                  |
| 1993..... | -4,6                               | -10,7            | -3,8           | 6,5  | -7,8       | -3,9                   | 0,7                                  | -4,5       | 39,1   | 43,5                         | 4,4        | 75,3                      | -2,6                   | -7,6                  |
| 1994..... | 2,8                                | 0,5              | 2,1            | 9,5  | 4,1        | 0,4                    | 1,9                                  | -4,7       | 38,7   | 43,4                         | 4,8        | 75,4                      | -0,3                   | 0,0                   |
| 1995..... | 2,2                                | -1,1             | 2,3            | -2,2   | 3,9        | 1,3                    | 0,7                                  | -3,0       | 39,7   | 42,7                         | 5,0        | 75,7                      | 2,8                    | 3,8                   |
| 1996..... | 5,4                                | 25,6             | 7,1            | 9,8  | 16,5       | -3,1                   | -1,8                                 | -1,6       | 40,6   | 42,2                         | 4,3        | 76,4                      | 4,0                    | 4,1                   |
| 1997..... | 5,0                                | 10,0             | 5,5            | 5,3  | 7,7        | 2,1                    | -1,8                                 | 0,0        | 41,6   | 41,6                         | 3,9        | 76,6                      | 3,6                    | 2,5                   |
| 1998..... | 10,1                               | 32,9             | 13,5           | 2,1  | 23,5       | 5,6                    | -6,9                                 | 0,5        | 42,8   | 42,3                         | 2,8        | 77,1                      | 7,6                    | 8,7                   |
| 1999..... | 7,4                                | -3,0             | 4,2            | 4,0  | 4,2        | -0,8                   | -7,0                                 | 2,4        | 45,7   | 43,3                         | 1,9        | 77,3                      | 3,3                    | 3,0                   |
| 2000..... | 3,8                                | 14,8             | 6,8            | 5,0  | 8,0        | -2,7                   | -10,1                                | 2,5        | 45,5   | 43,0                         | 1,3        | 77,3                      | 1,6                    | 1,3                   |
| 2001..... | -3,0                               | -7,6             | -3,7           | 7,7  | -9,0       | 0,3                    | -4,1                                 | 0,2        | 44,1   | 43,9                         | 1,4        | 77,5                      | 2,0                    | 1,6                   |
| 2002..... | -1,0                               | -15,1            | -2,8           | 3,6  | -2,6       | 0,5                    | -0,3                                 | -1,1       | 44,7   | 45,8                         | 2,5        | 77,3                      | 2,2                    | -0,1                  |
| 2003..... | 6,4                                | 19,0             | 8,0            | -0,7   | 9,7        | -4,4                   | -5,6                                 | -1,4       | 47,0   | 48,4                         | 3,4        | 77,0                      | 3,4                    | 2,8                   |

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

Hemildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

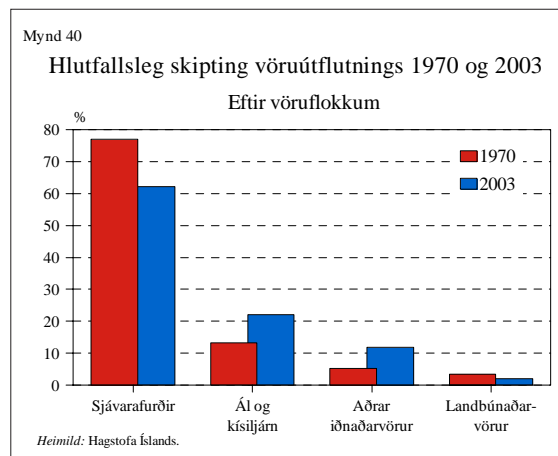
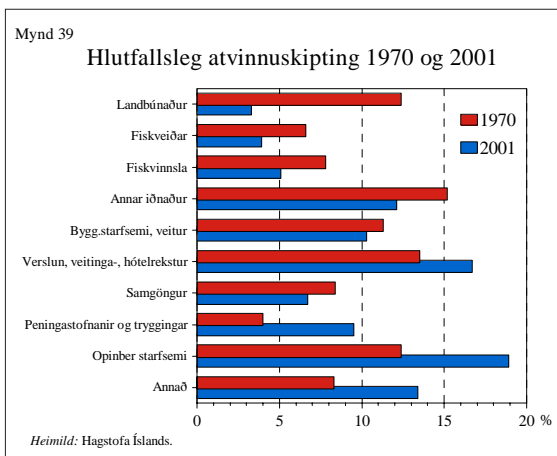


## Tafla 22 Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins

|  | 1970  | 2003  |  | 1970  | 2003  |
|--|-------|-------|--|-------|-------|
| <i>I. Mannfjöldi og vinnuafli (þús. manna)</i>     |       |       | <i>IV. Þjóðartekjur og -útgjöld</i>                                    |       |       |
| Mannfjöldi í árslok .....                          | 204,8 | 290,6 | Verg landsframleiðsla (VLF), ma.kr. ....                               | 0,4   | 806,4 |
| yngri en-16 ára.....                               | 70,6  | 70,4  | Verg landsframleiðsla, ma. USS.....                                    | 0,5   | 10,5  |
| 16-74 ára .....                                    | 127,3 | 204,3 | Þjóðartekjur á íbúa í þús. USS .....                                   | 2,0   | 35,5  |
| eldri en 74 ára .....                              | 7,0   | 15,8  | VLF á íbúa í þús. USS m.v. kaupmáttarjafnvægi (ppp) <sup>2</sup> ..... | 2,7   | 29,2  |
| Árleg fjölgun síðustu 5 ára (%).....               | 1,1   | 1,1   | Verg fjármunamyndun, % af VLF.....                                     | 25,3  | 21,6  |
| Vinnuafli (þús. manns).....                        | 82,7  | 146,4 | Vergur þjóðhagslegur sparnaður, % af VLF ...                           | 26,1  | 15,8  |
| þ.a. karlar.....                                   | 54,7  | 84,1  | Hreinn þjóðhagslegur sparnaður, % af HÞF <sup>3</sup> ..               | 13,8  | 1,5   |
| þ.a. konur.....                                    | 28,0  | 62,3  | Útflutningur vöru og þjónustu, % af VLF .....                          | 46,4  | 35,3  |
| <i>II. Hlutfallsleg atvinnuskipting (%) (2001)</i> |       |       | Samneysla, % af VLF .....  | 12,7  | 26,4  |
| Landbúnaður .....                                  | 12,4  | 3,3   | Heildarútgjöld hins opinbera, % af VLF <sup>4</sup> .....              | 28,9  | 48,4  |
| Fiskveiðar.....                                    | 6,6   | 3,9   | Heildarskattar, % af VLF <sup>3</sup> .....                            | 28,9  | 39,0  |
| Fiskvinnsla.....                                   | 7,8   | 5,1   | <i>V. Fjármagn og skuldir</i>  |       |       |
| Iðnaður, annar en fiskiðnaður.....                 | 15,2  | 12,1  | <i>% af VLF nema annað sé tekið fram</i>                               |       |       |
| Byggingarstarfsemi og rekstur veitna.....          | 11,3  | 10,3  | Fjármunaeign, hlutfall af VLF (2001).....                              | 3,4   | 2,8   |
| Verslun, veitinga- og hótélrekstur.....            | 13,5  | 16,7  | Fjármunaeign í ma. USS (2001).....                                     | 1,8   | 21,7  |
| Samgöngur .....                                    | 8,4   | 6,7   | Hreinar erlendar skuldir .....   | 20,1  | 100,8 |
| Peningastofnanir og tryggingar.....                | 4,0   | 9,5   | Greiðslubyrði erl. langtímaskulda, % útfl.tekna.                       | 11,3  | 61,6  |
| Opinber starfsemi.....                             | 12,4  | 18,9  | Heildarskuldir hins opinbera.....                                      | 13,0  | 41,7  |
| Ýmis þjónusta og önnur starfsemi .....             | 8,3   | 13,4  | Hreinar skuldir hins opinbera.....                                     | -2,3  | 24,5  |
| <i>III. Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings</i>  |       |       | Peningamagn (M3).....  | 37,5  | 59,8  |
| <i>Skipting eftir vöruflokkum (%):</i>             |       |       | Útlán og markaðsskuldabréf lánakerfis.....                             | 484,8 | 271,4 |
| Sjávarafurðir .....                                | 77,1  | 62,3  | Skuldir atvinnuvega .....  | 53,6  | 144,3 |
| Iðnaðarvörur.....                                  | 18,4  | 33,9  | Skuldir heimila .....  | 21,2  | 94,4  |
| þar af ál og kísiljárn.....                        | 13,2  | 22,1  | Markaðsverðmæti hlutabréfa .....                                       | .     | 81,7  |
| Landbúnaðarvörur.....                              | 3,4   | 1,9   |  |       |       |
| <i>Skipting eftir ríkjum (%):</i>                  |       |       |  |       |       |
| Bandaríkin.....                                    | 30,0  | 9,3   |  |       |       |
| Evrópusambandið .....                              | 52,8  | 72,1  |  |       |       |
| Annað .....  | 17,2  | 18,7  |  |       |       |

1. Bráðabirgðatölur. Séu þær ekki til fyrir árið 2003 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 fráðregnum afskriftum. 4. Á þjóðhagsreikningagrunni.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Þjóðhagsstofnun, OECD, Seðlabanki Íslands.





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

|  | % af heild |       |       |       |       |                   | Ma.kr. |                   |
|--|------------|-------|-------|-------|-------|-------------------|--------|-------------------|
|  | 1970       | 1980  | 1990  | 2000  | 2003  | Jan.-mars<br>2004 | 2003   | Jan.-mars<br>2004 |
| <i>Vöruútflutningur, job</i>           |            |       |       |       |       |                   |        |                   |
| Evrópusambandið.....                   | 52,8       | 52,3  | 70,7  | 67,4  | 72,1  | 73,9              | 131,6  | 37,6              |
| Evrusvæði.....                         | 25,4       | 30,2  | 37,6  | 42,3  | 48,2  | 48,2              | 87,9   | 24,5              |
| Önnur Evrópusambandslönd.....          | 27,4       | 22,0  | 33,1  | 25,1  | 23,9  | 25,7              | 43,7   | 13,1              |
| þar af Bretland.....                   | 13,2       | 16,5  | 25,3  | 19,3  | 17,5  | 19,8              | 32,0   | 10,1              |
| Önnur Vestur-Evrópulönd.....           | 2,8        | 2,3   | 3,4   | 7,8   | 7,8   | 5,6               | 14,3   | 2,8               |
| Austur-Evrópa og fyrrum Sovétríki..... | 9,6        | 8,8   | 2,9   | 1,4   | 2,6   | 3,4               | 4,8    | 1,7               |
| þar af Rússland.....                   | 6,8        | 5,4   | 2,5   | 0,4   | 0,6   | 0,8               | 1,0    | 0,4               |
| Bandaríkin.....                        | 30,0       | 21,6  | 9,9   | 12,2  | 9,3   | 10,0              | 16,9   | 5,1               |
| Japan.....                             | 0,1        | 1,5   | 6,0   | 5,2   | 3,2   | 2,9               | 5,9    | 1,5               |
| Önnur OECD-lönd.....                   | 0,5        | 0,6   | 0,5   | 2,0   | 0,3   | 1,0               | 0,6    | 0,5               |
| Þróunarlönd <sup>2</sup> .....         | 4,2        | 12,9  | 5,5   | 3,0   | 3,9   | 2,9               | 7,2    | 1,5               |
| Önnur lönd.....                        | 0,0        | 0,0   | 1,1   | 1,0   | 0,8   | 0,3               | 1,4    | 0,2               |
| Alls.....                              | 100,0      | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0             | 182,6  | 50,9              |
| <i>Vöruinnflutningur, cif</i>          |            |       |       |       |       |                   |        |                   |
| Evrópusambandið.....                   | 64,9       | 58,0  | 59,9  | 57,0  | 56,9  | 56,3              | 123,2  | 31,2              |
| Evrusvæði.....                         | 32,0       | 33,2  | 35,5  | 33,5  | 34,9  | 34,8              | 75,6   | 19,3              |
| Önnur Evrópusambandslönd.....          | 33,0       | 24,8  | 24,4  | 23,6  | 22,0  | 21,6              | 47,6   | 12,0              |
| þar af Bretland.....                   | 14,3       | 9,5   | 8,1   | 9,0   | 7,4   | 7,7               | 16,1   | 4,3               |
| Önnur Vestur-Evrópulönd.....           | 5,4        | 8,1   | 5,2   | 9,7   | 8,7   | 9,5               | 18,9   | 5,3               |
| Austur-Evrópa og fyrrum Sovétríki..... | 10,4       | 10,9  | 6,5   | 5,7   | 10,4  | 9,9               | 22,6   | 5,5               |
| þar af Rússland.....                   | 7,2        | 9,7   | 5,0   | 1,8   | 2,8   | 1,4               | 6,1    | 0,8               |
| Bandaríkin.....                        | 8,2        | 9,4   | 14,4  | 11,0  | 7,4   | 6,7               | 16,1   | 3,7               |
| Japan.....                             | 2,9        | 4,0   | 5,6   | 4,9   | 3,8   | 4,1               | 8,3    | 2,3               |
| Önnur OECD-lönd.....                   | 0,4        | 5,8   | 3,7   | 4,5   | 2,3   | 3,6               | 4,9    | 2,0               |
| Þróunarlönd <sup>2</sup> .....         | 7,2        | 2,7   | 3,1   | 5,6   | 9,0   | 8,3               | 19,6   | 4,6               |
| Önnur lönd.....                        | 0,6        | 1,1   | 1,4   | 1,5   | 1,4   | 1,5               | 3,0    | 0,8               |
| Alls.....                              | 100,0      | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0             | 216,5  | 55,4              |

1. Svæðaskipting landa miðast við árið 2000. Tölur fyrri ára miðast við sömu landasamsetningu svæða og 2000. 2. Fylgt er skilgreiningu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

Heimild: Hagstofa Íslands.

