



PENINGAMÁL

2005 • 1

Efnisyfirlit

- 3 *Inngangur*
Stöðugleiki verður ekki tryggður átakalaust
- 7 *Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum*
Betri verðbólguhorfur haldist gengi krónunnar áfram hátt
Rammagreinar:
Staðan í stóriðjuframkvæmdum 26
Hagsveiflan og ríkisbúskapurinn 31
Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum 40
Viðaukar:
Framvirkir vextir og notkun þeirra í greiningu Seðlabankans 51
Útreikningur á framleiðsluspennu 55
Óvissumat verðbólguþátt Seðlabankans 59
Hvaða kostir standa íbúðarkaupendum til boða um þessar mundir? 63
Raungengi í sögulegu og alþjóðlegu ljósi 67
- 71 *Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans*
Vaxtahækkunir og gengisstyrking
Rammagreinar:
Yfirlit gjaldeyrismarkaðar 2004 72
Velta á krónu- og gjaldeyrisskiptamarkaði 75
- 77 *Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram þolmörk*
- 87 *Ráðgátur á vinnumarkaði*
Rannveig Sigurðardóttir
- 99 *Peningastefnan og stjórnþæki hennar*
- 101 *Annáll efnahags- og peningamála*
- 103 *Töflur og myndir*

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbréf: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

Ritstjórn:

Ritnefnd: Arnór Sighvatsson, formaður

Ingimundur Friðriksson

Jón Þ. Sigurgeirsson

Sveinn E. Sigurðsson

Tómas Örn Kristinsson

Tryggvi Pálsson

Aðrir: Rannveig Sigurðardóttir

Elín Guðjónsdóttir

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

22. rit. Mars 2005

Prentun og bókband: Gutenberg ehf.

Peningamál eru á vefsíðu Seðlabanka Íslands.

ISSN 1605-9468

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

Merking tákna:

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

Stöðugleiki verður ekki tryggður átakalaust

Nokkurt vatn hefur runnið til sjávar frá því Seðlabankinn gerði síðast grein fyrir þróun og horfum í efnahags- og peningamálum í byrjun desember sl. Auk hækkunar um 1 prósentu, sem kynnt var í *Peningamálum* 2004/4, hækkaði bankinn stýrivexti um 0,5 prósentur í febrúar sl. Ástæðum seinni hækkunarinnar var lýst í greinargerð til ríkisstjórnarinnar í tilefni þess að verðbólga fór yfir svokölluð þolmörk í mánuðinum.¹ Að gefnu tilefni er ástæða til að áréttta að verðbólga umfram þolmörk var í sjálfu sér ekki tilefni vaxtahækkunarinnar, enda nokkuð fyrirsjáanleg, heldur gaf greinargerðin bankanum tækifæri til þess að skýra ákvörðun sína, sem tekin var í ljósi mats á verðbólguhorfum til næstu tveggja ára.

Hækkun stýrivaxta undanfarna mánuði ber að skoða í ljósi hraðvaxandi eftirspurnar og versnandi verðbólguhorfa. Horfurnar breyttust verulega til hins verra í kjölfar þess að bankarnir tóku að bjóða fasteignaveðlán á betri kjörum en áður. Hörð samkeppni bankanna og Íbúðalánasjóðs á fasteignaveðlánamarkaði hefur stuðlað að hröðum útlánavexti sem ekki sér fyrir endann á. Auk þess ollu breytingar á tímasetningu stórframkvæmda því að þær munu ná hámarki í ár en ekki árið 2006.

Vaxtahækkunir Seðlabankans um 1½ prósentu frá nóvember eiga þátt í riflega 10% gengishækkun krónunnar frá lokum nóvember. Háir vextir eru þó ekki eina ástæðan fyrir styrk krónunnar, enda eru raunstýrivextir bankans alls ekki háir í sögulegu samhengi. Útflutningsverð hefur einnig hækkað og framkvæmdir við virkjanir og stóriðju færast nú ört í aukana. Eins og Seðlabankinn hefur margsinis áður varað við er óhjákvæmilegt að framkvæmdahrinan og fleira sem nú gengur yfir efnahagslífið leiði til umtalsverðrar hækkunar raungengis, sem er ýmsum atvinnugreinum þungt í skauti. Vegna þess að vextir á erlendum skuldabréfa- og lánamörkuðum eru nálægt sögulegu lágmarki þarf ekki mjög háa stýrivexti hér á landi til þess að vaxtamunur við útlönd verði svo mikill að hann hafi aðdráttarafl fyrir erlenda fjárfesta í leit að ábatasamri en nokkuð áhættusamri skammtímafjárfestingu.

Áhrif peningastefnu á gengi gjaldmiðla eru mikilvæg miðlunarleið hennar í opnu hagkerfi. Við núverandi aðstæður verður þessi miðlunarleið afar virk og áhrifarík. Ef hún væri ekki fyrir hendi hefði peningastefnan ekki sömu áhrif og ella, eins og aðstæður eru nú á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum. Þess vegna er mikilvægt að hindra ekki virkni hennar. Mikil hækkun á gengi krónunnar kemur hins vegar hart niður á samkeppnisgeira þjóðarbúskaparins. Við þessu á peningastefnan fá svör. Hún er almenn aðgerð sem ætlað er að ná til alls þjóðarbúskaparins, þótt ekki sé svo alltaf í reynd vegna þess að vægi

1. Greinargerðin var send ríkisstjórninni 18. febrúar 2005 og birt á heimasíðu Seðlabankans þann dag.

miðlunarleiðanna er mismunandi eftir aðstæðum. Seðlabanki sem miðar að því að ná verðbólguþröskulmarki sem honum hefur verið sett af stjórnvöldum getur ekki leyft sér að reka slakari peningastefnu en hann telur nauðsynlega til að ná markmiðinu af tillitssemi við einstaka geira, fyrirtæki eða einstaklinga, sem gætu orðið fyrir skakkaföllum af völdum hárra vaxta eða gengis. Ruðningsáhrifum þeirra stóru hnykkja sem skekja þjóðarbúið um þessar mundir verður ekki eytt með minna aðhaldi í peningamálum. Þeim verður í besta lagi frestað og frestun mun líklega skapa enn meiri vanda síðar. Með því væri ríkari hagsmunum almennings og atvinnulífsins af stöðugu verðlagi til lengri tíma fórnað á altari þrengri hagsmuna. Efnahagslífið virðist í tiltölulega góðri stöðu um þessar mundir til þess að glíma við þann vanda sem hátt gengi krónunnar skapar, þótt óhjákvæmilegt sé að einhver áföll verði.

Við ákvarðanir í peningamálum er eðlilegt að tekið sé tillit til aukins aðhalds sem felst í hækkun gengis krónunnar í kjölfar síðustu vaxtahækkana. Í verðbólguþröskulmarki sínum gerir Seðlabankinn jafnan ráð fyrir óbreyttum stýrivöxtum og gengi krónunnar út spátímamann. Aukið aðhald sem leiðir af hækkun gengis krónunnar er því fólgið í verðbólguþröskulmarki sem kynnt er í þessu hefti *Peningamála*. Hún gefur til kynna að aðhaldsaðgerðir Seðlabankans undanfarna mánuði muni skila umtalsverðum árangri, en þó ekki nægum. Miðað við óbreytt gengi mun verðbólgan hjaðna töluvert á þessu ári, niður í verðbólguþröskulmarki bankans um tíma, en aukast á ný þegar áhrif sterkara gengis taka að dvína og framleiðsluspenna nær hámarki.

Spár af þessu tagi eru mikilvægt tæki sem Seðlabankinn notar við ákvarðanir í peningamálum, en ekki óbrigðul kristalskúla. Hversu líklegt er að spáin gangi eftir, eða því sem næst, ræðst að töluverðu leyti af því hve sennilegt er að forsendan um stöðugt gengi krónunnar haldi. Það gerir hún nánast aldrei. Í ljósi þess hve gengi krónunnar er orðið hátt um þessar mundir virðast óvenjumiklar líkur á að það taki að veikjast áður en spátímabilinu lýkur á fyrsta fjórðungi ársins 2007. Þó er hugsanlegt að gengið hækki enn meira áður en það tekur að lækka. Þetta birtist í slagsíðu á líkindadreifingu spárinnar, sem gefur til kynna að töluverðar líkur séu á meiri verðbólgu en spáð er, einkum þegar líður á spátímabilið.

Viðskiptahallinn í fyrra reyndist mun meiri en gert hafði verið ráð fyrir, eða sem nam 8% af landsframleiðslu. Nýlegar vísendingar benda til þess að hallinn muni enn aukast á næstu mánuðum. Horfur eru á að hann verði meiri á þessu ári og verði rúmlega 12% af vergri landsframleiðslu að óbreyttu gengi krónunnar. Þetta er mun meiri halli en Seðlabankinn hefur áður spáð og mesti halli Íslandssögunnar gangi spáin eftir. Aukinn halla á þessu ári má að töluverðu leyti rekja til þess að stórfamkvæmdir verða umfangsmeiri í ár en áður hafði verið reiknað með. Þetta stafar að einhverju leyti af frestun frá síðasta ári en einkum af því að framkvæmdir sem áður voru áformaðar á næsta ári verða í ár. Framkvæmdirnar ná því hámarki í ár en ekki 2006. Þótt aukinn viðskiptahalla á þessu ári megi því að töluverðu leyti rekja til meiri fjárfestingar en í fyrri áætlunum, er ljóst að svo mikill halli er langt frá því að vera sjálfbær. Þótt verulega dragi úr viðskiptahallanum þegar á næsta ári mun aukinn álútflytningur á næstu árum ekki draga

nægilega úr honum einn og sér. Umtalsverð aðlögun í þjóðarbúskapnum þarf því að eiga sér stað svo viðunandi jafnvægi verði í ytri jöfnuði hans. Líklegt er að verulega þurfi að draga úr vexti innlendra eftirspurnar og gengi krónunnar að lækka. Það gerir stöðuna enn viðkvæmari að vegna mikillar fjárfestingar erlendis veltur núverandi styrkur krónunnar á innstreymi lánsfjár langt umfram það sem þarf til þess að fjármagna viðskiptahallann. Jafnmikið ójafnvægi í utanríkisviðskiptum og nú stefnir í getur grafið undan gengis- og verðlagsstöðugleika til langs tíma og að endingu haft umtalsverðan samdrátt í för með sér. Við þessu á peningastefnan ekki önnur svör en aukið peningalegt aðhald, sem þó verður e.t.v. fremur til að auka á viðskiptahallann fyrsta kastið.

Ein skýrasta vísbendingin um vaxandi ofpenslu í íslenskum þjóðarbúskap er hin hraða hækkun íbúðaverðs, sem að raungildi er töluvert yfir fyrra sögulega hámarki. Hátt eignaverð kyndir undir eftirspurn nú og gæti magnað samdrátt síðar, þegar síst skyldi. Seðlabankinn hefur ekki að markmiði að halda eignaverði stöðugu, en þarf að bregðast við því að svo miklu leyti sem það hefur áhrif á verðbólgu. Það gæti þó flækt framkvæmd peningastefnunnar á næsta ári ef þörf yrði á mun harðara aðhaldi en nú er fyrir séð. Þá yrði hætt við snarþri verðlækkun sem veikt gæti undirstöður fjármálakerfisins. Fjármálastöðugleikasjónarmið mæla því eindregið með tímanlegu aðhaldi peningamála.

Stýrivextir Seðlabankans eru nú 8,75%, eða tæplega 3½ prósentu hærrí en í byrjun maí í fyrra. Þetta eru nokkuð háir vextir í alþjóðlegum en ekki sögulegum íslenskum samanburði. Raunstýrivextir voru til muna hærrí þegar Seðlabankinn barðist við eftirköstin af síðasta ofpensluskeiði fyrir fáum árum. Það sem er fyrst og fremst frábrugðið nú er að gengi krónunnar flýtur á markaði, sem hefur gefið Seðlabankanum færi á að bregðast fyrr við ofpenslumerkjnum en ella. Atvinnulífið fær því að finna fyrir aðhaldinu fyrr í hagsveiflunni en áður, einkum fyrirtæki sem eru í erlendri samkeppni.

Aðhaldið skilar árangri þótt það bitni óæskilega mikið á sumum geirum. Seðlabankinn telur óhjákvæmilegt að halda áfram að auka aðhald peningastefnunnar í ljósi þess mikla hagvaxtar sem nú er spáð og vísbendinga um áframhaldandi og vaxandi ójafnvægi í þjóðarbúskapnum. Því eru horfur á að verðbólga verði yfir markmiði á síðari hluta spátímabilsins, þrátt fyrir forsendu um áframhaldandi sterkt gengi sem virðist óraunsæ. Nýlegar vaxtahækkunir bankans og umtalsverð gengishækkun krónunnar hafa aukið aðhald sem á eftir að skila sér til fulls. Í ljósi þróunarinnar telur bankastjórn hæfilegt að hækka stýrivexti bankans um 0,25 prósentur að þessu sinni í 9%. Frekari aðhaldsaðgerða kann að verða þörf á næstu mánuðum. Óhjákvæmilegt er því að aðstæður í útflutnings- og samkeppnisgreinum verði áfram erfiðar. Æskilegt væri að auka aðhald í opinberum fjármálum til þess að draga úr neikvæðum hliðaráhrifum peningalega aðhaldsins. Þetta á bæði við um ríki og sveitarfélög. Þá eru bankar og sparisjóðir hvattir til þess að fara gætilega í útlánaákvörðunum sínum og hyggja vel að öryggi og fjármögnun útlána, þ.m.t. fasteignaveðlána. Einnig kann að reynast nauðsynlegt að huga að því hvort samkeppni Íbúðalánasjóðs og bankanna á fasteignaveðlánamarkaði, sem

stuðlað hefur að óhóflega hröðum útlánavexti á óheppilegum tíma, sé háð á eðlilegum forsendum og hvort unnt sé að koma á verkaskiptingu sem treystir í senn undirstöður innlends fjármálakerfis og fyrirgreiðslu við þá sem eiga ekki sama aðgang að íbúðalánnum og almennt gerist.

Betri verðbólguhorfur haldist gengi krónunnar áfram hátt

Verðbólguþáin sem birtist í þessu hefti Peningamála ber þess merki að stýrivextir og gengi krónunnar hafa hækkað verulega frá því að Seðlabankinn birti síðast þjóðhags- og verðbólguþá í byrjun desember sl. Að því gefnu að stýrivextir og gengi krónunnar haldist óbreytt út spátímabilið er útlit fyrir nokkuð hraða hjöðnun verðbólgu fram á næsta ár, þrátt fyrir að enn hafi bætt í áætlaðar stórframkvæmdir á yfirstandandi ári, auk þess sem hækkun eignaverðs ýtir undir eftirspurn. Á næsta ári fara gengisáhrifin hins vegar að dvína og aukin framleiðsluspenna nær yfirhöndinni. Því eru horfur á að verðbólga aukist á ný á næsta ári og verði meiri en verðbólgu markmiðið. Þessar niðurstöður verður að skoða í ljósi þess að raungengi krónunnar virðist nú orðið mun hærra en staðist fær til lengdar. Viðskiptahallinn er einnig þegar orðinn meiri en áður var reiknað með og mun aukast enn á þessu ári. Því eru meiri líkur á því en áður að gengið lækki og verðbólga verði þá meiri en spáð er þegar líða tekur á næsta ár, þ.e.a.s. miðað við að ekki verði gripið til frekari aðgerða í peningamálum.

I Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþá

Forsendur nýrrar spár

Nú sem endranær byggist verðbólguþá Seðlabankans á þeirri forsendu að stýrivextir verði óbreyttir (8,75%) út spátímabilið. Jafnframt er gert ráð fyrir því að gengisvísitala krónunnar haldist í gildi sínu á spádegi 8. mars, þ.e. nálægt vísitölustiginu 109. Eins og í síðustu *Peningamálum* 2004/4 er einnig sýnd verðbólguþá sem byggist á stýrivaxtaferli sem lesa má út úr framvirkum vöxtum og gengisferli, sem tekur mið af framvirkum vaxtamun. Verðbólguþáin nær til fyrsta ársfjórðungs 2007.

Fjárfesting í stóriðju þjappast enn frekar á þetta ár en áhrifa aðhaldssamari peningastefnu er farið að gæta í innlendri eftirspurn

Svo virðist sem fjárfesting í virkjunum og álbræðslum á síðasta ári hafi verið minni en hingað til hefur verið gert ráð fyrir. Jafnframt hafa áætlanir breyst þannig að enn stærri hluti framkvæmdanna færast yfir á þetta ár frá árunum 2006 og 2007. Áfram eru því horfur á kröftugum hagvexti á þessu ári, eða um 6½%. Þetta er aðeins meiri hagvöxtur en spáð var í desember, þrátt fyrir að spáð sé nokkru minni vexti einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingar án stóriðju, sem að einhverju leyti má rekja til aðhaldssamari peningastefnu en miðað var við í desember. Vöxtur útflutnings er jafnframt nokkru minni en þá var gert ráð fyrir, enda hefur raungengi hækkað töluvert.

Á næsta ári er spáð nokkru minni vexti innlendrar eftirspurnar en í desember. Það helgast af áðurnefndum áhrifum hærra stýrivaxta, auk þess sem hærra gengi krónunnar beinir eftirspurn út úr þjóðarþáskapnum. Þá hafa stóriðjuframkvæmdir verið færðar fram til þessa

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem lágu fyrir þann 18. mars 2005.

Tafla 1 Þjóðhagsspá Seðlabanka Íslands

	Forsendur um stýrivexti og gengi ¹											
	Núverandi spá			Síðasta spá			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²					
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006			
Stýrivextir Seðlabankans (%)	6,14	8,68	8,75	6,10	7,25	7,25	0,04	1,43	1,50			
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla ³	121,0	109,4	109,0	121,5	120,0	120,0	-0,4	-8,8	-9,2			
	Ný þjóðhagsspá											
	Milljarðar króna á verðlagi hvers árs			Magnbreyting frá fyrra ári (%)			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²					
Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006			
Einkaneysla	496	555	608	7,5	8,0	6,6	0,5	-1,5	-0,2			
Samneysla	228	246	265	3,6	2,5	2,5	2,3	-0,6	-			
Fjármunamyndun	189	270	264	12,8	33,5	-7,9	-4,5	12,9	-10,7			
Atvinnuvegafjárfesting	107	168	152	12,9	52,3	-13,0	-16,4	23,0	-15,3			
Án stóriðju, skipa og flugvéla	71	75	76	6,7	2,7	-2,8	-2,6	-1,6	-4,8			
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	46	69	81	3,0	19,5	9,6	-10,0	11,2	3,8			
Fjárfesting hins opinbera	36	33	31	27,3	-11,0	-8,1	45,7	-7,0	-8,1			
Þjóðarútgjöld	910	1.071	1.137	7,7	12,5	2,2	-0,4	1,6	-2,8			
Útflutningur vöru og þjónustu	316	329	360	8,3	4,9	9,4	1,8	-0,8	0,5			
Innflutningur vöru og þjónustu	367	428	432	14,3	19,6	0,0	0,2	2,4	-8,3			
Verg landsframleiðsla	859	973	1.065	5,2	6,4	6,1	-0,2	0,3	1,2			
	Hlutfall af VLF (%)						Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²					
Viðskiptajöfnuður							-8,1	-12,2	-9,3	-1,6	-1,8	2,1
Framleiðsluspenna ⁴							1,1	3,1	4,1	-0,6	-0,6	-0,9
	%						Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²					
Helstu lykilstærðir vinnumarkaðar												
Launakostnaður á almennum vinnumarkaði (breyting milli ársmeðaltala, %)							4,5	6,0	6,0	-	-	-
Framleiðni vinnuafis (breyting milli ársmeðaltala, %)							3,1	2,5	2,4	-0,3	0,4	0,8
Atvinnuleysi (% af mannafla)							3,1	2,3	2,1	-	-0,1	0,3

1. Ársmeðaltöl miðað við óbreytta vexti og gengi frá spádegi. 2. Breyting frá *Peningamálum* 2004/4. 3. Breyting frá síðustu spá er prósentubreyting gengisvísitölu. 4. Framleiðsluspenna er mæld í hlutfalli af framleiðslugetu hagkerfisins.

árs. Hagvöxtur verður hins vegar mikill og ívið meiri en gert var ráð fyrir í desember. Það má fyrst og fremst rekja til meiri útflutnings sökum aukinna aflaheimilda. Að sama skapi verður vöxtur innflutnings töluvert minni en í síðustu spá sem rekja má til áhrifa peningastefnunar og tilfærslna stóriðjuframkvæmda.

Sé litið enn lengra fram á veginn eru horfur á að aðhald peningastefnunnar dragi enn frekar úr innlendri eftirspurn árið 2007, en aukinn álútflutningur heldur þá uppi hagvexti.

Verðbólguhorfur hafa batnað frá síðustu spá en verðbólga verður áfram yfir verðbólguþröskulinn horft tvö ár fram í tímann

Hækkun stýrivaxta og töluverð gengishækkun krónunnar draga úr eftirspurn eftir innlendum framleiðsluþáttum og verðhækkun innfluttrar vöru, sérstaklega til skemmri tíma. Verðbólgan verður því nokkru minni á spátímabilinu en spáð var í desember. Eigi að síður eru áfram horfur á að verðbólga verði yfir verðbólguþröskulinn Seðlabankans litið tvö ár fram í tímann. Eftir eitt ár gerir Seðlabankinn ráð

fyrir að verðbólga verði við 2½% verðból gumarkmið bankans en í desember var spáð tæplega 3% verðbólgu á sama ársfjórðungi. Spáð er rúmlega 3% verðbólgu eftir tvö ár, sem er nokkru minni verðbólga en spáð var í desember, þótt hún verði áfram yfir verðból gumarkmiðinu.

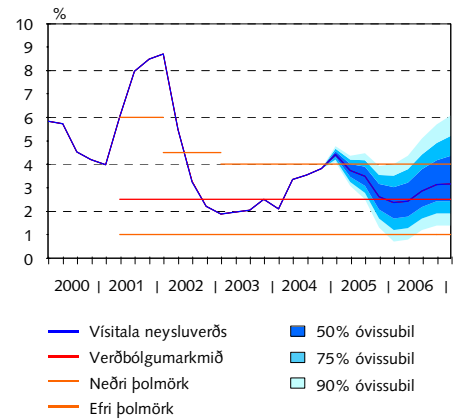
Eins og í síðustu spá er gert ráð fyrir að óvissa spárinnar sé samhverf litið eitt ár fram í tímann en að hún sé skekkt upp á við litið til tveggja ára. Slagsíðan upp á við hefur heldur aukist vegna þess að líkur á gengislækkun eru meiri en í desember.

Mikilvægt er að hafa í huga að ofangreind spá byggist á óbreyttum stýrivöxtum Seðlabankans og álíka sterku gengi krónunnar og það er nú út spátímabilið. Þannig nýtir bankinn spána sem leiðarvísir við ákvarðanir í peningamálum. Spáin gefur til kynna hver framvindan gæti orðið, geri bankinn ekkert umfram það sem hann hefur þegar gert. Áhrifa peningastefnunnar mun samkvæmt spánni gæta í auknum mæli á þessu og næsta ári. Enn frekari samþjöppun stóriðju-áforma í ár veldur því að ofpensla verður í þjóðarbúskapnum út spátímabilið og má því ætla að frekara aðhalds verði þörf af hálfu seðlabankans til þess að kveða niður þá verðbólgu sem henni fylgir. Frávikspá með breytilegum vöxtum og gengi staðfestir þetta mat enn frekar.

Mynd 1

Verðbólgu spá Seðlabankans

Spátímabil: 1. ársfj. 2005 - 1. ársfj. 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Verðbólgu spá Seðlabanka Íslands

Ársfjórðungs- breytingar (%)	Breyting frá fyrri ársfjórðungi	Ársfjórðungs- breyting á ársgrundvelli	Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður
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	7,0	3,3
2004:3	0,5	1,9	3,6
2004:4	1,3	5,2	3,8
2005:1	0,9	3,7	4,4
2005:2	1,0	4,1	3,7
2005:3	0,2	0,9	3,5
2005:4	0,4	1,7	2,6
2006:1	0,7	2,7	2,4
2006:2	1,1	4,4	2,4
2006:3	0,7	2,6	2,9
2006:4	0,7	2,8	3,1
2007:1	0,7	2,9	3,2

Tölur sýna breytingar milli ársfjórðungslegra meðaltala vísitölu neysluverðs.

Ársbreytingar (%)	Breyting milli ára	Breyting yfir árið
2003	2,1	2,4
2004	3,2	4,0
2005	3,6	2,6
2006	2,7	3,1

Skyggt svæði sýnir spá.

II Ytri skilyrði

Alþjóðlegur hagvöxtur tekur að dvína

Horfur um hagvöxt í heiminum fyrir árið 2005 eru allgóðar, þótt líklegt sé að hann verði nokkru minni en í fyrra. Á síðasta ári var verðbólga með minnsta móti og vextir áfram lágir, en verðlag húsnæðis og hlutabréfa hækkaði víða um heim, og ýtti það undir hagvöxt. Í ár eru horfur á að nýmarkaðslöndin í Asíu, Suður-Ameríku og Evrópu muni leiða hagvöxtinn í heiminum, drifin áfram af mikilli beinni erlendri fjárfestingu. *Consensus Forecasts* spá 3% hagvexti í heiminum í ár, en hann var um 4% í fyrra.²

Útlit er fyrir að hagvöxtur á evrusvæðinu og í Japan verði dragbítur á hagvöxt í heiminum. Japanskur þjóðarbúskapur er fremur háður útflutningi og útflutningur hefur leitt hagvöxt á evrusvæðinu á síðustu árum. Gengishækkun evru og japanska jensins gagnvart Bandaríkjadal og heldur minni hagvöxtur í heiminum munu draga úr vexti útflutnings og þar með hagvexti í þessum löndum, nema innlend eftirspurn taki við sér.

Á evrusvæðinu hefur lítil einkaneysla í stærstu löndunum haldið hagvexti niðri, sem fyrir vikið er mjög háður útflutningi. Þýskaland og Ítalía, sem glímt hafa við dræman hagvöxt um langt skeið, standa fyrir helmingi framleiðslu á evrusvæðinu. Horfur á efnahagsbata þar í ár eru veikar, en á síðasta ársfjórðungi 2004 varð samdráttur. Umbætur er miða að auknum sveigjanleika á þýskum vinnumarkaði hafa tíma-bundið aukið atvinnuleysi og veikt tiltrú neytenda á framtíðinni.³ Jákvæðari tölur hafa hins vegar komið frá Frakklandi og Spáni, en þar var hagvöxtur á síðasta ársfjórðungi 2004 svipaður og í Bandaríkjunum og horfur um hagvöxt í ár góðar. Hagvöxtur á evrusvæðinu er því nokkuð ójafn. Á Bretlandi, líkt og annars staðar, eru horfur á minni hagvexti í ár en í fyrra. Farið er að draga úr verðhækkun húsnæðis, samdráttur er í smásöluverslun og búist er við að hægi á vexti einkaneyslu.

Í Bandaríkjunum er einnig spáð minni hagvexti í ár en í fyrra, sem var hinn mesti frá árinu 1999. Mikill vöxtur einkaneyslu var ein meginástæða þessa öflugra hagvaxtar, en aukin fjárfesting fyrirtækja átti einnig hlut að máli. Vaxandi viðskiptahalli vó hins vegar á móti vexti þjóðarútgjalda og var það ein helsta ástæða þess að dró úr hagvexti á síðasta fjórðungi síðasta árs.

Hagvöxtur í Kína var 9½% í fyrra og vöxtur utanríkisviðskipta mun meiri, en innflutningur á árinu 2004 jókst um 36%. Nú er svo komið að vaxandi eftirspurn frá Kína skýrir umtalsverðan hluta vaxtar eftirspurnar á heimsvísu. Kínverskur þjóðarbúskapur nemur 2/3 banda-

2. Spár *Consensus Forecasts* eru meðaltal af spám margra aðila. Hér er vísað til meðaltals af spám um hagvöxt í 69 löndum, sem ná til u.þ.b. 85-90% heimsframléislunnar.

3. Um 5 milljónir manna eru nú atvinnulausar í Þýskalandi og líklegt er að þeim eigi enn eftir að fjölga. Einnig er fjármunamyndun í Þýskalandi lítil, þar sem þýsk fyrirtæki kjósa frekar að fjárfesta í nýmarkaðsríkjum Evrópu og Asíu. Utanríkisviðskipti eru stór hluti þýska þjóðarbúskaparins og er verðmæti út- og innflutnings tæplega 70% af vergri landsframléiðslu. Uppsveifla í Þýskalandi hefur því einatt hafist erlendis. Á síðasta ári jukust alþjóðaviðskipti í heiminum og útflutningur, en innlend eftirspurn fylgdi ekki á eftir. Þar sem horfur eru á minni hagvexti í heiminum í ár hafa hagvaxtarhorfur í Þýskalandi ekki batnað.

ríska þjóðarbúskaparins að stærð og því skiptir þróunin þar og í nálægum löndum æ meira máli fyrir heimsbúskapinn. Væntingar eru um að hagvöxtur í ár muni verða heldur minni, en samt sem áður muni kínverskur þjóðarbúskapur halda áfram að vaxa einna hraðast í heiminum. Nokkur hætta er talin á ofpenslu í Kína og hafa stjórnvöld þar leitast við að hægja á hjólum efnahagslífsins en án mikils árangurs. Nýjustu upplýsingar benda til þess að kínverska hagkerfið sé enn þá á góðri siglingu. Einkaneysla og útflutningur aukast áfram hröðum skrefum.

Hækkun hráolíuverðs er ein af ástæðum þess að horfur eru á minni hagvexti í heiminum í ár en í fyrra. Meðalverð hráolíu í fyrra var tæplega 34% hærra en árið 2003. Olíuverð hefur haldið áfram að hækka það sem af er ári og fyrstu tvo mánuði ársins var það að meðaltali 43% hærra en á sama tíma í fyrra. Áhyggjur vegna áframhaldandi kulda í Bandaríkjunum og hugsanlegra sveiflna í framboði hafa ýtt undir hækkun olíuverðs undanfarnar vikur. Framvirkt verð bendir til þess að stundarverð haldist hátt næstu mánuði og var framvirkt verð hráolíu í lok febrúar um 49% hærra en það var fyrir ári. Meðalverð bensíns var í fyrra tæplega 42% hærra en árið á undan. Líkt og verð hráolíu hefur bensínverð haldið áfram að hækka á þessu ári, en þó ekki jafnmikið. Meðalhækkun fyrstu tvo mánuði ársins frá sama tíma í fyrra var um 25%.

Fjármögnun viðskiptahalla Bandaríkjanna veldur áhyggjum

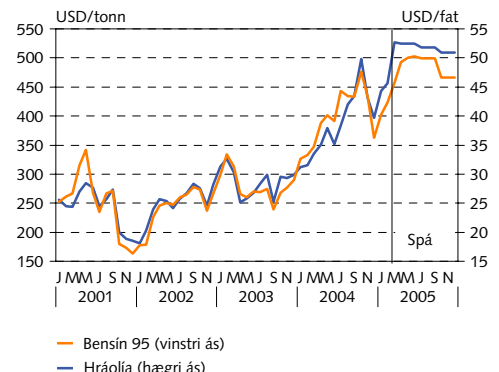
Viðskiptahalli Bandaríkjanna hefur aukist stöðugt á undanförunum árum. Nam hann í fyrra rúmlega 5% af landsframleiðslu og er gert ráð fyrir enn meiri halla á þessu ári. Mikill halli hefur einnig verið á rekstri ríkissjóðs. Óttast margir að „tvíburahallinn“ í Bandaríkjunum geti haft neikvæð áhrif á heimsbúskapinn. Veldur það óvissu á fjármálamörkuðum víðs vegar um heim.

Ýmsar skýringar eru á viðskiptahallanum, meðal annars minnkandi sparnaður einkageirans og aukinn halli á rekstri hins opinbera, en einnig sú staðreynd að þjóðarbúskapur Bandaríkjanna hefur vaxið hraðar en þjóðarbúskapur margra helstu viðskiptalanda þeirra, t.d. Evrópulanda og Japans. Vegna þess að utanríkisviðskipti Bandaríkjanna eru mjög lítil í hlutfalli við stærð hagkerfisins hefur vöxtur innlendrar eftirspurnar minni áhrif á viðskiptahallann en í mörgum öðrum ríkjum. Til þess að draga umtalsvert úr hallanum þurfa því að leggjast á eitt, minni vöxtur innlendrar eftirspurnar, helst fyrir tilstilli aukins aðhalds í ríkisfjármálum, og aukinn hagvöxtur í helstu viðskiptaríkjum Bandaríkjanna, einkum á evrusvæðinu og í Japan. Nægi það ekki kann gengi dalsins að þurfa að falla enn meira en orðið er. Ólíklegt er að dragi úr viðskiptahalla Bandaríkjanna í bráð, því að eins og áður sagði, er lítils hagvaxtar vænst í Evrópu og Japan í ár. Þar að auki hindrar sú stefna margra Asíuríkja að halda gengi gjaldmiðla sinna föstu eða lítt breyttu gagnvart Bandaríkjadal að gengislækkun Bandaríkjadals geti knúið fram næga aðlögun, en stór hluti hallans er einmitt við Kína og önnur Asíulönd.

Aðlögun heimsmarkaðarins að viðskiptahalla Bandaríkjanna hefur til þessa einkum birst í lækkun á gengi Bandaríkjadals, en hann hefur, frá því að hann náði hámarki í febrúar 2002, fallið um 28%

Mynd 2

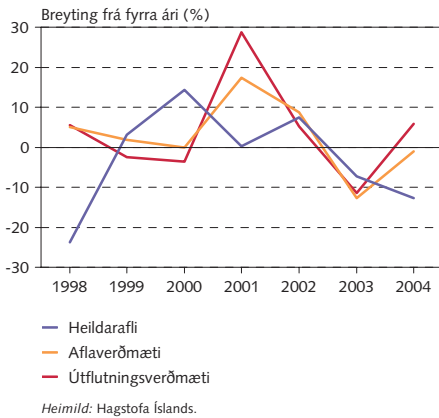
Olíu- og bensínverð á heimsmarkaði
2001-2005



Spá um 2. - 4. ársfj. 2005, byggð á framvirku verði á Rotterdammarkaði.
Heimild: Bloomberg.

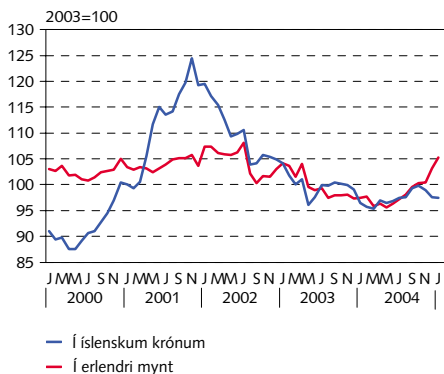
Mynd 3

Aukning afla, aflaverðmætis og
útflyttingsverðmætis 1998-2004



Mynd 4

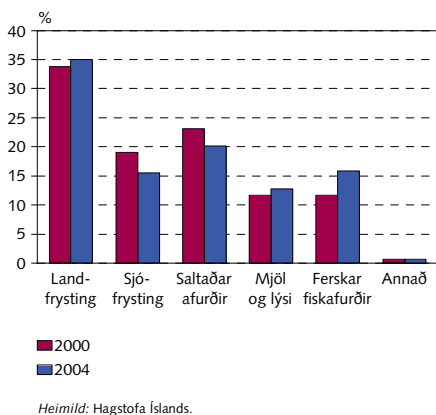
Áætlað verðlag sjávarafurða
janúar 2000 - janúar 2005



1. Verðvísitala Hagstofu Íslands umreiknuð yfir í erlenda gjaldmiðil með vöruskiptavog m.v. útflytting.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Skipting sjávarafurðaframleiðslu
2000 og 2004



gagnvart helstu gjaldmiðlum þróaðra ríkja. Gengislækkunin hefur þó ekki enn haft mikil áhrif á viðskiptahallann, meðal annars vegna þess að útflytjendur helstu viðskiptalanda Bandaríkjanna hafa kosið að taka á sig minni hagnað fremur en að leyfa vörum sínum að hækka að ráði í dölum talið og markaðshlutdeild að minnka. Að auki hafa mörg Asíuríki, eins og áður sagði, haldið gjaldmiðlum sínum föstum gagnvart Bandaríkjadal. Því er ekki hægt að útiloka að töluvert meiri gengislækkunar sé þörf til þess að hafa veruleg áhrif á hallann. Seint á níunda áratugnum féll meðalgengi Bandaríkjadals (vöruviðskiptavegið) um 35%, samanborið við lækkun hans um 15% frá árinu 2002. Þá var viðskiptahallinn þó helmingi minni sem hlutfall af vergri landsframleiðslu en hann er um þessar mundir.

Verðlag sjávarafurða hefur hækkað

Í fyrra dróst heildarafli saman, aðallega vegna samdráttar í afla uppsjávarfisks, en vel aflaðist af botnfiski. Aflaverðmæti upp úr sjó á föstu verði stóð því í stað milli ára þrátt fyrir minni heildarafli. Þrátt fyrir svipað aflaverðmæti og áður jókst útflyttingur sjávarafurða um rúmlega 8% að magni til. Vöxtinn má einkum rekja til breyttrar samsetningar útflyttings. Útflyttingur ferskfisks jókst mikið, en hann skilar að jafnaði meiri virðisauka en önnur framleiðsla. Meiri frysting loðnu- og síldarafurða, í stað bræðslu, jók útflyttingsverðmæti þeirra um 7 ma.kr. Markviss markaðssetning, batnandi nýting hráefnis, betri vinnslutækni og sterkari staða íslenskra útflyttings- og matvælafyrirtækja á helstu mörkuðum Evrópulanda kunna einnig að hafa átt þátt í auknu verðmæti útflyttra sjávarafurða.

Þrátt fyrir fremur dræman vöxt einkaneyslu víða í Evrópu hefur útflyttingsverðlag sjávarafurða hækkað verulega undanfarna mánuði. Verðlag sjávarafurða í erlendri mynt hækkaði um rúmlega 10% undanfarna átta mánuði og mest undanfarna tvo mánuði, en verðlag hafði farið lækkandi frá fyrri hluta árs 2002. Hækkun á gengi krónunnar veldur því hins vegar að afurðaverð hefur lítið breyst í krónum talið.

Verð nær allra afurða hefur hækkaði undanfarna átta mánuði. Hækkunina má rekja til þess að framboð á helstu botnfiskafurðum hefur dregist saman á síðustu árum, en eftirspurn verið stöðug eða aukist. Þá hefur samkeppni meðal kaupenda um eftirsóttar afurðategundir eins og ferskan þorsk aukist. Einnig hefur átt sér stað ákveðin verðleiðrétting á nokkrum tegundum afurða, sérstaklega sjófrystum fiski, eftir verðfall á árunum 2002 og 2003.

Áhrif raungengis mismikil

Gengi krónunnar hækkaði töluvert undir lok síðasta árs. Á árinu 2004 var gengi krónu gagnvart Bandaríkjadal að meðaltali um 8,6% hærra en árið á undan, 2,4% hærra gagnvart sterlingspundi og 0,5% hærra gagnvart evru. Það sem af er ári hefur gengi krónunnar haldið áfram að hækka, meðal annars sökum stýrivaxtahækkana Seðlabankans. Í spá Seðlabankans að þessu sinni er gert ráð fyrir óbreyttu gengi frá 8. mars, en það felur í sér að í ár verði meðalgengi krónu 10,6% hærra en í fyrra. Að óbreyttu innbyrðis gengi gjaldmiðla fæli það í sér að meðaltali 14% hækkun gagnvart Bandaríkjadal, 10% hækkun gagnvart sterlingspundi og rúmlega 8% hækkun gagnvart evru.

Þar sem horfur eru á að innlend verðbólga og hækkun launakostnaðar á einingu verði meiri en í viðskiptalöndunum mun raungengi hækka meira en nafngengi. Að gefnu óbreyttu nafngengi mun raungengi skilgreint sem hlutfallslegt neysluverðlag hækka um rúmlega 13% á þessu ári og um u.þ.b. 2% á árinu 2006, en heldur meira ef miðað er við hlutfallslegan launakostnað á framleidda einingu.

Í sögulegu samhengi stefnir í að raungengi á þessu ári verði með hæsta móti. Raungengi ársins 2004 var rúmlega 7% hærra en meðaltal undanfarinna tíu ára og 2½% hærra en meðaltal undangenginna tuttugu ára. Gangi ofangreindar forsendur eftir verður raungengi miðað við neysluverðlag á þessu ári 20% yfir meðaltali sl. tíu ára, 16% yfir tuttugu ára meðaltali og 1% hærra en hágengisárið 1988.

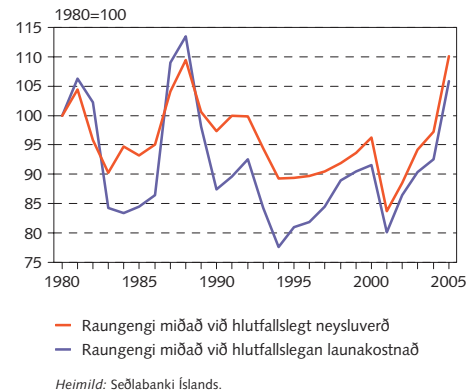
Ólíklegt er að svo hátt raungengi geti staðist mjög lengi. Hátt raungengi hefur neikvæð áhrif á afkomu samkeppnisfyrirtækja, en mismikil eftir hlutfalli innlands og erlends kostnaðar. Hagnaður útflutningsfyrirtækja mun óhjákvæmilega minnka. Aðlögunarhæfni þeirra er þó umtalsverð. T.d. hefur framleiðslusamsetning sjávarafurða á undanförunum árum aðlagast breyttum verðhlutföllum og tækni- framförum, þótt aðrar ástæður komi einnig til, eins og sést á mynd 5.

Ef marka má þróun helstu útflutningsafurða síðastliðna mánuði, t.d. sjávarafurða, áls, lyfja, lækningatækja og búnaðar til matvælavinnslu, hefur hækkun raungengis til þessa ekki haft veruleg áhrif á útflutning. Það kann að skýrast af því að ýmis fyrirtæki eiga óhægt um vik að draga úr framboði eða kjósa að halda óbreyttri markaðshlutdeild í von um að hátt gengi krónunnar vari ekki mjög lengi. Álbræðslur eru tiltölulega ónæmar fyrir gengissveiflum og stór íslensk iðnfyrirtæki eru þegar með vinnuafsfrekasta hluta starfsemi sinnar erlendis.

Horfur á áframhaldandi vexti útflutnings

Horfur eru á áframhaldandi vexti útflutnings á þessu ári, þótt hann vaxi töluvert hægar en í fyrra. Útlit er fyrir að útflutningur sjávarafurða aukist töluvert í ár. Leyfilegur heildarafli botnfisktegunda á yfirstandandi fiskveiðiári (1. september 2004 til 31. ágúst 2005) er um 15 þús. tonnum meiri en á fyrra fiskveiðiári. Búist er við að leyfilegur

Mynd 6
Raungengi krónunnar 1980-2005



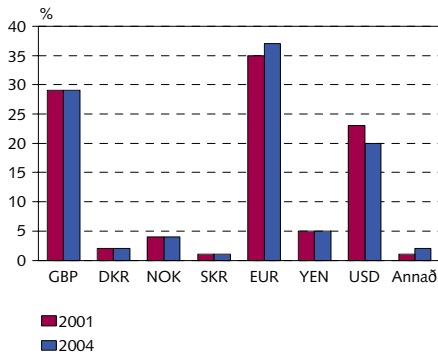
Tafla 3 Helstu forsendur um þróun ytri skilyrða

	Núverandi spá ¹			Breyting frá síðustu spá (prósentur) ²		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Útflutningsframleiðsla sjávarafurða	8,1	4,0	4,5	0,6	0,0	3,5
Verð sjávarafurða í erlendri mynt	-0,9	6,0	2,0	-0,9	1,0	0,0
Verð áls í erlendri mynt	9,6	4,2	-8,2	-3,6	6,9	-1,2
Verð útfluttrar vöru og þjónustu í erlendri mynt	-3,5	9,7	0,3	-6,2	7,3	0,1
Verð innfluttrar neysluvöru í erlendri mynt	2,5	2,3	2,2	-1,0	0,3	0,2
Þar af eldsneytisverð í erlendri mynt	35,9	33,9	-3,2	8,2	24,6	-1,0
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-2,6	1,9	-1,0	-3,6	0,6	0,5
Erlendir skammtímavextir	2,3	2,6	3,0	0,0	-0,9	-1,0

1. Breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti. 2. Breyting frá Peningamálum 2004/4.

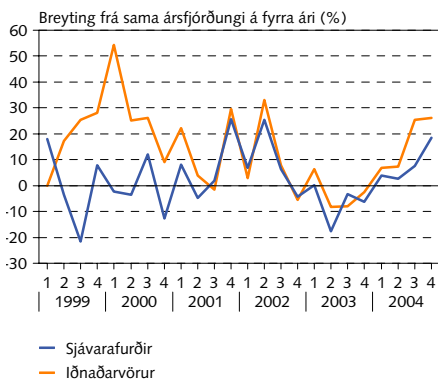
Heimild: Seðlabanki Íslands

Mynd 7
Myntkarfa sjávarútvegs 2001 og 2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8
Vöxtur vöruútflutnings 1999-2004¹



1. Á föstu gengi m.v. vöruútflutningsvog.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

heildarafli loðnu og síldar verði nokkru meiri á þessu ári en í fyrra, en að heildarafli kolmunna verði svipaður. Að því gefnu er gert ráð fyrir að aflaverðmæti muni aukast nokkuð á þessu ári. Þá er talið líklegt að aflahámark í þorski og einnig í öðrum mikilvægum botnfisktegundum muni verða aukið á næsta fiskveiðiári. Aukinn botnfiskafli, betri nýting hráefnis, hærra vinnslustig og aukin sala ferskra fiskafurða gefa tilefni til að reikna með nokkru meiri útflutningi sjávarafurða í ár en í fyrra. Í spánni er reiknað með 4% vexti á föstu verði í ár og 4½% á því næsta.

Á sama tíma er gert ráð fyrir að verðlag sjávarafurða haldi áfram að hækka í erlendri mynt, einkum sjófrystra og landfrystra afurða og saltfisks. Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir að verðlag sjávarafurða í erlendri mynt muni hækka um 6% milli árana 2004 og 2005, en um 2% á næsta ári.

Gengislækkun Bandaríkjadals gæti haft áhrif á skiptingu útflutnings á markaðssvæði. Ekki hefur þó orðið veruleg breyting á gjaldmiðlaskiptingu útflutnings. Sala í Bandaríkjadöllum hefur dregist saman um 3 prósentur á undanfönum þremur árum, en sala í evrum aukist um 2 prósentur.

Útflutningur annarrar iðnaðarvöru en áls og málblendis jókst verulega í fyrra og gert er ráð fyrir frekari vexti á þessu ári. Því er áætlað að útflutningur vöru og þjónustu aukist um tæplega 5% á þessu ári, sem er heldur minni vöxtur en spáð var í desember. Á næsta ári er hins vegar útlit fyrir meiri vöxt útflutnings, þrátt fyrir hærra raungengi, mestmegnis vegna ofangreindrar aukningar aflaheimilda, en einnig vegna aukins álútflutnings.

III Fjármálaleg skilyrði

Frá nóvember sl. hafa fjármálaleg skilyrði orðið heldur aðhaldssamari á heildina litið. Þau eru þó enn með hagstæðasta móti. Erlendir vextir eru enn afar lágir, þótt skammtíavextir séu farnir að hækka í Bandaríkjunum. Innlendir skammtíavextir hafa hins vegar hækkað í takt við 1½ prósentu hækkun stýrivaxta og hefur það stuðlað að gengishækkun krónunnar og þar með gert erlendar lántökur óhagkvæmari að því gefnu að búist sé við að gengishækkunin gangi til baka. Vextir verðtryggðra skuldabréfa til langs tíma hafa hins vegar ekki hækkað. Því hefur hækkun stýrivaxta ekki haft umtalsverð áhrif á fjármálaleg skilyrði heimilanna, enn sem komið er.

Fjármálaleg skilyrði í heiminum eru enn með besta móti

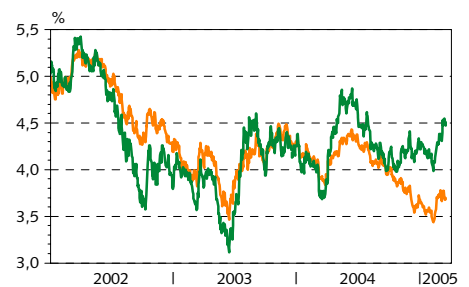
Fjármálaleg skilyrði í umheiminum eru enn með því hagstæðasta sem þau hafa verið í áratugi. Bandaríski seðlabankinn hefur reyndar hækkað stýrivexti um 1½ prósentu frá því að hann tók að draga úr örvun peningastefnunnar sl. sumar, en Seðlabanki Evrópu (ECB) hefur haldið stýrivöxtum sínum óbreyttum í 2% frá sumarmánuðum 2003. Breskir stýrivextir hafa verið óbreyttir frá því í ágúst, eftir nokkra hækkun á fyrri hluta sl. árs. Stýrivextir í Bandaríkjunum eru um þessar mundir 2½%, eða lægri en sem nemur verðbólgu þar. Skammtímaraunvextir í heiminum eru enn almennt nálægt núlli eða neikvæðir. Hækkun stýrivaxta í Bandaríkjunum hefur jafnframt engin marktæk áhrif haft á langtíavexti. Þannig hafa t.d. vextir ríkisskuldabréfa til tíu ára verið nálægt 4% á fyrstu mánuðum þessa árs, eða aðeins lítillega yfir sögulegu lágmarki. Í Evrópu eru langtíavextir 2%. Helstu skýringar á óvenjulágum vöxtum eru lágur verðbólguvæntingar, almennt traust á stjórn peningamála í helstu ríkjum heims og væntingar um að aðhald verði aukið með varfærnnum hætti á næstu árum. Jafnframt hafa seðlabankar í Asíu keypt bandarísk ríkisskuldabréf í miklum mæli og þannig komið í veg fyrir að hallarekstur ríkissjóðs Bandaríkjanna leiddi til vaxtahækkunar. Þá hefur hagnaður fyrirtækja aukist án þess að fjárfesting hafi aukist sem því svarar. Lánsfjárefitirspurn hefur því verið fremur lítil en framboð lánsfjár hins vegar mikið. Fjármálaleg skilyrði í heiminum eru í reynd enn hagkvæmari en sem nemur sögulega lágum vöxtum ríkistryggðra skuldabréfa, því vaxtaálag hefur hvarvetna verið á niðurleið, hvort heldur á vexti skuldabréfa fyrirtækja eða nýmarkaðsríkja.

Stýrivextir í helstu efnahagsveldunum hafa hækkað mun hægar frá því að efnahagsbati hófst fyrir rúmlega tveimur árum en á fyrri bataskeiðum. Enn er í flestum spám gert ráð fyrir hægfara hækkun vaxta á næstu tveimur árum, bæði skammtíavaxta og langtíavaxta. Ýmislegt gæti þó orðið til að flýta fyrir vaxtahækkun. Dragi seðlabankar í Asíu t.d. verulega úr kaupum sínum á bandarískum skuldabréfum, fari verðbólga vaxandi og leiði til þess að auka þurfi aðhald peningastefnunnar hraðar en nú er fyrir séð og takist ekki að koma böndum á mikinn halla ríkissjóðs í Bandaríkjunum gætu vextir hækkað hraðar en almennt er gert ráð fyrir. Slík þróun gæti orðið afdrifarík fyrir framvinduna hér á landi í ljósi þess að hinn hraði vöxtur innlendra útlána hefur að miklu leyti verið fjármagnaður með erlendu

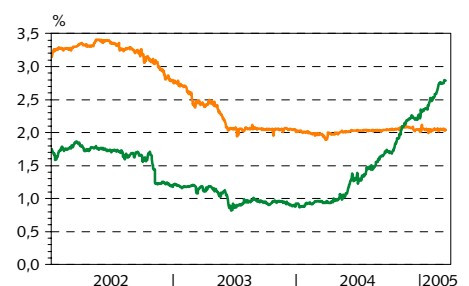
Mynd 9

Erlend vaxtaþróun
2. janúar 2002 - 10. mars 2005
(daglegar tölur)

Ávöxtun ríkisskuldabréfa til 10 ára



Ávöxtun ríkisvixla til 3 mánaða



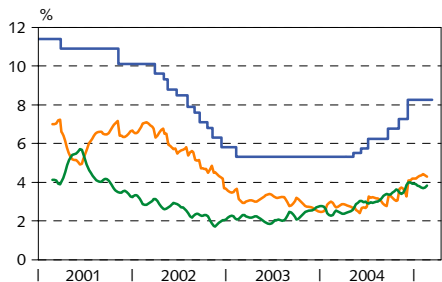
— Bandaríkin
— Evrusvæði

Heimildir: EcoWin, Eurostat.

Mynd 10

Raunstýrivextir Seðlabankans

Vikulegar tölur 2. janúar 2001 - 8. mars 2005

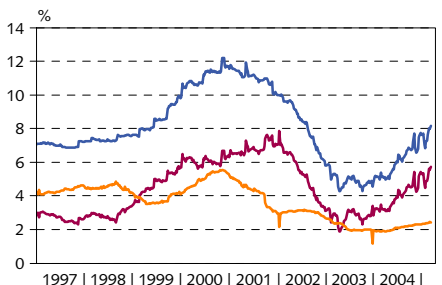


— Nafnstýrivextir
— Verðbólguálag ríkisskuldabréfa til þriggja ára
(20 daga miðsett hreyfanlegt meðaltal)
— Raunstýrivextir miðað við verðbólguálag til þriggja ára
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Innlendir og erlendir skammtímavextir

3 mánaða ríkisvixlar,
vikulegar tölur janúar 1997 - mars 2005

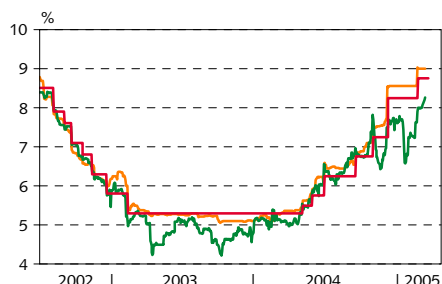


— Vextir þriggja mánaða ríkisvixla erlendis (viðskiptavegnir)
— Vextir þriggja mánaða ríkisvixla, Ísland
— Vaxtamunur
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 12

Stýrivextir og aðrir skammtíamarkaðsvextir

Daglegar tölur 1. júlí 2002 - 10. mars 2005



— Stýrivextir
— Þriggja mánaða ríkisvixlar
— Þriggja mánaða vextir á millibankamarkaði (REIBOR)
Heimild: Seðlabanki Íslands.

lánsfé, að stórum hluta á breytilegum vöxtum. Mikið framboð lánsfjár, minnkandi álag á vexti og almennt lágir vextir í viðskiptalöndunum geta til skamms tíma litið tafið miðlun stýrivaxtabreytinga um vaxtarófið en ekki komið í veg fyrir hana. Miðlunin verður hins vegar í meiri mæli í gegnum gengisbreytingar (sjá síðar).

Seðlabankinn hækkaði vexti í desember og í febrúar

Frá því að *Peningamál* komu út í byrjun desember hefur Seðlabankinn haldið áfram að herða aðhald. Hækkun stýrivaxta um 1 prósentu var tilkynnt í desember, um leið og verðbólguálag bankans var kynnt, og enn voru vextir hækkaðir um ½ prósentu, í 8,75%, þegar bankinn birti greinargerð til ríkisstjórnarinnar vegna rofs þolmarka.

Eftir hækkunina í febrúar sl. voru stýrivextir Seðlabankans orðnir tæplega 3½ prósentu hærri en áður en aðhaldsferlið hófst í maí á sl. ári. Aðhaldsstig peningastefnunnar hefur þó ekki aukist svo mikið, því að verðbólga og verðbólguvæntingar hafa einnig vaxið. Raunstýrivextir hafa því hækkað minna en nafnvextir. Enginn einhlítur mælikvarði er á raunstýrivexti. Stýrivextir Seðlabankans hafa bein áhrif á vexti á peningamarkaði og á markaði með skuldabréf til fárra ára eða skemur. Þar sem eftirspurn eftir endurhverfum lánnum Seðlabankans ræðst að miklu leyti á þessum mörkuðum er eðlilegt að líta til verðbólguvæntinga þeirra aðila sem stunda viðskipti á þeim við mat á raunstýrivöxtum. Með því að bera saman ávöxtunarkröfu óverðtryggðra og verðtryggðra ríkisskuldabréfa af samsvarandi tímalengd má fá vísbendingu um þróun þessara væntinga. Sá galli er reyndar á gjöf Njarðar, að um þessar mundir skortir heppilegan flokk verðtryggðra skuldabréfa til viðmiðunar.⁴ Því verður að hafa nokkurn fyrirvara á þessum niðurstöðum. Ef horft er fram hjá skammtímasveiflum í metnu verðbólguálagi má áætla að raunstýrivextir hafi ekki farið að hækka svo að marktækt sé fyrir en síðla hausts 2004, eftir að hafa sveiflast í kringum 3% um nær tveggja ára skeið, og verið að undanfögnu u.þ.b. 1½ prósentu hærri eða um og yfir 4%.

Þótt algengast sé að meta raunstýrivexti með hliðsjón af verðbólguvæntingum á þeim mörkuðum sem nátengdastir eru Seðlabankanum er einnig við hæfi að skoða væntingar heimila og fyrirtækja, enda verður hluti skulda þeirra og lánskjör skammtímalána nokkuð skjótt fyrir áhrifum stýrivaxtabreytinga. Verðbólguvæntingar heimilanna hafa undanfarið ár verið nálægt 4%. Ef raunstýrivextir eru metnir á þann mælikvarða eru þeir lítilla hærri en ef miðað er við væntingar markaðsaðila, eða u.þ.b. 4,75%. Væntingar einstaklinga hafa hins vegar tilhneigingu til að elta liðna verðbólgu. Taki væntingar mið af árshækkun vísitölu neysluverðs í mars um 4,7% teldust raunstýrivextir 3,9%. Miðað við væntingar forráðamanna stærstu fyrirtækja (sbr. bls. 40) eru raunstýrivextir um þessar mundir 4,9%. Enn einn mælikvarði á raunstýrivexti er að nota verðbólguálag Seðlabankans í stað verðbólguvæntinga. Þannig metnir eru raunstýrivextir um þessar mundir 6,2%.

4. Skuldabréfaflokkurinn RIKS-05 sem notaður er við útreikninga á verðbólguvæntingum er ekki áreiðanlegur mælikvarði á ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa þar sem hann er á gjalddaga í apríl nk. Því eru hverfandi viðskipti með þann flokk.

Ávöxtunarkrafa tveggja ára ríkisbréfa hefur hækkað nokkuð frá nóvember sl. en ávöxtunarkrafa ríkisbréfa til lengri tíma hefur lækkað

Miðlun breytinga á stýrivöxtum um óverðtryggða vaxtarófið getur verið tafsöm og verður fyrir áhrifum margra ytri þátta. Þar togast m.a. á staðkvæmdaráhrif vegna hækkunar skammtímavaxta, vænt verðbólga og þróun skammtímavaxta og vænt gengisbreyting. Vænt ávöxtun annarra fjárfestingarkosta en skuldabréfa, t.d. hlutabréfa og fasteigna, kann einnig að skipta máli. Vextir ríkisbréfa til tveggja ára hafa hækkað nokkuð frá nóvembermánuði sl. Þetta er eins og vænta má, því að skuldabréf til tveggja ára eða skemmri tíma keppa mjög við ávöxtun á peningamarkaði og fyrirsjáanlegt er að peningavextir verði háir á líftíma þessara bréfa og hækki jafnvel frá því sem nú er. Athyglisvert er að á sama tíma hefur ávöxtunarkrafa ríkisbréfa með u.þ.b. fimm eða átta ára líftíma lækkað. Þessi þróun gæti borið vott um traust á að Seðlabankanum takist það ætlunarverk að halda verðbólgu í skefjum. Hækkun skammtímavaxta verði því aðeins tímabundin og gangi fljótt til baka. Fleiri öfl kunna þó að vera að verki. Lækkun sem orðið hefur á ávöxtun verðtryggðra bréfa til langs tíma hefur áhrif á ávöxtun annarra skuldabréfa. Leiða má líkur að því að lækkun á ávöxtun verðtryggðra langtímaskuldabréfa hafi vakið áhuga fjárfesta, t.d. lífeyrissjóða, á öðrum tegundum skuldabréfa. Geri fjárfestar ráð fyrir að verðbólguþáttur Seðlabankans haldi að meðaltali á líftíma skuldabréfanna er vænt raunávöxtun ríkisbréfa, þrátt fyrir lækkun undanfarna mánuði, töluvert betri en á verðtryggðum ríkis-skuldabréfum.

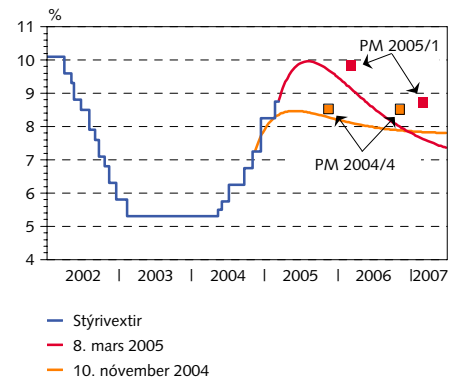
Markaðsaðilar gera ráð fyrir áframhaldandi hækkun stýrivaxta

Væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta næstu missera er hægt að meta út frá fólgnum framvirkum vöxtum sem lesa má út úr vaxtaferli óverðtryggðra vaxta. Samkvæmt þeim vænta markaðsaðilar áframhaldandi vaxtahækkana Seðlabankans sem er í samræmi við yfirlýsingar bankans að undanfögnu. Framvirkir vextir gefa til kynna að stýrivextir bankans nái hámarki snemma í ágúst nk. og verði þá um 10%. Eftir það virðist þess vænst að stýrivextir fari smám saman lækkandi og verði komnir í um 7½% eftir tvö ár. Þetta er nokkru skarpari hækkunarferill en reiknað var með í nóvember sl. í aðdraganda *Peningamála* 2004/4, sem endurspeglar líklega sterkari eftirspurn í hagkerfinu, meiri verðbólgu, og kröftugri viðbrögð Seðlabankans við þessum aðstæðum, en vænst var þá.⁵

Fólgnir framvirkir vextir þurfa ekki að endurspegla nákvæmlega raunverulegar væntingar markaðsaðila að svo miklu leyti sem áhættuþóknun skekkir myndina. Því getur verið gagnlegt að meta væntingar aðila út frá beinum könnunum. Mynd 13 sýnir að greiningaraðilar virðast vænta þess að lækkun stýrivaxta hefjist nokkru síðar og verði hægari en lesa má út úr framvirkum vöxtum (sjá nánar í ramma-grein 3).

5. Framvirki vaxtaferillinn frá 10. nóvember sl. er aðeins breyttur frá því sem sýnt var í *Peningamála* 2004/4 þar sem aðferðafræðin við mat á fólgnum framvirkum vöxtum hefur breyst. Sjá umfjöllun í viðauka 1.

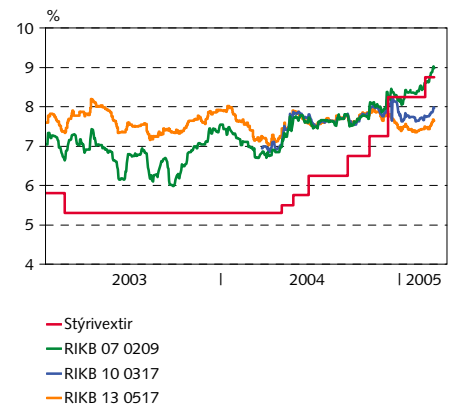
Mynd 13
Stýrivextir Seðlabankans 2002-2007



Gular og rauðar línur sýna framvirka vexti. Kassar sýna vaxtaspar samkvæmt könnunum meðal greiningaraðila fyrir útgáfu *Peningamála* (PM).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 14
Stýrivextir Seðlabankans og ávöxtunarkrafa ríkisbréfa

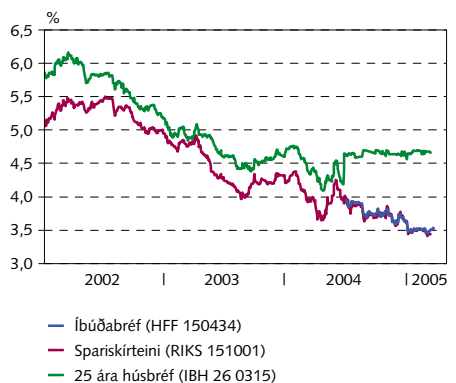
Daglegar tölur 3. janúar 2003 - 10. mars 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 15
Ávöxtunarkrafa verðtryggðra langtímaskuldabréfa

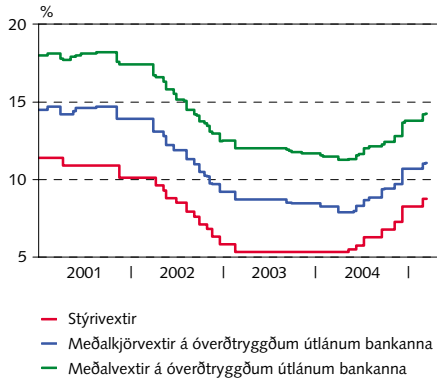
Daglegar tölur 3. janúar 2002 - 10. mars 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 16
Stýrivextir og óverðtryggðir
útlánsvextir bankanna

Tölur 1., 11. og 21. hvers mánaðar
1. janúar 2001 - 11. mars 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Vextir óverðtryggðra útlána bankanna hafa hækkað í takt við stýrivexti en vextir verðtryggðra útlána haldast lágir og vaxtaálag hefur minnkað

Frá því að Seðlabankinn hóf að hækka vexti sl. vor hafa óverðtryggðir útlánsvextir bankanna u.þ.b. fylgt stýrivöxtum Seðlabankans eftir, hvort heldur miðað er við kjörvexti eða meðalvexti. Bilið á milli stýrivaxta og óverðtryggðra kjörvaxta útlána hefur því lítið breyst undanfarið ár, eftir að hafa þrengst nokkuð árið 2003, enda þess ekki að vænta að peningastefnan hafi áhrif á þennan vaxtamun. Vextir verðtryggðra útlána hafa hins vegar haldist óbreyttir frá því á haustmánuðum og eru u.þ.b. einni prósentu lægri en þeir voru í árslok 2003. Hér gætir eflaust áhrifa frá lækkun vaxta verðtryggðra markaðs-skuldabréfa. Ýmis stærri fyrirtæki eiga þess kost að bjóða út skuldabréf á almennum markaði. Vísbindingar eru um að álag á þessa vexti hafi verið að lækka að undanfögnu og er það í samræmi við þróun vaxtaálags erlendis. Einnig virðist hafa dregið úr vaxtaálagi í kjörvaxtakervi bankanna.

Ekkert lát er á hröðum útlánavexti, hvort heldur til heimila eða fyrirtækja

Frá sl. hausti hefur ársvöxtur útlána lánakerfisins verið álíka mikill og hann varð mestur á árunum 2000 og 2001. Í heild jukust útlán á árinu um fimmtung, eða um 16% að raungildi. Mest jukust útlán til fyrirtækja, eða um fjórðung. Vöxtur útlána til heimila var 14%, eða svipaður og fyrr á árinu. Stórauknum húsnæðisveðlánunum bankanna hefur því að mestu leyti verið varið til þess að greiða niður eldri óhagkvæmari lán. Tölur sem fyrir liggja um útlánavöxt innlánsstofnana, Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða benda til að vöxturinn hafi haldist svipaður það sem af er ári. Umhugsunarefni er að útlánavöxturinn um þessar mundir er umtalsvert meiri en hann var í byrjun ofþensluskeiðsins árin 1998 til 2000 og að í kjölfar fyrri tímabila svo mikils útlánavaxtar fylgdi verulegt bakslag. Það gerist þó tæplega næstu tvö árin.

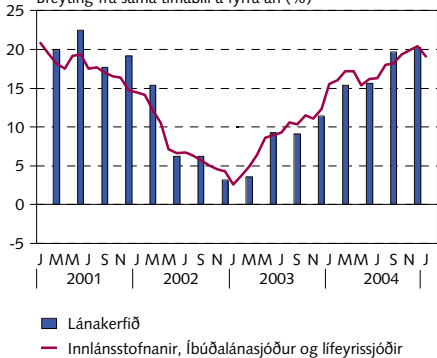
Vöxtur útlána til fyrirtækja var einstaklega ör á sl. ári. Meðal annars jukust gengisbundin lán verulega. Í janúarlok námu útistandandi gengisbundnar skuldir innlendra fyrirtækja við lánastofnanir 456 ma.kr. og höfðu aukist um 38% á einu ári. Mikil sókn í erlent lánsfé er skiljanleg í ljósi hagstæðra vaxta á erlendum lánum, en ætla mætti að sterkara gengi krónunnar dragi heldur úr sókn í erlent lánsfé þegar frá líður. Reyndar hefur hlutdeild gengistryggðra lána í skuldum fyrirtækja við innlánsstofnanir heldur dalað frá því um mitt sl. ár, þegar hún nam u.þ.b. 60%, en óverulega að teknu tilliti til hækkunar á gengi krónunnar. Rétt er að hafa í huga að mikil fjárfesting innlendra fyrirtækja erlendis hefur verið fjármöggnuð að hluta í gegnum innlenda banka. Hraður vöxtur gengisbundinna lána til íslenskra fyrirtækja skilar sér því ekki allur inn í íslenska þjóðarþúið því að hreint innstreymi erlendra lána á sl. ári nam 70% af landsframleiðslu Íslands samkvæmt uppgjöri greiðslujafnaðar.

Nokkuð er um að stærri fyrirtæki sæki lánsfé beint á erlendan markað, en að mestu leyti (og í vaxandi mæli) fer erlend lántaka fram fyrir milligöngu innlendra lánastofnana, sem taka erlend lán og endurlána til innlendra aðila. Á undanfögnu árum hefur erlend lántaka

Mynd 17
Vöxtur útlána janúar 2001 - janúar 2004

Útlán lánakerfis í lok hvers ársfjórðungs, útlán innlánsstofnana, Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða í lok hvers mánaðar

Breyting frá sama tímabili á fyrra ári (%)



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Breytingar á fjármálegum skilyrðum frá útgáfu *Peningamála 2004/4*

	3 vikna tímabil til		Áhrif eftir geirum ¹			
	19. nóv.	10. mars	Heimili	Útflutnings- og samk.fyrirtæki	Fjármála-fyrirtæki	Önnur fyrirtæki
Raunstyrivextir ²	3,8	4,3	.	.	-	.
Skammtímaraunvextir ³	3,0	3,4	-	-	+/-	-
Verðtryggðir innlendir vextir (ávöxtunarkrafa 40 ára íbúðabréfa)	3,7	3,5	+	.	+/-	.
Meðalvextir óverðtryggðra útlána banka og sparisjóða	12,6	14,0	-	-	.	-
Meðalvextir verðtryggðra útlána banka og sparisjóða	7,5	7,5	0	0	0	0
Erlendir skammtímavextir (ríkisvixlar til 3 mån.) ⁴	2,1	2,3	-	-	-	-
Erlendir langtímavextir (ríkisskuldabréf til 10 ára) ⁴	3,9	3,9	0	0	0	0
Gengisvísitala krónunnar	120,0	109,5	+	-	+/-	+/-
Gengi hlutabréfa ⁵	3.401,0	3.779,6	+	+	+	+

1. Hér tákna "+" hagstæðari fjármáleg skilyrði, "-" tákna óhagstæðari fjármáleg skilyrði, "+/-" tákna að brugðið geti til beggja átta, "." tákna að samanburður eigi ekki við og "0" tákna enga breytingu eða því sem næst. 2. Miðað við þriggja ára verðbólguálag. 3. Raunvextir þriggja mánaða ríkisvixla, reiknaðir með þriggja ára verðbólguálagi. 4. Vægi evru er 2/3 og Bandaríkjadals 1/3. 5. Miðað er við úrvalsvisítölu Kauphallar Íslands.

Heimildir: EcoWin, Kauphöll Íslands, Seðlabanki Íslands.

bankanna erlendis einkum farið fram með útgáfu markaðsskuldabréfa fremur en með lántöku í erlendum bönkum. Njóta íslensku bankarnir þar aukins aflsmunar eftir samruna undanfarinna ára. Samanlagt jukust verðbréfaútgáfa og útstandandi erlend lán bankanna um rúmlega 82% á síðastliðnu ári. Hafa verður í huga að miklar erlendar lántökur innlendra banka má að hluta til rekja til þess að efnahagsreikningur þeirra hefur þanist út vegna kaupa á erlendum fjármálafyrirtækjum.

Í janúarlok höfðu bankarnir lánað 213 ma.kr. til einstaklinga. Stór hluti af þeirri upphæð var í formi húsnæðisveðlana. Ársaukning þessara útlána nemur 139%. Á sama tíma hefur dregið verulega úr útlánum íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða til íbúðakaupa. Í janúarlok höfðu útlán þessara þriggja aðila til einstaklinga aukist um tæplega 16%.

Vöxtur peningamagns og sparifjár er enn þá gríðarlega ör, þótt heldur hafi dregið úr honum frá því sem hann var mestur síðla árs 2003 og fram á síðasta ár. Þótt vöxtur peningamagns og sparifjár virðist fremur vísbending um samtímanafnvöxt landsframleiðslu en framtíðarverðbólgu, er ljóst að svo mikill vöxtur peningamagns sem verið hefur undanfarin ár og í svo langan tíma fæst með engu móti staðist án þess að hann komi að lokum fram sem aukin verðbólga.

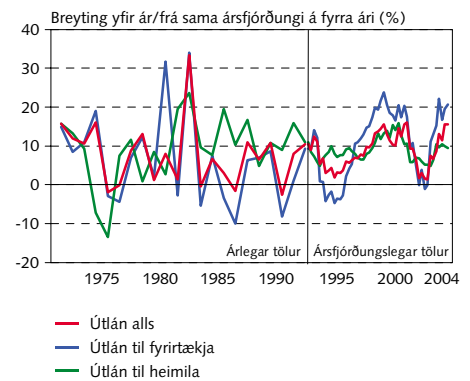
Gengi krónunnar hefur hækkað um tæplega 11% frá því sem gengið var út frá í síðustu spá Seðlabankans

Þrátt fyrir óvenjulaga erlenda vexti um þessar mundir, er ekki þar með sagt að erlend fjármáleg skilyrði hafi verið með öllu ósnortin af aðhaldsaðgerðum Seðlabankans. Í kjölfar vaxtahækkunar bankans í desember hækkaði gengi krónunnar umtalsvert. Eins og fjallað er um nánar á bls. 13 er raungengi krónunnar farið að nálgast fyrri söguleg hámark undanfarinna áratuga. Ætla má að fyrirtæki og einstaklingar sem taka langtímalán á núverandi gengi krónunnar þurfi að gera ráð fyrir töluverðri gengislækkun krónunnar yfir líftíma lánsins. Það hækkar væntan kostnað erlends fjármagns.

Mynd 18

Raunaukning lánakerfisins 1970-2004

Árlegar tölur 1970-1992, ársfjórðungslegar tölur frá árslokum 1992



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Fjármálaleg skilyrði á heildina litið heldur aðhaldssamari en í nóvember 2004

Í töflu 4 er yfirlit yfir breytingar á helstu þáttum sem hafa áhrif á fjármálaleg skilyrði heimila, fyrirtækja og fjármálastofnana frá nóvember. Miðað er við sömu vikur og gert var í *Peningamállum* 2004/4. Ekki er gerð tilraun til að veða saman einstaka þætti, en vægi þeirra getur verið mismikið eftir því hvort um er að ræða fyrirtæki, heimili eða fjármálastofnanir. Á heildina litið má ætla að fjármálaleg skilyrði hafi orðið heldur aðhaldssamari frá því í nóvember sl., en óverulegar breytingar hafa orðið á fjármálalegum skilyrðum heimila.

Fjármálaleg skilyrði heimilanna áfram hagstæð

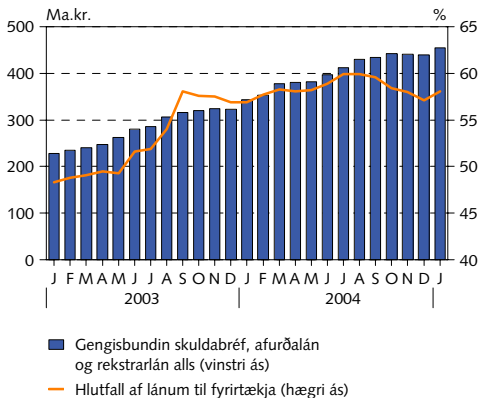
Fjármálaleg skilyrði heimilanna eru áfram með besta móti, þrátt fyrir að skammtíavextir hafi hækkað töluvert frá nóvember. Í efnahagsreikningi heimilanna veða verðtryggðar skuldir langþýngst, eða tæplega 90%. Hefur vægi verðtryggðra skulda vaxið að undanförunu, en vægi yfirdráttarlána minnkað eftir að bankarnir tóku að bjóða fasteignaveðlán á lægri vöxtum. Einungis tíundi hluti skulda einstaklinga ber breytilega vexti sem taka breytingum nokkurn veginn í samræmi við stýrivaxtabreytingar. Þrátt fyrir að hlutdeild gengisbundinna skulda hafi aukist nokkuð eru þær enn léttvægar á heildina litið, u.þ.b. 7½% af heildarskuldum. Enn eru heimilin að létta greiðslubyrði sína með því að greiða upp eldri óhagkvæmari lán. Áhrif skuldbreytinga veða ótvírætt mun þýngra en hækkan vaxta af skammtíalánum og aukin gengisáhætta vegna erlendra lána.

Hærra gengi leiðir til nokkru lakari fjármálalegra skilyrða fyrirtækja en lækkun vaxtaálags vegur á móti

Hækkun stýrivaxta getur haft meiri áhrif á fjármálaleg skilyrði fyrirtækja en heimila, bæði vegna óverðtryggðra lána á breytilegum vöxtum og vegna þess að stærri hluti heildarskulda þeirra er gengisbundinn. Hækkun stýrivaxta hefur því umtalsverð áhrif á fjármálaleg skilyrði fyrirtækja sakir áhrifa á gengi krónunnar. Við þá staðhæfingu verður þó að gera ýmsa fyrirvara. Í fyrsta lagi er ekki sjálfgefið að hækkun stýrivaxta leiði alltaf til umtalsverðrar hækkunar á gengi krónunnar, aðrir þættir kunna að veða á móti. Vaxtahækkunin í desember hafði þó ótvíræð áhrif á gengið. Í öðru lagi eru fyrstu áhrif hærra gengis að draga úr greiðslubyrði af öllum erlendum skuldum. Mestu máli skiptir þó að óhagkvæmara verður að taka ný erlend lán til að fjármagna nýfjárfestingu, að því gefnu að vænt jafnvægisgengi sé óbreytt. Í þriðja lagi hefur hækkun á gengi krónunnar ýmis önnur áhrif á starfsemi fyrirtækja sem eru mismunandi eftir því hvort þau starfa að innflutningi eða útflutningi, og í hve ríkum mæli starfsemi þeirra byggist á innfluttum aðföngum. Hjá útflutningsfyrirtækjum felur gengishækkun í sé aukið aðhald, en e.t.v. hið gagnstæða hjá fyrirtækjum í innflutningstengdri starfsemi. Í öllum tilfellum eru þó nýjar erlendar lántökur kostnaðarsamari en áður. Hlutabréfaverð er hátt og felur í sér hagstæð fjármálaleg skilyrði. Skráð fyrirtæki öfluðu sér umtalsverðs lánsfjár með útgáfu hlutafjár á sl. ári. Lækkun á verði hlutabréfa sem varð sl. haust hefur u.þ.b. gengið til baka á fyrstu mánuðum þessa árs. Hins vegar hafa skammtíavextir væntanlega hækkað

Mynd 19

Lán til fyrirtækja: Gengisbundin skuldabréf og afurðalán og rekstrarlán 2003-2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

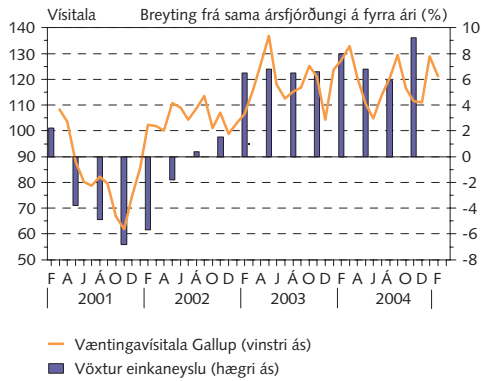
og verðtryggðir langtímavextir staðið í stað. Vísbendingar eru um að álag á vexti fyrirtækja hafi lækkað nokkuð. Í ljósi þess að erlend lán nema 2/5 hlutum skulda fyrirtækja, er það niðurstaðan hér að fjármálaleg skilyrði fyrirtækja séu heldur lakari um þessar mundir en þau voru í nóvember sl, en þó enn hagstæð.

Fjármálaleg skilyrði fjármálafyrirtækja versna vegna hærra gengis og stýrivaxta

Fjármálafyrirtæki fjármagna útlán sín með erlendum lántökum, skuldabréfaútgáfu í krónum eða erlendum gjaldmiðli, innlánnum eða lántöku í Seðlabanka. Hækkun stýrivaxta hefur áhrif á allar þessar fjárfraleiðir, þótt með mismunandi hætti sé. Á heildina litið má álykta að fjármálaleg skilyrði hafi heldur versnað.

Mynd 20

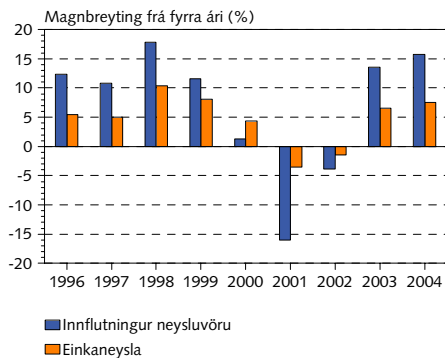
Einkaneysla og væntingavísitala Gallup
febrúar 2001 - febrúar 2005



Heimildir: IMG Gallup og Hagstofa Íslands.

Mynd 21

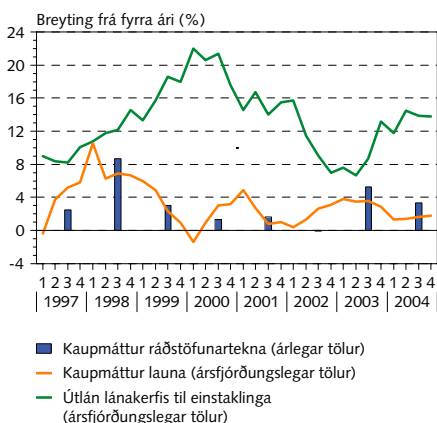
Innflutningur neysluvöru og einkaneysla
1996-2004



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 22

Kaupmáttur launa og ráðstöfunartekna
og útlán til einstaklinga 1997-2004



Heimildir: Hagstofa Ísland, Seðlabanki Íslands.

IV Innlend eftirspurn og framleiðsla

Hagstofa Íslands birti 14. mars sl. þjóðhagsreikninga fyrir árið 2004. Hagvöxtur var samkvæmt þeim svipaður og Seðlabankinn spáði í desember, eða 5,2%, en nokkru munar á hvernig hagvöxturinn er saman settur. Einkaneysla, samneysla og útflutningur jukust meira, en fjármunamyndun minna en Seðlabankinn hafði spáð.

Hagvöxtur á síðasta fjórðungi ársins var minni en á fyrri hluta þess og töluvert minni en ársfjórðunginn á undan, eða 3,8%. Ársvöxtur einkaneyslu jókst hins vegar verulega á fjórða ársfjórðungi eða í 9,2%. Hægt hafði á vextinum um mitt ár. Aukin einkaneysla skýrist fyrst og fremst af bifreiðakaupum og útgjöldum erlendis. Nokkuð hafði dregið úr vexti fjármunamyndunar á þriðja ársfjórðungi og hélst sú þróun út árið. Ársvöxtur samneyslu á fjórða ársfjórðungi var einungis um þriðjungur þess sem verið hafði undangengna þrjá ársfjórðunga eða 1,3%. Útflutningur jókst hins vegar verulega, eða um 13,2% frá sama fjórðungi árið á undan. Á sama tíma jókst innflutningur um rúman fimmting. Framlag utánríkisviðskipta til hagvaxtar var því neikvætt, sem skýrir minni hagvöxt í ársfjórðungnum.

Vöxtur fjármunamyndunar var nokkru minni en í desemberspá Seðlabankans eða 12,8% en bankinn hafði spáð 17,3% vexti á árinu. Samneysla jókst um 3,6% frá fyrra ári en Seðlabankinn hafði reiknað með minni vexti eða 1,3%. Viðskiptahalli á árinu 2004 nam 8% af landsframleiðslu þrátt fyrir að útflutningur vöru og þjónustu ykist um ríflega 8%. Innflutningur jókst töluvert meira, eða um rúm 14%, sem er svipað og spáð var.

Einkaneysla

Um mitt síðasta ár hægðist lítilliga á vexti einkaneyslu, en hann jókst á ný undir lok ársins. Vöxtur einkaneyslu frá fyrra ári var ½ prósentu meiri en Seðlabankinn hafði gert ráð fyrir, eða 7,5%. Vísbendingar um veltu það sem af er ári benda til svipaðs vaxtar á þessu ári. Aukið framboð á lánsfé til heimila á lágum vöxtum og auknir möguleikar á að taka fé út úr húsnæði eiga eflaust stóran þátt í aukinni einkaneyslu undir lok ársins, en hækkun eignaverðs og aukinn kaupmáttur ráðstöfunartekna styðja áfram við eftirspurn.

Kaupmáttur launa jókst um u.þ.b. 1½% á síðasta ári frá árinu á undan en kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann um 2%. Áætlað er að kaupmáttur ráðstöfunartekna aukist enn frekar á þessu ári og að vöxturinn verði nokkuð umfram kaupmátt launa, eða um rúmlega 4%, vegna minna atvinnuleysis, lækkunar tekjuskatta og hækkunar skattleysismarka.

Fjármálaleg skilyrði heimila eru svipuð og á haustmánuðum þrátt fyrir töluverða hækkun skammtíma vaxta, enda ber einungis tíundi hluti lána heimilanna vexti sem stýrivextir hafa tiltölulega skjót áhrif á (sjá nánari umfjöllun í kafla III).

Væntingar heimilanna það sem af er ári eru svipaðar og á sama tíma í fyrra, ef marka má væntingavísitölu Gallups. Heimilin virðast þó ekki líta framtíðina eins þjörtum augum og núverandi ástand og gæti aukin verðbólga átt þátt þar í.

Tafla 5 Vísendingar um einkaneyslu 2004 og á fyrsta ársfjórðungi 2005

Breyting frá fyrra ári í % nema annað sé tekið fram	Fyrsti ársfj.	Annar ársfj.	Þriðji ársfj.	Fjórði ársfj.	Það sem af er ári (tímabil) ¹	Sl. 3 mán.
Dagvöruvelta (raunbreyting)	3,8	3,4	4,3	3,3	4,5 (janúar - febrúar 2005)	4,0
Greiðslukortavelta (raunbreyting) ²	9,7	9,7	4,9	11,3	16,2 (janúar - febrúar 2005)	14,7
þar af innanlands	8,9	8,6	4,0	4,0	15,3 (janúar - febrúar 2005)	13,6
þar af erlendis	27,3	29,1	18,4	18,4	34,1 (janúar - febrúar 2005)	35,3
Bifreiðaskráning (fjölgun skráninga)	35,8	28,4	19,5	44,3	30,8 (janúar - desember 2004)	44,3
Almennur innflutningur (magnbreyting) ³	23,7	18,7	13,6	16,0	16,0 (janúar - desember 2004)	16,0
Innflutningur neysluvöru (magnbreyting) ³	14,5	15,3	14,5	15,7	15,7 (janúar - desember 2004)	15,7
Bifreiðar til einkanota	24,4	24,2	24,6	35,0	35,0 (janúar - desember 2004)	35,0
Varanlegar neysluvörur, t.d. heimilistæki ³	21,7	19,4	16,3	17,1	16,9 (janúar - desember 2004)	16,9
Hálfvaranlegar neysluvörur, t.d. fatnaður ³	10,7	9,9	8,8	7,5	8,0 (janúar - desember 2004)	8,0
Mat- og drykkjarvörur	13,8	11,8	10,5	10,2	10,2 (janúar - desember 2004)	10,2
Væntingavísitala Gallup	18,0	-11,7	5,5	-3,2	-0,4 (janúar - febrúar 2005)	1,6
Mat á núverandi ástandi	66,1	13,8	23,1	19,8	21,9 (janúar - febrúar 2005)	23,8
Væntingar til sex mánaða	2,4	-22,3	-3,5	-14,7	-11,9 (janúar - febrúar 2005)	-9,8

1. Breyting frá fyrra ári í % á því tímabili sem sýnt er í sviga. 2. Bæði greiðslukortavelta heimila og fyrirtækja, meginhluta greiðslukortaveltu má rekja til heimila. 3. Ársfjórðungstölur miðast við tölur sem eru uppsafnaðar frá ársbyrjun.

Heimildir: Bilgreinasambandið, Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Íbúðalánasjóður, Samtök verzlunar og þjónustu, sementsseljendur, Seðlabanki Íslands.

Þróun eignaverðs styður einnig við einkaneyslu. Lækkun gengis hlutabréfa síðastliðið haust hefur u.þ.b. gengið til baka. Fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hefur einnig tekið nýjan vaxtarkipp í kjölfar aukins framboðs lánsfjár.

Útlán lánakerfisins til heimila jukust verulega á árinu, og hafa þau ekki aukist jafn mikið frá árinu 2000. Þær tölur sem fyrir liggja um útlán til heimilanna á þessu ári benda til að vöxturinn sé enn hraður.

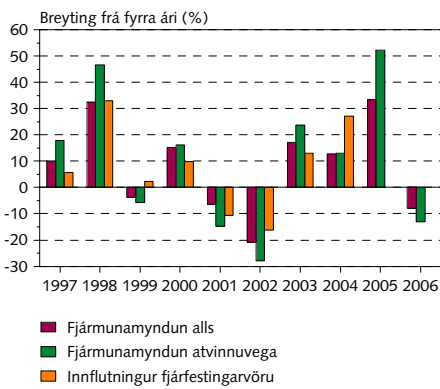
Tölur um bifreiðainnflutning og nýskráningu bifreiða sýna aukinn vöxt á síðasta fjórðungi ársins 2004 en hægt hafði á vextinum á vor- og á sumarmánuðum. Hins vegar hefur heldur hægt á innflutningi annarrar neysluvöru til heimilanna.

Útlit er fyrir áframhaldandi hækkun eignaverðs, aukinn kaupmátt ráðstöfunartekna og betra atvinnuástand á árinu. Það mun stuðla að örum vexti einkaneyslu, en á hinn bóginn má gera ráð fyrir að áhrifa hærrí stýrivaxta fari að gæta í ríkari mæli. Spáir bankinn því minni vexti einkaneyslu á árinu en hann gerði í desember sl. Nokkuð mun hægja á vexti einkaneyslu þegar líður á spátímabilið þegar hápunktur stóriðjuframkvæmda verður að baki. Gert er ráð fyrir að einkaneysla vaxi um 8% frá árinu 2004 til 2005 og um 6½% milli árána 2005 og 2006.

Samneysla

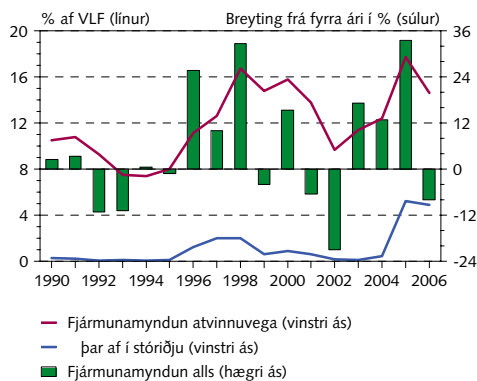
Samkvæmt þjóðhagsreikningum Hagstofunnar fyrir árið 2004 er áætlað að samneysla hafi í fyrra vaxið um 3,6% frá fyrra ári. Talið er að samneysla sveitarfélaga hafi vaxið um 7% milli ára, en útgjöld ríkis og almannatrygginga um tæplega 2%. Vöxtur samneyslu var töluvert umfram áætlun, sérstaklega hjá sveitarfélögunum, en samkvæmt fjárlögum fyrir 2004 átti samneysla ríkis og almannatrygginga að vaxa um 1% umfram verðlag og gert var ráð fyrir svipuðum vexti samneyslu sveitarfélaga. Samkvæmt fjárlögum fyrir þetta ár er gert ráð fyrir að samneysla ríkis og almannatrygginga vaxi um 1½%. Áætlanir gera ráð fyrir ½%-1% vexti samneyslu sveitarfélaga á árinu, saman-

Mynd 23
Vöxtur fjármunamyndunar og
innflutnings fjárfestingarvöru 1997-2006¹



1. Spá Seðlabanka um fjármunamyndun 2005-2006.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 24
Fjármunamyndun atvinnuvega
og í stóriðju 1990-2006



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

borið við 4,4% meðalvöxt árána 1998-2002. Vegna þess að enn er töluverður útgjaldaþrýstingur hjá sveitarfélögunum vegna aukins kostnaðar við rekstur grunn- og leikskóla og sveitarstjórnarkosningar á næsta ári er í spá Seðlabankans gert ráð fyrir að samneysla hins opinbera vaxi um 2½% á þessu ári. Gert er ráð fyrir svipuðum vexti árið 2006, sem þó er undir meðalvexti síðustu ára, en til þess liggja skýrar yfirlýsingar í langtímaáætlun ríkisstjórnarinnar.

Fjármunamyndun

Nokkuð dró úr vexti fjármunamyndunar eftir því sem leið á árið í fyrra en vöxtur fjármunamyndunar á fyrri hluta ársins var um 18% og um 9% á seinni hluta þess. Fjármunamyndun jókst um tæplega 13% á árinu, en í desemberspá Seðlabankans var gert ráð fyrir rúmlega 17% vexti.

Í þeirri spá sem Seðlabankinn birtir nú er gert ráð fyrir að fjármunamyndun í heild aukist um 33½% á þessu ári, og dragist síðan saman um tæp 8% árið 2006 þegar farið er að draga úr fjárfestingu í virkjunum og álbræðslum. Er það töluvert meiri vöxtur fjármunamyndunar á þessu ári en minni á því næsta en spáð var í desember. Skýrist það að stórum hluta af breyttum tímasetningum stóriðjuframkvæmda, eins og rakið er hér á eftir.

Fjármunamyndun atvinnuveganna

Fjármunamyndun atvinnuveganna jókst um tæp 13% í fyrra en í desember var spáð að hún myndi aukast um tæplega 30%. Frávikkið skýrist af því að ekki virðist hafa fallið til eins mikil fjárfesting í virkjunum og álbræðslum á árinu og áætlað var í spánni. Á síðasta ári var fjárfesting vegna framkvæmda við virkjanir og stóriðjuver u.þ.b. 29 ma.kr. sem er tæplega 3½% af landsframleiðslu. Fjármunamyndun atvinnuveganna án stóriðju fjárfestingar jókst einnig minna en bankinn spáði í desember. Hlutfall stóriðju af heildarfjármunamyndun árið 2004 var því um 15% eða um 27% af fjárfestingu atvinnuveganna.

Framkvæmdir við virkjanir og stóriðju verða megindrífkraftur aukinnar fjárfestingar atvinnuvega á þessu ári. Samkvæmt nýjustu áætlunum mun aukinn þungi framkvæmda við stóriðju færast enn frekar yfir á þetta ár frá árunum 2004, 2006 og 2007 (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 1). Nýjustu áætlanir framkvæmdaáðila gera ráð fyrir að rúmlega þriðjungur heildarfjárfestingarkostnaðar falli til á þessu ári eða sem nemur 85 ma.kr. Áætlað er að stóriðju fjárfesting muni því nema tæplega 9% af landsframleiðslu ársins, tæplega þriðjungur af heildarfjármunamyndun og ríflega helmingi fjárfestingar atvinnuveganna á þessu ári. Gert er ráð fyrir að afgangurinn falli til á næstu tveimur árum, 73 ma.kr. á næsta ári en minnki á árinu 2007 og verði 20 ma.kr.

Heildarkostnaður þessara framkvæmda hefur lækkað um 9% vegna hærra gengis krónunnar en kostnaður hefur einnig lækkað að raungildi. Hlutdeild erlends kostnaðar og aðfanga hefur jafnframt aukist svo og notkun erlends vinnuafls, en hlutur þess hefur hingað til verið meiri en upphaflega var ráð fyrir gert.

Á sama tíma og stóriðju fjárfesting eykst er líklegt að dragi úr fjárfestingu á öðrum sviðum. Niðurstöður könnunar sem Gallup gerði meðal veltuhæstu fyrirækja (án orkufyrirtækja) fyrir Seðlabankann og fjármálaráðuneytið í febrúar benda til þess að svo verði. Mest virðast

Tafla 6 Afkoma fyrirtækja 2003-2004

%	Framlegð/velta		Hagnaður/velta	
	2003	2004	2003	2004
Sjávarútvegur	20,8	17,7	8,5	12,1
Iðnaður	16,7	18,7	8,2	10,4
Fiskútflutningur	3,1	1,5	0,6	0,3
Flutningar	7,0	10,7	2,3	4,1
Samskiptatækni og hugbúnaður	19,2	19,6	4,5	8,2
Ýmsar greinar	26,7	23,5	14,3	11,3
Samtals	12,2	11,7	4,6	6,1

Heimild: Seðlabanki Íslands.

fyrirtæki í sjávarútvegi ætla að draga úr fjárfestingu. Samdráttur í fjárfestingu sjávarútvegs gæti þó verið ofmetinn vegna þess að mikil fjárfesting nokkurra fyrirtækja í togurum hafi ekki komið fram í könnuninni. Fyrirtæki í verslun og þjónustu hyggjast hins vegar auka fjárfestingu sína eins og fyrirtæki í iðnaði og framleiðslu. Þessar niðurstöður eru í samræmi við könnun sem Samtök atvinnulífsins gerðu á fjárfestingaráformum aðildarfyrirtækja sinna í janúar.

Þótt könnun Gallup bendi til minni fjárfestingar innanlands á þessu ári en í fyrra, er a.m.k. staða skráðra fyrirtækja til áframhaldandi vaxtar nokkuð sterk. Mikill vöxtur var meðal skráðra atvinnufyrirtækja á síðasta ári. Uppgjör rúmlega 80% atvinnufyrirtækja sem skráð eru í Kauphöll Íslands sýna rúmlega fjórðungs veltuaukningu milli árána 2003 og 2004 í krónum talið, samanborið við 10% aukningu milli árána 2002 og 2003. Ætla má að um 80% af veltu hafi komið að utan, annað hvort sem tekjur af útflutningi eða vegna starfsemi erlendis. Framlegð sem hlutfall af veltu var nánast óbreytt milli ára, eða tæp 12%, og eiginfjárstaða fyrirtækjanna sem var um 35%, eða svipuð og áður. Veltufé frá rekstri hefur aukist um rúmlega þriðjung milli ára. Afkoma batnar í iðnaði og flutningum en versnar í sjávarútvegi og fiskútflutningi.

Fjármálaleg skilyrði fyrirtækja hafa versnað nokkuð frá því *Penningamál* komu út í desember, fyrst og fremst vegna stýrivaxtahækkana og áhrifa þeirra á gengi krónunnar (sjá nánari umfjöllun um fjármálaleg skilyrði fyrirtækja í kafla III). Hærra gengi gerir erlendar lántökur til að fjármagna innlenda fjárfestingu óhagkvæmari. Töluverður hluti lántöku fyrirtækja hefur til þessa hins vegar verið til fjárfestingar erlendis. Útlán til fyrirtækja jukust um tæplega 300 ma.kr. á síðasta ári eða um rúm 25%. Vöxtur gengisbundinna lána var mestur í upphafi síðasta árs, líklega tengdur skuldsettum hlutabréfakaupum, en nokkuð dró úr vextinum frá vormánuðum. Haldist gengi krónunnar hátt má gera ráð fyrir að dragi úr erlendri lánsfjármögnun til innlendra nota.

Seðlabankinn spáir því að atvinnuvegafjárfesting á þessu ári aukist um rúm 52% í heild en án skipa, flugvéla og stóriðju um tæp 3%. Atvinnuvegafjárfesting mun hins vegar minnka milli árána 2005 og 2006, enda dregur þá úr þunga stóriðju- og virkjanaframkvæmda. Gert er ráð fyrir tæplega 13% samdrætti í heild, en tæplega 3% samdrætti án stóriðju, skipa og flugvéla.

Fjármunamyndun hins opinbera

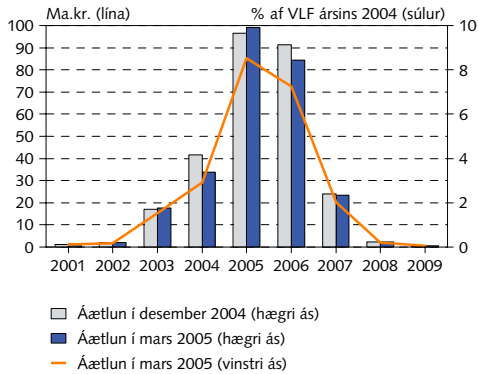
Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var fjármunamyndun hins

Rammagrein 1

Staðan í stóriðjuframkvæmdum

Mynd 1
Heildarkostnaður vegna stóriðjuframkvæmda 2001-2009

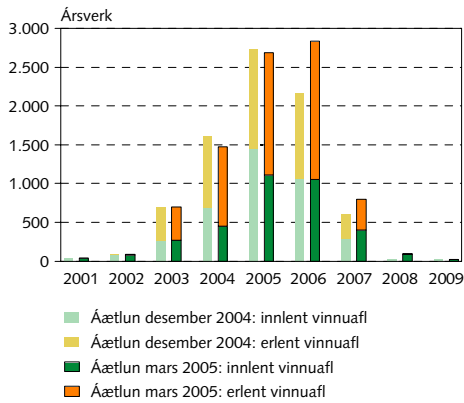
Bygging Fjarðaáls, stækkun Norðuráls og tengd orkuöflun



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Vinnuafslnotkun vegna stóriðjuframkvæmda 2001-2009

Bygging Fjarðaáls, stækkun Norðuráls og tengd orkuöflun



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Framkvæmdir við virkjanir og stóriðjuver standa nú sem hæst. Áætlað er að um 85 ma.kr. verði varið til framkvæmda á þessu ári, eða ríflega þriðjungur af áætluðum heildarframkvæmdakostnaði. Ná framkvæmdir hámarki á þessu ári. Einstakar framkvæmdir eru mismunandi langt komnar miðað við áætlun. Ætla má að rúmlega 40% af framkvæmdum við Kárahnjúkavirkjun sé lokið. Vinna við iðjuverin, stækkun Norðuráls og bygging Fjarðaálsversins er mun skemmra á veg komin, en er samkvæmt áætlunum. Starfsemi á að hefjast í Fjarðaálsverinu á vormánuðum 2007 en stækkuð Norðurálsbræðsla verður tekin í notkun haustið 2006. Hér verður gefin stutt lýsing á gangi þessara framkvæmda og greint frá þeim breytingum sem orðið hafa frá seinasta yfirliti um stóriðjuframkvæmdir í *Peningamálum* 2004/4.

Heildarfjárhæð kostnaðar við allar framkvæmdir, þ.e. stækkun Norðuráls um 122 þús. t/ár og tilheyrandi orkuöflun, Kárahnjúkavirkjun og álver Alcoa (Fjarðaál) er nokkru lægri í krónum talið samkvæmt nýjustu áætlunum en gengið var út frá í þjóðhagsspá í *Peningamálum* 2004/4. Áætlaður kostnaður við byggingu iðju- og orkuveranna hefur lækkað nokkuð að raungildi og hækkan á gengi krónunnar dregur enn frekar úr kostnaði í krónum talið. Lækkun kostnaðar í krónum talið er mest hjá iðjuverunum, enda er erlendur kostnaður mun herra hlutfall af heildarkostnaði við byggingu álveranna en við byggingu orkuveranna. Þannig eru ríflega 2/3 hlutar kostnaðar við byggingu álveranna af erlendum toga en rúmlega helmingur kostnaðar við byggingu orkuveranna. Þessi lækkun breytir þó litlu um heildarframkvæmdamyndina. Þyngra vegur að framkvæmdakostnaður hefur færst frá árunum 2004, 2006 og 2007 yfir á árið 2005. Því stefnir í að framkvæmdakostnaður í ár muni nema tæplega 10% af landsframleiðslu sl. árs, sem er nokkru herra hlutfall en áður hefur verið gert ráð fyrir.

Þá er greinilegt að vinnuafslnotkunin er mun meiri en áður hefur verið gert ráð fyrir. Vinnuafslþörf við stóriðjuframkvæmdirnar hefur samtals aukist um 800 mannaár. Þessari viðbótarþörf verður mætt með erlendu vinnuafli og meira en það. Því stefnir í að hlutfeld innlends vinnuafls verði töluvert minni en áður var áætlað. Þannig er nú gert ráð fyrir að u.þ.b. 65% vinnuafslsins verði fengin erlendis frá, en 52% í fyrri áætlun. Mest verður notkun erlends vinnuafsls við Kárahnjúka, en tæplega 4/5 hlutar vinnuafslsins um þessar mundir munu vera af erlendum uppruna. Þá er gert ráð fyrir að allt að 3/4 hlutar vinnuafslsins við byggingu álvers Alcoa verði innfluttur. Erfitt hefur verið að fá íslenska bygginga- og iðnaðarmenn til þessara verka. Þá sýna áætlanir einnig hlutfallslega meiri erlendan kostnað, eða rúmlega 61% í stað 57%.

opinbera 35½ ma.kr. á síðasta ári og óx um rúmlega 27% frá árinu áður sem er umtalsvert meira en áætlað var í spá Seðlabankans sem birt var í desember sl. Þar var gert ráð fyrir 18% samdrætti í opinberri fjárfestingu. Skýringin á þessu misræmi virðist annars vegar vera að fjárfesting ríkisins árið 2003 er nú metin mun minni en áður. Hins vegar er fjárfesting árið 2004 metin mun meiri en gert var ráð fyrir síðastliðið haust, og virðist munurinn einkum liggja í byggingaframkvæmdum sveitarfélaga.

Miðað við fjárlög fyrir árið 2005, fjárukaulög ársins 2004 og það sem vitað er um fjárhagsáætlanir sveitarfélaga er í spá bankans nú gert ráð fyrir að fjárfesting ríkisins dragist saman á þessu ári og fjárfesting sveitarfélaga standi um það bil í stað. Í heild er gert ráð fyrir 11% samdrætti í fjárfestingu hins opinbera á árinu. Árið 2006 er gert ráð fyrir áframhaldandi samdrætti.

Íbúðafjárfesting

Samkvæmt nýju þjóðhagsyfirliti Hagstofunnar jókst íbúðafjárfesting mun minna á árinu 2004 en árið áður eða um 3% samanborið við 13,4% árið 2003. Vöxturinn á árinu 2004 var jafnframt töluvert minni en Seðlabankinn hafði spáð, en upplýsingar frá byggingarverktökum, hátt íbúðaverð, ört vaxandi eftirspurn, aukid lánsframboð og lægri vextir á síðasta ári höfðu bent til meiri fjárfestingar. Enn er þó töluvert óvissa í mati á íbúðafjárfestingu og því hugsanlegt að það kunni að breytast þegar frá líður. Einnig kann hluti þeirrar fjárfestingar sem spáð var árið 2004 að koma fram í gögnum fyrir árið 2005.

Flest bendir til þess að íbúðafjárfesting aukist verulega á þessu ári. Vöxtur eftirspurnar hefur verið að færast í aukana undanfarna mánuði. Áætlað er að ráðstöfunartekjur muni aukast, atvinnuleysi fer minnkandi, íbúðaverð hækkar hraðar og er orðið hærra en það hefur áður verið og lánskjör betri og lánaframboð meira en nokkru sinni fyrr. Minni fjárfesting í íbúðarhúsnæði á síðasta ári en búist var við kann einfaldlega að fela í sér meiri fjárfestingu á þessu ári en áður var spáð. Bankinn spáir því að fjárfesting í íbúðarhúsnæði aukist um fimmtung á árinu en um tæplega 10% á árinu 2006.

Það sem hafa mun einna sterkust áhrif á íbúðafjárfestingu á þessu ári er hátt íbúðaverð. Allsterkt samband virðist vera á milli svokallaðs Q-hlutfalls, (sem er hlutfall milli markaðsverðs húsnæðis og vísitölu byggingarkostnaðar), og íbúðafjárfestingar. Þegar íbúðaverð hækkar umfram byggingarkostnað, ætti að myndast hvati fyrir byggingaraðila til að byggja fleiri íbúðir.⁶ Íbúðafjárfesting var í lágmarki árið 1999, rúmlega 3½% af vergri landsframleiðslu, en jókst jafnt og þétt eftir það og var komin í 5½% af landsframleiðslu árið 2003. Fyrstu tvo mánuði ársins hækkaði íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu um að meðaltali 30% frá sama tíma fyrir ári. Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu ríflega tvöfaldaðist á tímabilinu frá 1997-2004, samanborið við tæplega 40% hækkun byggingarkostnaðar. Á milli árunna 2003 og 2004 hækkaði húsnæðisverð um rúmlega 13%, en á sama tíma hækkaði vísitala byggingarkostnaðar einungis um rúmlega 6%

Byggingafulltrúar gera ráð fyrir um 12% aukningu íbúðabygginga á árinu í fermetrum talið, en á síðasta ári var aukningin 15%. Byggingarmagn hefur aukist hraðar en fólksfjölgun að undanfögnu og skýrist líklega af því að ungt fólk fjárfestir fyrr en áður í nýju húsnæði í staðinn fyrir að leigja og ættu húsnæðislán bankanna, sem gefa kost á hærra veðhlutfalli og lengri endurgreiðslutíma en áður, auk þess sem vextir eru lægri, að styðja við þessa þróun.

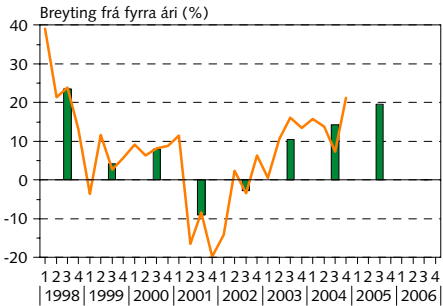
Velta á fasteignamarkaði og fjöldi kaupsamninga jókst verulega eftir að bankarnir tóku að bjóða fasteignaveðlán í lok sumars. Á tímabilinu júlí til desember árið 2004 jókst velta um 84% og kaupsamningum fjölgaði um rúmlega 65% miðað við sama tíma árið áður. Flest bendir til þess að eftirspurn eftir íbúðum verði áfram mjög mikil. Fyrstu tvo mánuði þessa árs jókst velta um 80% og fjöldi samninga um 66% frá sama tíma fyrir ári.

6. Sjá t.d. ítarlega umfjöllun í *Efnahagsleg áhrif breytinga á fyrirkomulagi lánsfjármögnunar íbúðarhúsnæðis*, skýrsla Seðlabanka Íslands til félagsmálaráðherra, 28. júní 2004.

Mynd 25

Vöxtur innflutnings 1998-2006

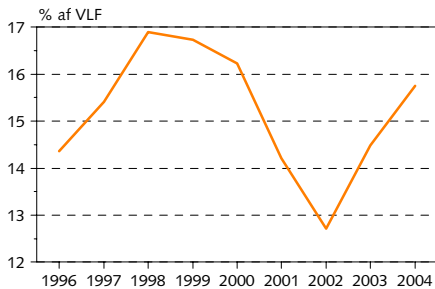
Lína sýnir breytingu frá sama ársfjórðungi árið áður. Súlar sýna breytingu milli árlegra talna.¹



1. Spá Seðlabanka Íslands fyrir breytingu milli ára 2005-2006. Spáð er óbreyttu magni innflutnings árið 2006 og því sést engin súla fyrir það ár. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 26

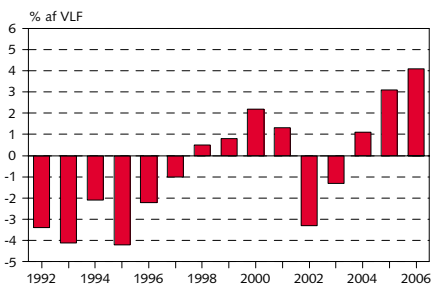
Innfluttar neyslu- og fjárfestingarvörur 1996-2004



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 27

Framleiðsluspenna/framleiðslulaki 1992-2006¹



1. Spá Seðlabanka Íslands fyrir árin 2005-2006. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Innflutningur

Samkvæmt þjóðhagsreikningum jókst innflutningur um 14,3% á árinu 2004 eða svipað og gert var ráð fyrir í spá Seðlabankans sem birtist í desember. Innflutningur jókst töluvert á síðasta fjórðungi ársins eða um 21,3%, eftir minni vöxt tvo ársfjórðunga þar á undan. Innflutningur neysluvöru var sérstaklega mikill á árinu 2004, mestur á fyrri hluta árs og aftur undir lok ársins. Aukninguna má að mestu rekja til innflutnings fólksbíla og varanlegra heimilistækja. Innflutningur fjárfestingarvöru var einnig mikill á árinu 2004. Um mitt ár hægði á aukningunni en hún tók aftur við sér undir lok árs. Útgjöld vegna ferðaþjónustu jukust um 24,3% á föstu gengi og svipuð aukning varð á útgjöldum vegna samgangna eða 25,4%.

Flestar vísbendingar sýna áframhaldandi kröftugan vöxt innflutnings það sem af er þessu ári. Fyrir árið í heild er gert ráð fyrir tæplega 20% vexti innflutnings. Spáð er miklum vexti í einkaneyslu og verulegri aukningu innflutnings í tengslum við stóriðjuframkvæmdir. Gengi krónunnar á þessu ári er einnig töluvert hærra en í fyrra og það ýtir enn frekar undir innflutning. Ekki er gert ráð fyrir að innflutningur aukist árið 2006, enda hefur innflutningur tengdur stóriðjuframkvæmdum færst fram til þessa árs og verður minni á næsta ári.

Hagvöxtur og framleiðsluspenna

Samkvæmt áætlun Hagstofunnar var hagvöxtur árið 2004 álíka mikill og Seðlabankinn spáði í desember. Þá spáði Seðlabankinn 5,4% hagvexti en áætlunin sýnir 5,2% vöxt. Spáð er meiri hagvexti í ár en gert var í desember, eða tæplega 6½%. Meiri fjárfesting en þá var áætlað er meginskýringin. Á móti kemur hins vegar að einkaneysla og atvinnuvegafjárfesting utan stóriðju vaxa hægar en spáð var í desember, sem að hluta til má rekja til aðhaldssamari peningastefnu en þá var miðað við. Áhrif aukins aðhalds ná hins vegar ekki að vinna upp áhrif aukinnar fjármunamyndunar. Þjóðarútgjöld vaxa því u.þ.b. 1½ prósentu meira en spáð var í desember.

Á næsta ári er nú spáð minni vexti þjóðarútgjalda en í síðustu spá bankans. Þar munar mest um tilfærslu stóriðju fjárfestingar til þessa árs. Einnig verða vaxtahækkningar Seðlabankans farnar að segja enn frekar til sín, sem kemur t.d. fram í minni vexti einkaneyslu og samdrætti í atvinnuvegafjárfestingu án stóriðju. Nokkru meiri vöxtur útflutnings og verulega minni vöxtur innflutnings gera það hins vegar að verkum að hagvöxtur á næsta ári verður meiri en spáð var í desember.

Þjóðhagsreikningum Hagstofunnar fyrir árið 2004 fylgdi endurmat á eldri þjóðhagstölum. Samkvæmt þeim var verulegur samdráttur í þjóðarþúskapnum árið 2002, eða sem nam 2%. Það er mun meiri samdráttur en áður var talið. Þetta hefur töluvert áhrif á mat á framleiðsluspennu.⁷ Samkvæmt þessu var hún neikvæð um ríflega 3% af landsframleiðslu árið 2002, og rúmlega 1% árið 2003. Þetta kann að skýra ósamræmi sem hefur virst vera á milli ástands vinnumarkaðar annars vegar og framleiðsluspennu hins vegar. Endurmat á framleiðsluspennu sem tekur mið af þessum nýju upplýsingum sem Hagstofan birti í mars,

7. Nánari lýsingu á aðferðarfræði Seðlabankans við mat á framleiðsluspennu er að finna í viðauka 2.

ásamt hærra gengi krónunnar og hærri stýrivöxtum, sýnir framleiðsluspennu sem nemur u.þ.b. 1% af landsframleiðslu í fyrra, 3% í ár og 4% á næsta ári. Þetta er minni framleiðsluspenna en áætluð var í desember síðastliðnum, en þá náði hún hámarki við 5% árið 2006.

Þetta mat byggist á þeirri forsendu að stýrivextir og gengi haldist óbreytt frá spádegi. Þrátt fyrir svo háa vexti og sterkt gengi krónunnar er áfram útlit fyrir verulega og vaxandi spennu í hagkerfinu að öðru óbreyttu. Með meira aðhaldi í hagstjórn verður hins vegar hægt að draga úr spennunni og þar með úr verðbólguþrýstingi.

V Opinber fjármál

Á liðnu ári batnaði afkoma hins opinbera úr 8 ma.kr. halla í 5 ma.kr. afgang samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar, eða um 1,6% af vergri landsframleiðslu. Afkoma sveitarfélaga er talin hafa versnað um 9 ma.kr., en afkoma ríkissjóðs batnaði um 22 ma.kr. eða 2,6% af landsframleiðslu.

Batinn hjá ríkissjóði var heldur meiri en að var stefnt með fjárlögum, í stað 15 ma.kr. Batinn var borinn uppi af mun meiri hækkun tekna og gjalda, sem að hluta má rekja til meiri hagvaxtar og meiri vaxtar þjóðarútgjalda en vænst var í ársbyrjun. Um það er fjallað nánar í rammagrein 2. Tekjur ríkissjóðs (að frátalinni eignasölu) áttu að hækka um 5%, en niðurstaðan sýnist nær 12% eða 8% umfram verðlag. Útgjöld áttu að hækka um ½% og lækka um 3% að raunvirði milli ára, ef gengið er út frá skattaafskriftum og lífeyrisfærslum í meðallagi. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar hefur reyndin orðið 3% hækkun, eða u.þ.b. óbreytt útgjöld að raungildi.

Á fjárlögum ársins 2005 er gert ráð fyrir 5% hækkun tekna og gjalda og óbreyttri afkomu ríkissjóðs. Áfram er stuðst við langtímaáætlun ríkissjóðs, þar sem gert er ráð fyrir hóflegri útgjaldaaukningu árið 2006 og allnokkurri árið 2007. Þá er hins vegar gert ráð fyrir að hægi á tekjuaukningu við lok stóriðjuframkvæmda, auk þess sem áhrifa skattalækkana gætir. Nokkur halli mun því væntanlega myndast á ríkissjóði.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var 5 ma.kr. halli á rekstri sveitarfélaganna á síðasta ári á mælikvarða þjóðhagsreikninga. Versnaði afkoman um rúma 9 ma.kr. milli ára. Samband íslenskra sveitarfélaga hefur tekið saman helstu atriði úr fjárhagsáætlunum sveitarfélaga árið 2005 og endurskoðuðum fjárhagsáætlunum árið 2004. Samanburður bendir til þess að tekjur ættu að hækka um næst-um 12% að nafnvirði milli árunna 2004 og 2005, skatttekjur þó ekki nema um 10%. Gjöld að meðtöldum fjármagnsliðum og fjárfestingu eiga að vaxa um 4% að nafnvirði. Samkvæmt því myndi afkoma sveitarfélaganna batna verulega og skriða yfir núllið. Árið fyrir kosningar hefur þó oft reynst sveitarfélögunum þungt í skauti.

Hreinar skuldir ríkissjóðs hafa lítið lækkað undanfarin ár, að nokkru leyti vegna þess að mikil áhersla hefur verið lögð á að bæta stöðuna gagnvart lífeyrissjóðum opinberra starfsmanna. Skuldir við þá hafa ekki verið sýndar á sama hátt og aðrar skuldir, né heldur innstæður í Seðlabankanum. Nettóskuldir ríkisins hækkuðu aðeins árið 2004, þar sem aukagreiðslur til lífeyrissjóða og innstæðuaukning í Seðlabankanum voru meiri en afgangurinn á ríkissjóði að viðbættum gengishagnaði. Heildarskuldir lækkuðu hins vegar talsvert. Árið 2004 vógu afgangur sem nam 8 ma.kr., 25 ma.kr. lánainnheimta og rúmlega 10 ma.kr. gengishagnaður á móti 19 ma.kr. greiðslu inn í lífeyrissjóði og Seðlabanka. Mældar heildarskuldir lækkuðu því um meira en 20 ma.kr.

Slæm afkoma sveitarfélaga á síðasta ári veldur því að skuldir þeirra eru taldar hafa vaxið um 4-5 ma.kr. en hreinar skuldir um 3-4 ma.kr. Undanfarin ár hafa hreinar skuldir sveitarfélaga haldist nálægt 7½% af landsframleiðslu þrátt fyrir að þau hafi verið rekin með halla. Helstu skýringar á þessari framvindu eru sala eigna og vöxtur landsframleiðslu.

Afkoma hins opinbera er talin hafa batnað um 22 ma.kr. milli áranna 2003 og 2004 eða um sem nemur nær 3% af landsframleiðslu. Afkomubattinn stafar einvörðungu af bættri afkomu ríkissjóðs, en afkoma sveitarfélaga virðist fremur hafa versnað en hitt. Að nokkru leyti má rekja batann hjá ríkissjóði til aukins aðhalds að útgjöldum eftir mikinn vöxt árið 2003. Að hluta stafar battinn hins vegar af meiri vexti framleiðslu og eftirspurnar en reiknað var með þegar fjárlög ársins 2004 voru samþykkt. Þá var reiknað með 3½% vexti landsframleiðslu, en þjóðhagsreikningar sýna nú rúmlega 5%. Áhugavert er að skoða að hve miklu leyti má rekja bættu afkomu ríkissjóðs til aukins hagvaxtar og þjóðarútgjalda.

Þegar lagt er mat á áhrif hagsveiflunnar á ríkisbúskapinn er gengið út frá því að framleiðslugeta þjóðarbúsins vaxi með nokkurn veginn jöfnum eða tregbreytilegum hraða en raunverulegur vöxtur sveiflist í kringum þann feril. Framleiðsla er því ýmist meiri eða minni en sem nemur framleiðslugetu. Munurinn þar á milli er kallaður framleiðsluspenna. (Um mat á framleiðslugetu og framleiðsluspennu, sjá í viðauka 2) Áhrif hagsveiflunnar á ríkisbúskapinn má þá skilgreina sem breytingu á afkomu ríkissjóðs eða hins opinbera í heild sem rekja má til breytinga á framleiðsluspennu, að öðru óbreyttu.

Í útreikningum sem Seðlabankinn hefur notað til að áætla áhrif hagsveiflunnar á fjárhag hins opinbera, er reiknað með því að fyrir hvert 1% sem framleiðsluspenna eykst hækki tekjur hins opinbera um rúmlega 2%.¹ Til að sjá hvað liggur að baki þessari reiknireglu verður hér litið á tvo tekjuþætti, annars vegar tekjuskatt sem einstaklingar greiða til ríkis og sveitarfélaga og hins vegar það sem kalla mætti eyðsluskatta, þ.e. virðisaukaskatt, tolla, vörugjöld og fleira af líku tagi. Rétt er að hafa í huga að reikningar af þessu tagi eru háðir mikilli óvissu, m.a. vegna þess að í þeim er gengið út frá að allar hagsveiflur séu eins. Svo er áreiðanlega ekki.

Hermireikningar benda til þess að þegar meðallaun hækka um 1% hækki heildarafrakstur útsvars, að öðru óbreyttu, um 1% og afrakstur tekjuskatts um 2%. Fjölgun starfa um 1% hækkar hins vegar útsvar og tekjuskatt jafnt ef tekjudreifingin breytist ekki, um 1% eins og tekjustofninn. Forsendur fjárlaga miðuðust við 5% launahækkun, 2% fjölgun starfa og 3½% vöxt landsframleiðslu. Skattleysismörk voru hækkuð um 2½%. Miðað við þetta mátti reikna með að afrakstur tekjuskatta hækkaði um 8½% milli ára og hlutur ríkisins um 10%. Forsendur fjárlaga um laun og fjölgun starfa eru taldar hafa gengið eftir. Fyrstu tölur benda til þess að afrakstur ríkissjóðs af tekjuskatti einstaklinga hafi aukist um 12%, nokkru meira en reikningarnir spá. Í krónum munar þar rúmum milljarði. Tekjur einstaklinga hefðu þó ekki þurft að vaxa nema um 1½% í viðbót við núverandi spár til að skýra þennan mun. Því má hugga sig við að heimildir um tekjuþróun 2004 eru enn af skornum skammti.

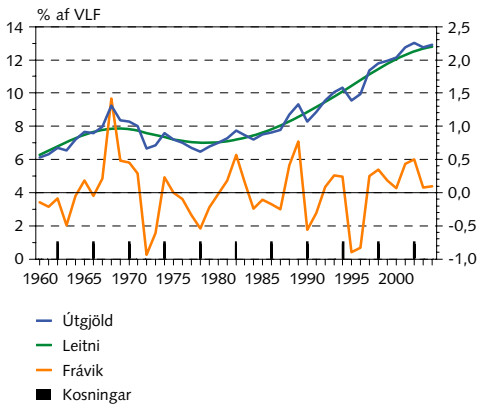
Eyðsluskattarnir eru einfaldari viðfangs þar eð þeir eru flatir, án skattstiga eða skattleysismarka af neinu tagi. Þeir skattar sem hér er litið til, gáfu af sér um 105 ma.kr. á árinu 2003 eða um 13,3% af VLF, og áttu samkvæmt fjárlagaáætlunum að skila 5½% meira árið 2004 en árið áður. Útkoman samkvæmt fyrstu greiðslutölum er 13½% hækkun milli ára. Þá má horfa til þess að reynslan sýni að hvert 1% í aukinni framleiðsluspennu virðist að meðaltali hækka hlutfall eyðsluskatta af landsframleiðslu um u.þ.b. 0,13%. Neysla

1. Í kaflanum um opinber fjármál í *Peningamálum* 2004/4 var ranglega talað um 1,1% í þessu sambandi. Sú tala á við hlutfall tekna af landsframleiðslu, sem hækkar að sjálfsögðu minna en tekjurnar þegar landsframleiðsla vex.

Rammagrein 2

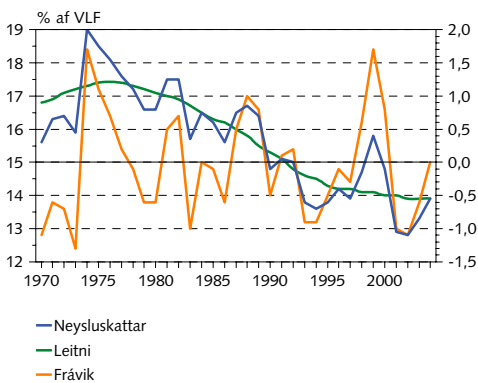
Hagsveiflan og ríkisbúskapurinn

Mynd 1
Útgjöld sveitarfélaga 1960-2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Neysluskattar ríkissjóðs 1970-2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

vex gjarnan meira en landsframleiðsla og spenna í uppsveiflum og það skýrir hluta hækkunarinnar. Keimlík hækkun sést þó þegar skatthlutfallið er miðað við einkaneyslu í stað landsframleiðslu. Þeir toppar verða ekki skýrðir af öðru en að neyslumynstrið breytist, t.d. þannig að meira sé keypt af bílum, heimilistækjum og annarri háttollavöru eins og virðist hafa átt sér stað í uppsveiflum árið 1987, árin 1998 til 2000 og á síðasta ári.

Forsendur fjárlaga svöruðu til þess að framleiðsluspenna ykist um ½ prósentu milli árána 2003 og 2004. Nafnvirði landsframleiðslu átti að hækka um 5½%. Samkvæmt því hefðu tekjur af þessum sköttum átt að hækka um rúmlega 6% milli ára og fjárlög sýndu 5½% miðað við fjárukalög 2003. Samkvæmt þjóðhagsspá Seðlabankans nú jókst spennan hins vegar um 2½ prósentur og nafnvirði landsframleiðslu um 12%. Samkvæmt því hefðu tekjur af eyðslusköttum átt að hækka um u.þ.b. 14½% milli ára og gefa ríkissjóði um 10 ma.kr. umfram fjárlög. Bráðabirgðauktoman, 13½%, er ekki lengra frá áætlun en við er að búast af slíkum út-reikningi.

Í sveiflureikningunum, sem minnst var á í upphafi máls, er reiknað með því að útgjöld fylgi vergri landsframleiðslu, þ.e. að hlutfall opinberra útgjalda breytist ekki vegna hagsveiflunnar. Þótt veik merki séu um að útgjöld hins opinbera lækki hlutfallslega í byrjun uppsveiflu, virðist lækkingin ganga til baka á öðru ári hennar. Sú undantekning er gerð að taka tillit til hækkunar á útgjöldum vegna atvinnuleysisbóta. Samhengi atvinnuleysis við hagsveifluna er afar skýrt, þótt það hafi breyst með árunum og jafnvægisatvinnuleysi sé nú meiri en áður. Í sveiflureikningunum er gert ráð fyrir að lækking framleiðsluspennu um 1 prósentu auki atvinnuleysi um 0,2% af mannafla. Áætlað hefur verið að hlutfall bótagreiðslna af landsframleiðslu hækki af þeim sökum um 0,03%, en nýleg þróun bendir til þess að 0,04% kunni að vera nær réttu lagi. Miðað við spá Seðlabankans um framleiðsluspennu hefði mátt búast við minnkuðu aftvinnuleysi og að útgjöld vegna atvinnuleysisbóta lækkuðu um u.þ.b. 1 milljarð milli ára samkvæmt reiknireglunni. Þess í stað hækkuðu greiðslur til Atvinnuleysistryggingarsjóðs um tæplega hálfan milljarð króna milli ára miðað við fyrstu tölur. Það er reyndar í samræmi við önnur gögn um vinnumarkað og alþjóðlega reynslu undanfarinna ára af efnahagsbata án atvinnusköpunar. Hér á landi gerir óvenjumikill innflutningur á vinnuafli núverandi uppsveiflu einnig óvenjulega.

Fjárlög voru samþykkt með því metnaðarfulla markmiði að bæta afkomu ríkissjóðs um 20 ma.kr. og það tókst. Ætla verður að vöxtur framleiðslu og eftirspurnar umfram forsendur fjárlaga hafi skilað ríkissjóði nær 10 ma.kr. aukalega í óbeinum sköttum, auk þess sem tekjur af fjármagnstekjuskatti og tekjuskatti fyrirtækja fóru 5-6 ma.kr. fram úr fjárlögum. Markmið fjárlaga náðust því með verulegri hjálp frá hagsveiflunni, og framlag ríkisfjármálanna til að sporna gegn ofpenslu var því minna en að var stefnt.

VI Vinnumarkaður og launapróun

Umskipti greinileg á vinnumarkaði

Vísbendingar sýna greinileg umskipti á vinnumarkaði síðastliðið haust. Þótt batinn hafi í upphafi verið hægur má gera ráð fyrir að slaki á vinnumarkaði sé horfinn og vaxandi spennu muni gæta á næstu mánuðum. Atvinnuleysi, að teknu tilliti til árstíðarsveiflu, hefur minnkað jafnt og þétt frá síðasta sumri og var 2,4% í febrúar. Milli árána 2003 og 2004 minnkaði atvinnuleysi um ½ prósentu og var, eins og Seðlabankinn reiknaði með í desember, eða 3,1%.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar sjást merki um aukna vinnuafslnotkun mælda sem fjöldi starfandi, á fjórða ársfjórðungi 2004, hvort heldur miðað er við ársfjórðunginn á undan eða sama ársfjórðung á árinu 2003. Atvinnuþátttaka og heildarvinnustundafjöldi drógust þó enn saman milli fjórða ársfjórðungs 2003 og 2004. Þróunin er hins vegar nokkuð mismunandi eftir kyni, aldri og búsetu. Aukinn meðalvinnutími í yngsta aldurshópnum (16-24 ára) er skýr vísbending um aukna eftirspurn. Starfandi fólki í elsta aldurshópnum (55-74 ára) fjölgar einnig töluvert og skýrir hún rúmlega helming fjölgunar starfandi fólks á fjórða ársfjórðungi frá sama tíma árið á undan. Vinnuafslnotkun á höfuðborgarsvæðinu jókst en hún dróst saman á landsbyggðinni. Hins vegar virðist atvinnuástandið meðal kvenna á landsbyggðinni versna á alla mælikvarða: atvinnuleysi eykst, starfandi konum fækkar og atvinnuþátttaka minnkar töluvert. Þessi þróun skýrist líklegast að hluta af meiri útflutningi á óunnum fiski á Evrópumarkað en einnig af hagræðingu í verslun og þjónustu á landsbyggðinni.

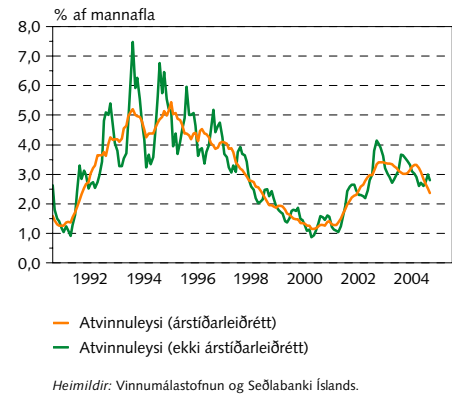
Aðrar vísbendingar um vaxandi eftirspurn eftir vinnuafli eru fjölgun lausra starfa hjá vinnumiðlum og aukin útgáfa atvinnuleyfa. Aðeins um fjórðungur nýrra atvinnuleyfa á síðasta ári var vegna framkvæmda við Kárahnjúka en útgáfa atvinnuleyfa fyrir starfsmenn við fiskvinnslu, iðnaðartengdan landbúnað, sérhæfða byggingavinnu og þjónustu jókst einnig töluvert. Hafa verður í huga að fjöldi atvinnuleyfa vegna Kárahnjúkavirkjunar gefur ekki rétta mynd af umfanginu þar sem starfsmannavelta hefur verið mjög ör þar.

Þörf fyrir aukinn innflutning vinnuafls ef koma á í veg fyrir launaprýsting

Þrátt fyrir að stóriðjuframkvæmdir færast nær höfuðborgarsvæðinu er ekki gert ráð fyrir að hlutfall innlends vinnuafls í þeim eigi eftir að aukast mikið þar sem lítið er um starfsfólk með þekkingu eða reynslu á lausu. Á Austurlandi hafa framkvæmdir við uppbyggingu á Héraði og í Fjarðabyggð verið það miklar að innlent vinnuafli hefur haft nægan starfa og virðist sem svo verði áfram. Þótt mannaflapörf vegna stóriðjuframkvæmda í nágrenni höfuðborgarsvæðisins sé töluvert minni en fyrir austan er verkefnastaða byggingaverktaka á höfuðborgarsvæðinu slík að ólíklegt er að innlent vinnuafli fái til stóriðjuframkvæmda nema að litlu leyti. Hvort launaprýstingur skapast á þessu og næsta ári veltur því að nokkru leyti á umfangi innflutnings vinnuafls.

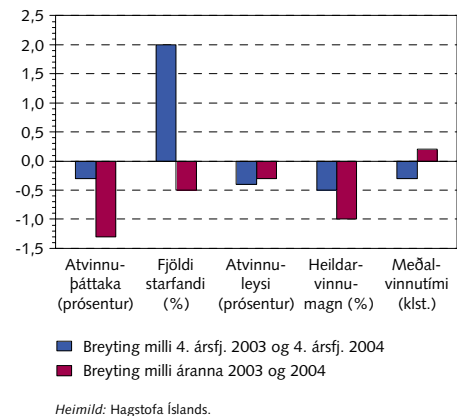
Mynd 28

Atvinnuleysi janúar 1991 - febrúar 2005



Mynd 29

Breytingar á vinnuafli



Eftirspurn í þjónustu eykst

Þjartsýni virðist ríkja í atvinnulífinu ef marka má könnun sem Gallup gerði fyrir Seðlabankann og fjármálaráðuneytið í febrúar. Heldur fleiri fyrirtæki hyggjast fjölga og færri fækka starfsmönnum næsta hálf árið en fram kom í sambærilegri könnun í september. Meiri fjölgun virðist fyrirjáanleg á höfuðborgarsvæðinu en í síðustu könnun, en því er öfugt farið á landsbyggðinni. Fyrirtæki í iðnaði og þjónustugreinum hyggjast í meira mæli fjölga starfsmönnum en í september, enda benda auglýsingar eftir starfsfólki til vaxandi eftirspurnar eftir fólki til þjónustustarfa. Töluverð breyting er í sjávarútvegi þar sem mun fleiri hyggjast fækka starfsfólki en í undangengnum könnunum og kemur það ekki á óvart í ljósi hárs raungengis og þess að nýir kjarasamningar auka möguleika á hagræðingu í greininni. Niðurstöður Gallupkönnunarinnar eru í takt við könnun sem Samtök atvinnulífsins (SA) gerðu á fjárfestingaráformum aðildarfyrirtækja sinna í janúar.

Launabreytingar enn í samræmi við áætlun

Launabreytingar hafa enn sem komið er verið í samræmi við mat Seðlabankans á kostnaði kjarasamninga en nýjustu tölur um launaþróun á almennum vinnumarkaði benda til að launaþrýstings hafi verið farið að gæta undi lok síðasta árs. Í janúar hafði launavísitalan hækkað um 6,6% og kaupmáttur aukist um 2½% frá sama mánuði 2004. Flest launafólk fékk a.m.k. 3% launahækkun á árinu 2004 og í byrjun janúar sl. fékk launafólk á almennum vinnumarkaði og hluti starfsmanna sveitarfélaga 3% kjarasamningsbundna launahækkun. Samið hefur verið við stærstu hópa starfsmanna ríkisins en áhrif þeirra samninga eru ekki enn komin fram í launavísitölu Hagstofunnar.

Heldur meira atvinnuleysi spáð en í desember en svipaðri launaþróun

Miðað við öflugan hagnöxt undanfarin tvö ár og í sögulegu ljósi hafa launabreytingar að mestu verið hóflegar. Í fyrra hækkuðu laun um 4,7% milli ára. Laun hafa ekki hækkað jafn lítið frá árinu 1995. Þá var atvinnuleysi u.þ.b. 5% en verðbólga minni og jókst kaupmáttur launa því um tæplega 3%, samanborið við 1½% í fyrra. Á næstu tveimur árum mun spennan á vinnumarkaði færast í aukana og þá mun reyna á hvort launaþróun verður í samræmi við það sem samið var um í kjarasamningum. Vegna ákvæða í kjarasamningum um endurskoðun launaliðar í nóvember næstkomandi, með hliðsjón af verðlagsþróun og öðrum kjarasamningum, er útlitið nokkuð tvísýnt. Á hinn bóginn hefur aðhald peningastefnunnar verið aukið verulega. Í meginþáttum er því gert ráð fyrir svipaðri launaþróun og í desember og nánast sama atvinnuleysi í ár en meira atvinnuleysi árið 2006. Framleiðni mun hins vegar aukast heldur meira en þá var gert ráð fyrir.

VII Ytri jöfnuður

Viðskiptahallinn í fyrra reyndist töluvert meiri en áður var áætlað Samkvæmt bráðabirgðauppgjöri Seðlabanka Íslands á greiðslujöfnuði var viðskiptahalli ársins 2004 til muna meiri en reiknað var með í spá bankans í byrjun desember. Hallinn nam tæplega 70 ma. kr., eða sem nemur u.þ.b. 8% af vergri landsframleiðslu, en í desember var spáð að hallinn næmi 6½% af landsframleiðslu. Mismunurinn skýrist að hluta af meiri viðskiptahalla á síðasta fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir, en einnig af endurmati á halla ársfjórðunganna á undan. Þá hefur endurmat á viðskiptajöfnuði fyrri ára leitt í ljós nokkru meiri halla en áður var talið.

Tafla 7 Endurmat á viðskiptajöfnuði

% af landsframleiðslu		2000	2001	2002	2003	1.-2. ársfj. '04 2004	
Viðskiptajöfnuður	endurskoðaðar tölur	-10,5	-4,6	1,1	-5,3	-7,7	-8,1
	fyrri tölur	-10,2	-4,1	1,2	-4,1	-6,6	.
Vöruskiptajöfnuður	endurskoðaðar tölur	-5,7	-0,8	1,8	-2,0	-3,2	-4,3
	fyrri tölur	-5,7	-0,9	1,7	-2,1	-3,2	.
Þjónustujöfnuður	endurskoðaðar tölur	-1,8	-0,2	0,0	-1,1	-2,7	-1,7
	fyrri tölur	-1,4	0,2	0,2	-1,0	-2,3	.
Þáttatekjujöfnuður	endurskoðaðar tölur	-2,9	-3,4	-0,8	-2,1	-1,7	-2,1
	fyrri tölur	-2,9	-3,4	-1,1	-1,0	-1,0	.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

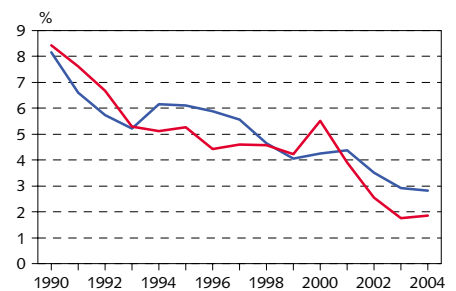
Þjónustujöfnuður versnaði um 5,8 ma.kr. á árinu 2004. Mikil aukning varð í útgjöldum bæði vegna ferðaþjónustu og vegna samgangna. Halli á þáttatekjum nam 17,7 ma. kr., sem er ívið meira en gert var ráð fyrir í desemberspánni. Endurmat þáttatekjuafnaðar á fyrstu þremur ársfjórðungum 2004 leiddi í ljós meiri halla en áður var talið, en einnig jukust vaxtagjöld mikið undir lok ársins. Erlendar skuldir jukust um 40% á árinu 2004. Skýrir það að miklum hluta auknar vaxtagreiðslur, en hækkun erlendra skammtímavaxta hefur einnig haft nokkur áhrif á vaxtabyrðina.

Stefnir í metviðskiptahalla í ár þrátt fyrir að lágir erlendir vextir haldi þáttatekjuhallanum niðri

Það stefnir í enn meiri viðskiptahalla í ár. Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir að hallinn nemi rúmlega 12% af landsframleiðslu, sem er methalli ef af verður. Þessi mikli viðskiptahalli verður við nokkuð aðrar aðstæður en ríktu á árinu 2000. Raungengi er mun hærra og erlendir vextir hafa verið í sögulegu lágmarki. Halli þáttatekjuafnaðar hefur því ekki aukist í samræmi við vöxt erlendra skulda, sem hafa fjórfaldast á síðastliðnum sjö árum, en á sama tíma hefur vaxtabyrðin einungis rúmlega tvöfaldast. Líklegt þykir að vextir erlendis muni hækka á næstunni, en í spá Seðlabankans er þó gert ráð fyrir hægfare hækkuun. Vaxtabyrði og halli á jöfnuði þáttatekna munu því væntanlega aukast nokkuð á spátímanum, en hægt. Hugsanlega gæti hækkun vaxta orðið nokkru hraðari. Fyrir hverja prósentu sem meðalvextir hækka má ætla að halli á þáttatekjujöfnuði aukist um ríflega 1 prósentu af landsframleiðslu. Þetta felur í sér að hverfi vextirnir aftur í

Mynd 30
Vaxtagreiðslur af erlendum skuldum og erlendir vextir 1990-2004

Árleg meðaltöl vaxta



Heimild: Seðlabanki Íslands.

svipað horf og fyrir áratug gæti viðskiptahallinn aukist um nokkrar prósentur og orðið enn meiri en spá bankans gerir ráð fyrir.

Gríðarlegt innstreymi lánsfjár til að fjármagna viðskiptahalla og erlenda fjárfestingu vekur spurningar um langtímaforsendur gengisstöðugleika

Framvindan í fyrra líkist árinu 2000 að því leyti að saman fór mikill viðskiptahalli og verulegt útstreymi vegna verðbréfaþinga og beinnar fjárfestingar innlendra aðila erlendis. Svokallaður grunnjöfnuður er skilgreindur sem summan af viðskiptahalla og erlendri verðbréfafjárfestingu og beinni fjárfestingu innlendra aðila. Árið 2000 nam grunnjöfnuðurinn, þannig skilgreindur, 20% af landsframleiðslu. Það hve þjóðarbúskapurinn var orðinn háður innstreymi lánsfjármagns leiddi svo til þess að mikill þrýstingur skapaðist á gengi krónunnar þegar dró úr fjárfestingu og innstreymi fjármagns. Í fyrra var grunnjöfnuður enn neikvæðari en hann var árið 2000, eða sem nam 34% af landsframleiðslu, enda jukust bein erlend fjárfesting (nettó) og verðbréfaþing mikni á sama tíma og halli á viðskiptum við útlönd fór vaxandi. Ólíkt árinu 2000 er hins vegar hægt að slá því föstu að a.m.k. viðskiptahallinn eigi enn eftir að aukast.

Tafla 8 Grunnjöfnuður - samanburður á milli ára

%	1998	2000	2004
Viðskiptajöfnuður	-6,9	-10,5	-8,1
Vöruskiptajöfnuður	-4,4	-5,7	-4,3
Þáttatekjujöfnuður	-2,2	-2,9	-2,1
Vaxtajöfnuður	-3,0	-3,6	-2,6
Grunnjöfnuður (viðskiptajöfnuður + bein fjárfesting + erlend verðbréf)	-9,8	-20,8	-34,0

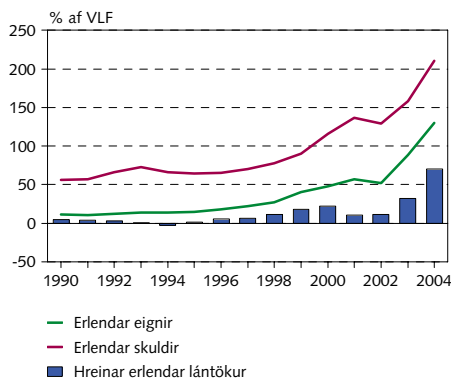
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Aldrei fyrr hefur jafnmikið fjármagn streymt inn til landsins og á sl. ári. Fjármagnshreyfingar ársins 2004 voru þær mestu sem verið hafa, en hreint fjárinnstreymi skv. greiðslujafnaðaruppgjöri nam tæplega 148 ma.kr. Þá verður að vísu að hafa í huga að skekkjuliður greiðslujafnaðar er óvenjustór, eða um 78 ma.kr. Því er margt á huldu um hvað hefur orðið um þetta fjármagn.

Ein meginástæða mikils fjármagnsinnstreymis eru miklar erlendar lántökur innlendra banka, einkum skuldabréfaútgáfa erlendis. Hrein erlend lántaka nam í fyrra 70% af landsframleiðslu. Á móti skuldabréfnun þjóðarinnar hefur auðvitað átt sér stað mikil eignamyndun erlendis. Þar vega þyngst erlend útlán bankanna, sem jukust um tæpa 137 ma.kr. frá febrúar í fyrra þar til í febrúar í ár. Bein erlend fjármunaeign tæplega tvöfaldaðist á milli ára, auk þess sem verðbréfaeign jókst mikið. Í fyrsta sinn í sögunni voru erlendar eignir þjóðarbúsins meiri en landsframleiðslan í árslok. Eigi að síður versnaði hrein staða þjóðarbúsins í fyrra um sem nam ríflega 17% af landsframleiðslu og var í árslok neikvæð um 87% af landsframleiðslu. Erend skuldastaða versnaði enn meira og nam í árslok 131% af landsframleiðslu. Hér verður þó að hafa í huga óvenjustóran skekkjulið greiðslujafnaðar sem kann að þýða að hreina skuldastaðan sé ofmetin.

Mynd 31

Erlendar eignir og skuldir og hreinar erlendar lántökur 1990-2004



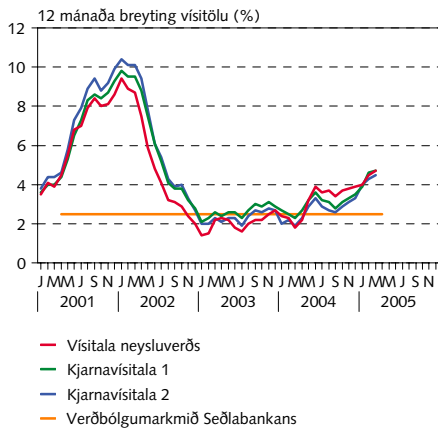
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Hin gríðarlega aukning sem orðið hefur á eignum og skuldum þjóðarbúsins á undanförunum árum gerir greiningu á áhrifum gengisbreytinga á þjóðarbúskapinn og áhrifum fjármagnsstrauma á gengi krónunnar vandasama. Eitt er víst að versnandi skuldastaða gerir þjóðarbúskapinn viðkvæmari en hann hefur nokkurn tíma verið fyrir sveiflum í erlendum vöxtum og gengi krónunnar. Jafnframt eykur hinn mikli viðskiptahalli líkur á óhóflegum gengissveiflum.

Eins og komið hefur fram er raungengi krónunnar um þessar mundir með hæsta móti. Með hliðsjón af viðskiptahallanum og reynslu sögunnar virðist aðeins tímaspurning hvenær aðlögun gengisins að langtímajafnvægi hefst. Hvenær eða hve hratt hún mun eiga sér stað er hins vegar afar óvíst. Það er jafnframt stór óvissuþáttur í þeirri verðbólguþá sem hér er birt.

Mynd 32

Verðbólga janúar 2001 - mars 2005

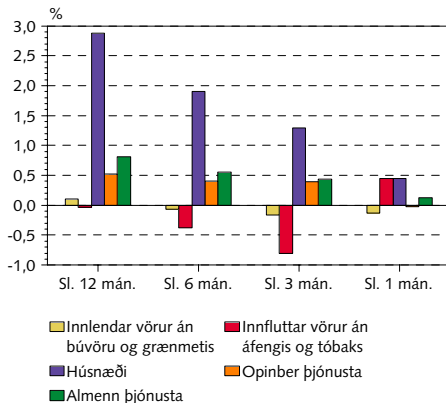


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 33

Nokkrir undirlíðir vísitölu neysluverðs í mars 2005

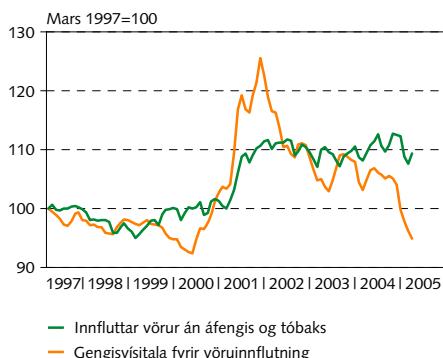
Áhrif á þróun vísitölu neysluverðs sl. 1, 3, 6 og 12 mánuði



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 34

Gengi og verðlag innfluttrar vöru mars 1997 - mars 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

VIII Verðlagspróun og verðbólguhorfur

Verðlagspróun

Verðbólga hefur aukist verulega frá því að síðasta verðbólguþá Seðlabankans var birt í desember sl. Tvennt hefur einkum skipt sköpum um verðlagspróunina á undanförunum mánuðum. Annað er stóruaukin eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði, hitt hækkun á gengi krónunnar. Þessi öfl vega hvort á móti öðru, en eftirspurnarhvatí hefur haft yfirhöndina hingað til.

Verðbólga á fyrsta ársfjórðungi yfir vikmörkum Seðlabankans

Verðbólga hélt áfram að aukast frá lokum liðins árs. Í febrúar fór hún yfir þolmörkin og nam tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs 4,5%. Við það rauf verðbólgan efri þolmörk verðbólgu markmiðs Seðlabankans og birti bankinn þá greinargerð í samræmi við sameiginlega yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og bankans frá mars árið 2001 og er hún birt annars staðar í ritinu. Í mars jókst verðbólgan enn frekar í 4,7%. Að meðaltali var verðbólgan á fjórða ársfjórðungi síðasta árs 3,8%, eða 0,1 prósentu meiri en Seðlabankinn spáði í desember.

Hagstofa Íslands birtir tvær vísitölur, svokallaðar kjarnavísitölur, sem gefa vísbendingu um undirliggjandi verðbólgu. Í kjarnavísitölu 1 er horft fram hjá áhrifum nokkurra sveiflукennra liða, þ.e.a.s. búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns. Kjarnavísitala 2 undanskilur að auki verðlag opinberrar þjónustu. Um miðbik sl. árs breikkaði bilið á milli heildarverðbólgu og kjarnaverðbólgu nokkuð, en það sem af er ári hefur það minnkað á ný og nánast horfið. Í mars var tólf mánaða hækkun kjarnavísitölu 1 u.þ.b. hin sama og heildarvísitölnnar, en kjarnavísitala 2 hækkaði um 4,5%.

Verðlag þorra innfluttrar vöru lægra en fyrir ári ...

Gengishækkun krónunnar undanfarna mánuði hefur sem fyrr segir haldið aftur af hækkun þeirra liða neysluverðsvísitölnnar sem næmastir eru fyrir gengisbreytingum og jafnvel leitt til verðlækkunar. Í lok febrúar nam tólf mánaða styrking krónunnar tæplega 8% ef miðað er við meðaltal mánaðar.

Verðlag innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks var í mars því sem næst óbreytt frá fyrra ári, en hafði lækkað nokkuð ef horft er fram hjá verðhækkun bensíns. Verðlag innfluttrar mat- og drykkjarvöru lækkaði í mars um tæplega 6% milli mánaða og var 7% lægra en fyrir ári. Stafar það að nokkru leyti af sterku gengi krónunnar, en einnig var samkeppni í lágvöruverðsverslun afar hörð um það leyti sem verðkönnunin var framkvæmd.

Í ársbyrjun lækkaði bensínverð verulega eftir lækkun á erlendum mörkuðum og hækkun á gengi krónunnar en verðið hækkaði lítillega á ný í febrúar og mars. Í marsbyrjun var bensínverð u.þ.b. 10% herra en fyrir ári.

Verð innfluttrar varanlegrar neysluvöru er síður næmt fyrir skammtímagengissveiflum. T.d. kom gengislækkunin árið 2001 aðeins að litlu leyti fram í verðlagi innfluttra bifreiða, sem var í mars tæplega 1% herra en fyrir ári, en verðhækkunir sem urðu í fyrra hafa

gengið nokkuð til baka sl. mánuði. Búast má við frekari verðlækkun á næstu mánuðum haldist krónan sterk eða styrkist enn frekar.

Undanfarna tólf mánuði hefur verðlag innlendrar vöru hækkað um 1,8%. Búvöruframleiðsla keppir ekki við innflutning nema með óbeinum hætti og á verðhækkun búvöru töliverðan þátt í hækkun verðlags innlendrar vöru. Verðlag annarrar innlendrar vöru en búvöru og grænmetis hefur hækkað minna, eða um 1,1%.

... en verðlag hækkar þar sem erlendrar samkeppni gætir ekki – einkum húsnæðisverð og opinber þjónusta

Á sviðum þar sem erlendrar samkeppni gætir ekki birtist hraður vöxtur eftirsurnar í hækkun verðlags. Skýrast birtist þetta í hækkun húsnæðisverðs, en verðlag staðbundinnar þjónustu og opinberrar þjónustu hefur einnig hækkað nokkuð umfram verðbólguþáttmiðað.

Undanfarna mánuði hefur hrina verðhækkunar gengið yfir íbúðamarkaðinn. Aldrei fyrr hefur íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkað jafn hratt á milli mánaða, en íbúðaverð hefur hækkað ört í öðrum landshlutum einnig. Í mars nam tólf mánaða hækkun markaðsverðs húsnæðis (miðað við þriggja mánaða meðaltal) á landinu öllu 24%. Meginástæða þessarar uppsveiflu er hörð samkeppni á markaði fyrir íbúðaveðlán undanfarna mánuði. Hún hefur leitt til þess að valkostum einstaklinga hefur fjölgað til mikilla muna, vextir verið lækkaðir, hámark hækkað og lánstími verið lengdur (sjá viðauka 4). Hraðast hafa íbúðir í einbýli hækkað, eða um 37% síðustu tólf mánuði, en íbúðir í fjölbýli um 26%. Á landsbyggðinni hefur íbúðaverð hækkað um 13% að meðaltali síðustu tólf mánuði.

Verðlag opinberrar þjónustu hafði í mars hækkað um 7% á tólf mánuðum. Það hefur því hækkað mun meira en vísitalan í heild. Hækkunin nær til ýmissa þátta opinberrar þjónustu, t.d. hækkaði orkukostnaður heimila mikið í upphafi árs, eða um liðlega 12% frá desember í fyrra.

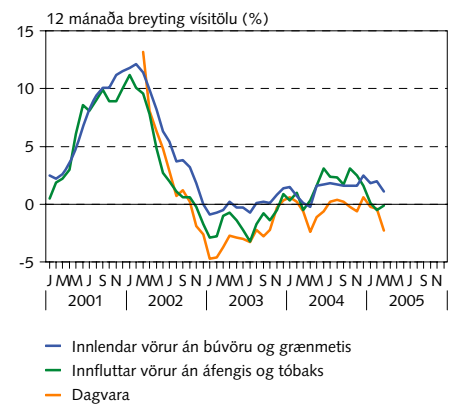
Verðbólguvæntingar svipaðar eða ívið hærri en fyrir þremur mánuðum

Verðbólguvæntingar hafa aukist nokkuð sl. ársfjórðung. Í mars voru þær mældar með verðbólguálagi ríkisskuldabréfa til þriggja og fimm ára 3,8%. Í janúar höfðu þær verið svipaðar. Eins og áður hefur komið fram er mat verðbólguvæntinga hins vegar ekki nægilega traust um þessar mundir vegna þess að heppilegan viðmiðunarflokk verðtryggðra skuldabréfa skortir.

Samkvæmt könnun á verðbólguvæntingum almennings sem IMG Gallup gerir fyrir Seðlabankann fjórum sinnum á ári, síðast um mánaðamótin febrúar/mars, gerir almenningur að meðaltali ráð fyrir 4,1% verðbólgu næstu tólf mánuði, sem er ívið hærri en í könnun sem var gerð í nóvember á síðasta ári, en miðgildi er óbreytt. Athyglisvert er að væntingarnar eru lægri en mæld verðbólga, en venjulega fylgja væntingar almennings mældri verðbólgu eftir. Spá þessi er jafnframt í ágætu samræmi við spá greiningaraðila sem sýnd er í ramma-grein 3. Greiningaraðilar gera hins vegar ráð fyrir nokkru meiri verðbólgu yfir næsta ár.

Mynd 35

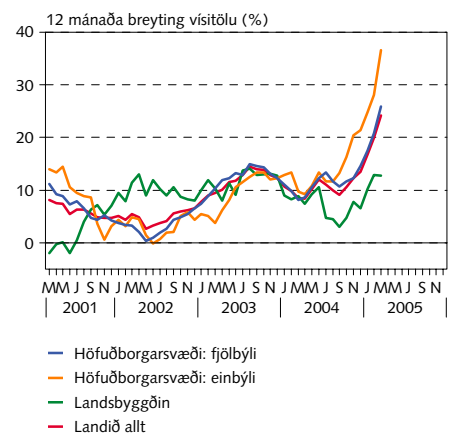
Vöruverð janúar 2001 - mars 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 36

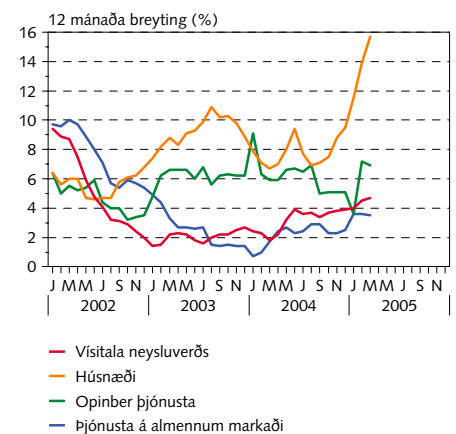
Markaðsverð íbúðarhúsnæðis
mars 2001 - mars 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 37

Verðlagspróun: húsnæði og þjónusta
janúar 2002 - mars 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Rammagrein 3

Könnun á mati sérfræðinga á fjármála- markaði á horfum í efnahagsmálum

Meðfylgjandi tafla sýnir efnahagsspár sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerðar voru í lok febrúar sl. Sem fyrr voru þátttakendur í könnuninni greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf. og Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf. Það vekur strax athygli hversu mikill munur er á hæsta og lægsta gildi spánna, einkum fyrir verðbólgu og hagvöxt en einnig gengisvísitölu og úrvalsvísitölu. Sérfræðingana greinir meira á um framvindu efnahagslífsins næstu tvö árin en oft áður.

Efst í töflunni má lesa mat þeirra á verðbólguhorfum í ár og á næsta ári. Verðbólguþáttur hækkar í samræmi við þróun vísitölu neysluverðs undanfarið sem markast hefur af örri hækkun húsnæðisverðs. Sérfræðingar á fjármálamarkaði telja að verðbólgan yfir árið 2005 verði að meðaltali 4,1% en 4% milli ársmeðaltala 2004 og 2005 og eru báðar spánnar rétt við þolmörk verðbólguþáttar Seðlabankans. Verðbólguþáttur Seðlabanka er mun lægri en sérfræðinganna og rétt er að minna á að í henni er reiknað með óbreyttum stýrivöxtum og gengisvísitölu á spátímabili. Bankinn spáir 2,6% verðbólgu yfir árið 2005 og 3,6% milli ársmeðaltala 2004 og 2005. Svarendur hafa mjög ólíkar skoðanir á verðbólguhorfum á næsta ári sem sjá má í töflunni. Að meðaltali álíta þeir að verðbólga yfir árið hækki verulega, í 5,9%, en verði 4,9% milli ársmeðaltala 2005 og 2006. Til samanburðar gerir Seðlabankinn ráð fyrir 3,1% verðbólgu yfir næsta ár en 2,7% milli ársmeðaltala 2005 og 2006.

Markaðsaðilar eru heldur bjartsýnni á hagvöxtinn nú í ár en í nóvember sl. og búast við 5,8% vexti en 4,3% á næsta ári. Sem fyrr segir er allnokkur munur á hæstu og lægstu gildum. Seðlabankinn spáir töluvert meiri vexti: 6,4% 2005 og 6,1% 2006.

Svarendur telja að gengisvísitalan verði 122 stig eftir tólf mánuði sem er töluvert lægra gengi en verið hefur undanfarnar vikur en gengisvísitalan hefur sigið jafnt og þétt frá byrjun desember. Þá gera þeir ráð fyrir að gengisvísitalan standi í röskum 130 stigum eftir tvö ár sem þýðir enn frekari gengislækkun.

Stýrivextir Seðlabanka Íslands voru hækkaðir 22. febrúar sl. í 8,75%. Sérfræðingarnir reikna með frekari vaxtahækkunum næstu mánuði því þeir spá að meðaltali 9,9% stýrivöxtum að ári - og eru þar nánast á einu máli - en gera síðan ráð fyrir lækkun í 8,8% eftir tvö ár.

Þegar ráða á í framtíðarverð hlutabréfa eru uppi afar ólíkar skoðanir. Næsta árið búast tveir við verðhækkun, einn við óbreyttu ástandi og annar við lækkun hlutabréfaverðs. Enn meiri munur er á spám til tveggja ára.

Eins og undanfarið spá allir því að fasteignir hækki áfram í verði, hvort sem horft er eitt eða tvö ár fram á við.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

	2005			2006		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga (yfir árið)	4,1	3,2	5,0	5,9	4,5	8,2
Verðbólga (milli ársmeðaltala)	4,0	3,5	4,8	4,9	3,5	7,3
Hagvöxtur	5,8	4,5	6,5	4,3	2,5	5,5
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann		
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla	122,0	115,0	130,0	130,6	125,0	137,0
Stýrivextir Seðlabankans	9,9	9,8	10,0	8,8	7,0	10,0
Langtímanafnvextir ²	7,9	7,5	8,8	7,3	7,0	7,8
Langtímaraunvextir ³	3,5	3,2	3,7	3,5	3,3	4,0
Breyting úrvalsvísitölu aðallista	5,0	-15,0	20,0	10,7	-19,3	29,0
Breyting fasteignaverðs	13,8	10,0	20,0	16,5	5,0	26,0

1. Taflan sýnir breytingu milli tímabila í % nema að því er varðar gengi og vexti. Sýnd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%) og gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf., Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf. 2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 13 0517). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í íbúðabréf (HFF 15 0644).

Verðbólguþá Seðlabankans

Frá því að Seðlabankinn birti síðast verðbólguþá hafa stýrivextir bankans hækkað um 1½ prósentu og gengi krónunnar um rúmlega 9%. Eins og ævinlega byggist meginþá bankans á þeirri forsendu að stýrivextir og gengi krónunnar haldist óbreytt frá spádegi.

Létt hefur á undirliggjandi verðbólguþrýstingi frá því í desember ...

Frá því í desember sl. hafa komið nýjar tölur um framvindu efnahagslífsins á síðasta ári og það sem af er þessu ári. Eins og áður hefur verið fjallað um gefa þær til kynna að framleiðslulaki hafi verið meiri frá árinu 2002 en áður var talið. Jafnframt gefur spá bankans um efnahagshorfur næstu tveggja ára til kynna að framleiðsluspenna á tímabilinu verði nokkru minni en síðast var talið, sem helgast bæði af ofangreindri endurskoðun sögulegra gagna og aðhaldssamari peningastefnu en þá var gengið út frá. Eftir sem áður eykst framleiðsla hraðar en framleiðslugeta þjóðarþúsins þannig að framleiðsluspenna fer vaxandi á tímabilinu.

Eins og í síðustu spá bankans er talið að slaki á vinnumarkaði hverfi á fyrri hluta þessa árs og að atvinnuleysi haldi áfram að lækka út spátímabilið og sé við lok þess orðið nokkru lægra en samrýmist verðstöðugleika. Launakostnaður á framleidda einingu mun vaxa eftir því sem spenna á vinnumarkaði eykst og er gert ráð fyrir að vöxturinn verði meiri á spátímabilinu en samrýmist verðbólguþá bankans, þótt gert sé ráð fyrir minni vexti en í síðustu spá bankans sökum heldur meiri framleiðnivaxtar.

Eins og áður hefur komið fram hefur gengi krónunnar styrkst verulega frá því að bankinn birti síðast verðbólguþá í byrjun desember. Jafnframt var alþjóðleg verðbólga heldur minni á síðasta ári en miðað var við í desember. Búið er við að þróunin á næstu tveimur árum verði áþekk og þá var talið. Haldist gengi krónunnar áfram eins sterkt og um þessar mundir og skili lækkan innflutningsverðs sér í innlent smásöluverðlag er ljóst að draga fer úr verðbólgu. Gerist það að fullu og á tiltölulega stuttum tíma gæti árshraði verðbólgunnar á seinni hluta þessa árs og fyrri hluta þess næsta lækkað hratt og farið nokkuð niður fyrir verðbólguþá Seðlabankans. Við aðstæður fljótandi gengis er hins vegar fremur ólíklegt að þróunin verði með þeim hætti. Líklegur er að áhrifin taki nokkru lengri tíma að koma fram en líkön byggð á sögulegum gögnum frá fastgengistímanum gefa til kynna. Meiri tregðu í miðlun gengisbreytinga til smásöluverðlags má rekja til aukinnar óvissu um varanleika gengisstyrkingarinnar. Þannig gætu innlendir smásalar notað tækifærið til að hækka álagningu sína í stað þess að lækka vöruverð að fullu til samræmis við styrkingu krónunnar, sérstaklega við núverandi aðstæður kröftugrar eftirspurnar, og þannig undirbúið sig fyrir væntanlega gengislækkan síðar. Þetta er í samræmi við reynslu annarra landa með fljótandi gengi og í takti við reynsluna af gengisveiflunni hér á landi árið 2001. Í verðbólguþánni er því gert ráð fyrir að lækkan gengisins undanfarið muni ekki skila sér að fullu út í innlent verðlag á spátímabilinu.

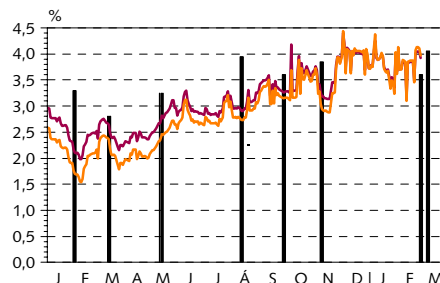
... en verðbólga er áfram yfir verðbólguþá tvö ár fram í tímann

Spáð er að verðbólga muni lækka nokkuð hratt á næstu misserum

Mynd 38

Verðbólguþá 2004-2005¹

Daglegar tölur um verðbólguþá
5. janúar - 10. mars 2005

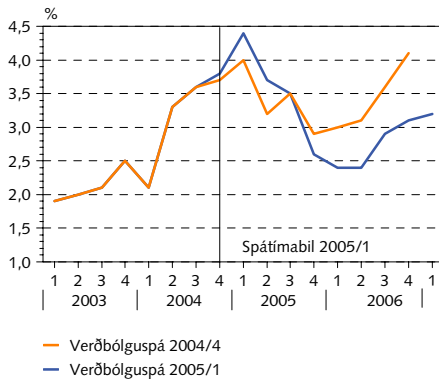


■ Verðbólguþá almennings
■ Verðbólguþá fyrirtækja
— Verðbólguþá til tveggja ára
— Verðbólguþá til þriggja ára

1. Verðbólguþá ríkisverðbréfa og þááningar skv. könnunum.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 39

Endurskoðuð verðbólguþá



vegna áðurnefndra gengisáhrifa og þeirrar staðreyndar að verðbólga hækkaði mjög hratt á vormánuðum 2004 sem slær á áhrada verðbólgunnar á fyrri hluta þessa árs. Spáð er að verðbólga verði nálægt 2½% verðbólguþámið bankans á fyrsta ársfjórðungi næsta árs, sem er heldur minni verðbólga en spáð var eitt ár fram í tímann í desember, en þá var spáð tæplega 3% verðbólgu miðað við sama ársfjórðung (3½% verðbólgu miðað við sömu tímalengd). Þegar líða tekur á árið 2006 er hins vegar spáð aukinni verðbólgu sökum vaxandi eftirspurnarþrýstings og dvínandi áhrifa gengishækkunarinnar. Tvö ár fram í tímann er nú spáð rétt rúmlega 3% verðbólgu sem er nokkru minni verðbólga en gert var ráð fyrir í desember en þá var spáð rúmlega 4% verðbólgu miðað við sama ársfjórðung (3½% verðbólgu miðað við sömu tímalengd). Jafnframt er útlit fyrir að hún haldist yfir 3% út árið 2007 að óbreyttum stýrivöxtum. Verðbólga verður með öðrum orðum áfram yfir verðbólguþámið Seðlabankans í lok spátímabilsins þótt verðbólguhorfur til lengri tíma litið séu nú betri en í desember.

Slagsíða verðbólguþáráttinnar upp á við eykst enn frekar

Verðbólguhorfur eru ævinlega háðar töluverðri óvissu. Meginsþá bankans sýnir þá framvindu sem talin er líklegust miðað við að stýrivextir haldist óbreyttir og gengi krónunnar haldist hátt á spátímabilinu, þ.e.a.s. frá spádegi. Ólíklegt er að framvindan verði nákvæmlega eins og spáð er. Því er afar mikilvægt að horfa til allrar líkindadreifingar spárinnar við ákvarðanir í peningamálum.⁸

Í megindráttum er óvissa spárinnar nú sambærileg við spáóvissuna frá því í desember sl. Helstu óvissuþættirnir snúa að áhrifum nýs umhverfis á innlendum veðlanamarkaði á þróun einkaneyslu, möguleika þess að kjarasamningum verði sagt upp síðar á þessu ári, nægilegu aðhaldi í ríkisfjármálum og þróun gengis og annarra eignaverða. Nánari lýsingu á helstu óvissuþáttum spárinnar er að finna í töflu 9.

Ætla má að spáóvissan til tveggja ára sé orðin heldur ósamhverfari en hún var metin í desember. Ójafnvægið í hagkerfinu hefur haldið áfram að aukast. Þannig hefur gengi krónunnar styrkst enn frekar og viðskiptahalli aukist en það eykur líkur á snarpari lækkun gengisins þegar frá líður. Jafnframt nær spáin nú fram á árið 2007, en þá verða alþingiskosningar. Tilhneiging hefur verið til að slaka á aðhaldi í ríkisfjármálum í aðdraganda kosninga. Því má ætla að líkur á ónógu aðhaldi í ríkisfjármálum við lok spátímabilsins séu heldur meiri nú en síðast var gert ráð fyrir. Báðir þessir þættir gera það að verkum að spáóvissan upp á við er líklega meiri nú en síðast. Á móti kemur áframhaldandi kröftug hækkun húsnæðis- og hlutabréfaverðs, sem gæti aukið líkur á snarpri leiðréttingu síðar á spátímabilinu. Á heildina litið má þó álykta að spáóvissan sé meiri upp á við en talið var í desember.

Sem fyrr er talið líklegt að spáskekkjur byggðar á sögulegum rökum ofmeti þá óvissu sem framundan er. Mat á spáóvissunni er nokkuð litað af þróun síðustu ára, þegar saman fór tiltölulega mikil verðbólga og óvissa um verðbólguþróun, en það fylgir jafnan sveiflukenndri verðbólgu.

8. Nánari umfjöllun um hvernig líkindadreifing verðbólguþáráttinnar er reiknuð út er að finna í viðauka 3.

Tafla 9 Helstu ósamhverfir óvissupættir verðbólguþspár

Óvissupáttur	Skýring	Áhrif á verðbólgu
Einkaneysla	Áhrif lægri langtímaþaxta, aukins lánsfjárfraðboðs og auðsáhrif á einkaneyslu kunna að vera vanmetin	Hætta á að eftirspurnarþrýstingur sé vanmetinn og verðbólgu því vanspáð
Gengisþróun	Áhrif hærra gengis á innlent verðlag kunna að vera vanmetin Mikill viðskiptahall og væntingar um aukna verðbólgu næstu árin geta þrýst gengi krónunnar niður	Hætta á að verðbólgu sé ofspáð til skemmri tíma Hætta á að gengi krónunnar lækki og verðbólgu því vanspáð
Launaþróun	Slæmar verðbólguhorfur og útkoma annarra kjarasamninga gætu leitt til hækkunar launaliðar almennra kjarasamninga	Hætta á að hækkun launa verði meiri en spáð er og verðbólgu sé því vanspáð
Ríkisfjármál	Möguleiki á að aðhald í ríkisfjármálum verði minna en gert er ráð fyrir í áætlunum, sérstaklega í ljósi þess að alþingiskosningar eru árið 2007 Möguleiki á að áhrif áætlana um skattalækkanir á væntingar um framtíðartekjur séu vanmetnar og að eftirspurnaráhrif áforma verði því meiri	Hætta á að framleiðsluspenna verði meiri en spáð er og verðbólga því meiri
Eignaverð	Til skamms tíma: Húsnæðisverð gæti hækkað meira á næstu mánuðum en gert er ráð fyrir Til langs tíma: Möguleiki á lækkun eignaverðs sem dragi úr einkaneyslu þegar líða tekur á spátímabilið	Verðbólga til skemmri tíma gæti orðið meiri en spáð er Hætta á að framleiðsluspenna verði minni og verðbólga meiri en spáð er
Áhættumat	Eitt ár fram í tímann	Tvö ár fram í tímann
Peningamál 2004/1	Samhverft	Upp á við
Peningamál 2004/4	Samhverft	Upp á við
Peningamál 2005/1	Samhverft	Upp á við

Mynd 40 sýnir mat bankans á spáóvissu næstu tveggja ára. Taldar eru 90% líkur á að verðbólga verði innan alls skyggða svæðisins, 75% líkur á að verðbólgan verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur eru á að verðbólga verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður því meiri sem spáð er lengra fram í tímann, en það endurspeglar í vikkun óvissubilsins.

Líkur á að verðbólga verði yfir verðbólguþspá Seðlabankans eftir tvö ár hafa minnkað

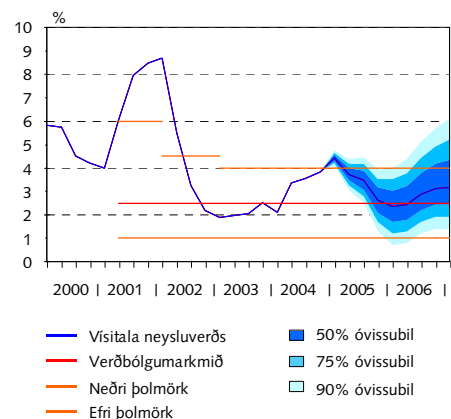
Frá því í desember hafa líkur á því að verðbólga verði yfir verðbólguþspá Seðlabankans í lok spátímabilsins haldur minnkað. Jafnframt hafa líkur aukist á því að verðbólga verði innan þolmarka.

Verðbólguþspá með breytilegum vöxtum og gengi

Eins og áður hefur komið fram er meginþspá bankans grundvöllur á óbreyttum stýrivöxtum og gengi krónunnar frá spádegi. Spáin þjónar því fyrst og fremst þeim tilgangi að lýsa sýn bankans á efnahagsframvinduna að því gefnu að bankinn breyti ekki aðhaldsstigi peningastefnunnar frá því sem nú er og að gengi haldist óbreytt. Þannig nýtist hún bankastjórn við að meta hvaða stýrivaxtastig er nauðsynlegt til að tryggja framgang verðbólguþspá Seðlabankans.

Slík spá þarf hins vegar ekki að vera raunsæ lýsing á efnahagsframvindunni við aðstæður eins og nú þar sem undirliggjandi ójafnvægi er mikið í hagkerfinu, enda óraunhæft að gera ráð fyrir því við slíkar aðstæður að Seðlabankinn bregðist ekki við.

Mynd 40
Verðbólguþspá Seðlabankans
Spátímabil: 1. ársfj. 2005 - 1. ársfj. 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 10 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

Ársfjórðungur	Verðbólga				
	undir 1%	á bilinu 1% - 2½%	undir 2½%	á bilinu 2½% - 4%	yfir 4%
1. ársfj. 2005	< 1	< 1	< 1	2	98
4. ársfj. 2005	2	42	44	52	4
4. ársfj. 2006	2	21	23	43	34

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

Af þessari ástæðu hóf bankinn í síðustu *Peningamálum* að birta verðbólguþá sem er byggð á breytilegum vöxtum og gengi krónunnar. Eins og þá er notast við fölgna framvirka vexti eins og sýndir eru á mynd 13 á bls. 17. Í því felst að stýrivextir bankans halda áfram að hækka fram í ágúst nk. og verða þá um 10% en taka síðan að lækka út spátímabilið. Það felur í sér að stýrivextir verða tæplega 0,75 prósentum hærri á þessu ári en í meginþánni en rúmlega 0,1 prósentu lægri á næsta ári.

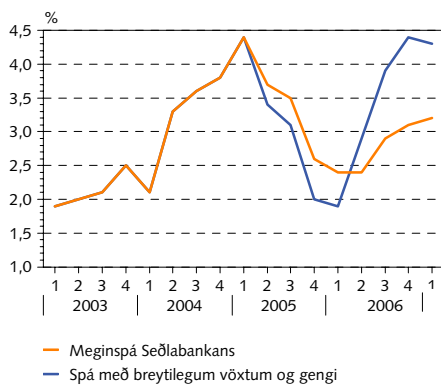
Gengi krónunnar er jafnframt látið þróast í samræmi við óvarið vaxtjafnvægi, þ.e. út frá vaxtamun framvirkra vaxta hér á landi og erlendis (út frá viðskiptavegnum framvirkum skammtíavöxtum), en þó þannig að gert er ráð fyrir áhættuþóknun sem rekur fleyg á milli innlendra og erlendra vaxta. Samkvæmt framvirkum vöxtum hækka bæði innlendir og erlendir vextir á næstu misserum en taka síðan að lækka á seinni hluta þessa árs en lækka hraðar erlendis. Vaxtamunurinn fer því smám saman vaxandi á tímabilinu. Það hefur í för með sér að gengi krónunnar veikist smám saman og verður gengisvísitalan nálægt 120 stigum í lok spátímabilsins. Rétt er að ítreka að í þeim vaxta- og gengisferlum sem notast er við í spánni felst ekki skoðun eða spá bankans á því hvernig framvindu þessara stærða verður hátt að á spátímabilinu.

Mynd 41 sýnir verðbólguþá sem byggð er á þessari þróun vaxta og gengis. Eins og í meginþánni er ekki gert ráð fyrir að gengis-sveiflan komi að fullu fram í innlendu verðlagi til skamms tíma.

Fráviksspáin gefur til kynna að verðbólga geti lækkað nokkru hraðar en gert er ráð fyrir í meginþánni og verði komin í um 2% í lok þessa árs. Eftir það tekur verðbólgan hins vegar að hækka hratt og er orðin tæplega 4½% við lok spátímabilsins. Þetta helgast af því að framan af er aðhaldsstig peningastefnunnar meira en í meginþánni og gengi krónunnar áfram töluvert sterkt. Vöxtur innlendar eftirspurnar verður því minni en í meginþánni á þessu ári. Þegar fer á líða á þetta ár og á því næsta tekur gengi krónunnar hins vegar að gefa æ meira eftir og stýrivextir að lækka sem eykur enn frekar á vöxt eftirspurnar og stuðlar að meiri verðbólgu en í meginþánni.

Fölgirnir framvirkir vextir virðast því fela í sér of mikla bjartsýni um hversu fljótt lækkun stýrivaxta geti hafist. Ef tryggja á framgang verðbólguþámarkmiðsins þurfa stýrivextir líklega að vera háir lengur en fram á haust, sérstaklega ef gengi krónunnar fer að gefa verulega eftir. Þá er ekki hægt að útiloka að vextir þurfi jafnvel að hækka enn frekar.

Mynd 41
Verðbólguþá með breytilegum vöxtum og gengi



IX Stefnan í peningamálum

Síðustu vaxtahækkanir Seðlabankans hafa að mestu leyti skilað sér í auknu aðhaldi

Í *Peningamálum* 2004/4, sem komu út í byrjun desember, var kynnt hækkun stýrivaxta Seðlabankans um 1 prósentu. Seðlabankinn hækkaði stýrivexti aftur í febrúar, um leið og birt var greinargerð til ríkisstjórnarinnar í tilefni þess að verðbólga mældist umfram efri þolmörk verðbólguþolmiðsins. Aðhald peningastefnunnar hefur því verið aukið töluvert frá því sem reiknað var með í verðbólguþolmiðinu Seðlabankans í desember, a.m.k. að því gefnu að verðbólguvæntingar hafi ekki aukist verulega. Um verðbólguvæntingar aðila á skuldabréfamarkaði ríkir reyndar nokkur óvissa um þessar mundir, vegna skorts á heppilegum viðmiðunarflokki verðtryggðra skuldabréfa, eins og áður hefur komið fram. Kannanir meðal fyrirtækja og einstaklinga benda hins vegar til þess að verðbólguvæntingar séu svipaðar og í fyrri könnunum, þ.e.a.s. að verðbólguvæntingar einstaklinga séu nálægt 4% og fyrirtækja nálægt 3½%. Miðað við þessar vísbendingar má ætla að tvær síðustu vaxtahækkanir Seðlabankans hafi að mestu leyti skilað sér í auknu aðhaldi, en töluvert vantaði á að fyrri vaxtahækkanir bankans leiddu til samsvarandi hækkunar raunstýrivaxta. Auk þess felst töluvert meira aðhald í herra gengi krónunnar.

Verðbólguhorfur nokkru betri en í desember

Ítarlega hefur verið gerð grein fyrir ástæðum vaxtahækkana Seðlabankans í desember og febrúar, hinni fyrri í *Peningamálum* 2004/4 og hinni síðari í greinargerð til ríkisstjórnarinnar, sem birt var 18. febrúar og birtist einnig í þessu hefti *Peningamála*. Efni þeirra verður því ekki rakið í smáatriðum. Í stuttu máli voru versnandi verðlagshorfur, áætlanir um enn meiri stóriðjuframkvæmdir á þessu ári en áður var reiknað með og afar hraður útlánavöxtur í kjölfar þess að bankarnir tóku að bjóða hagstæðari og meiri lán en áður hafði þekkt, og eru það meginástæður þess að þörf var talin á verulega auknu aðhaldi í peningamálum. Í febrúar voru verðbólguhorfur reyndar taldar hafa batnað nokkuð frá því í desember, en ekki nægilega til að tryggja framgang verðbólguþolmiðsins. Því var talin ástæða til enn frekara aðhalds í peningamálum en þá þegar hafði verið kynnt. Ástæður betri verðbólguhorfa voru fyrst og fremst hærra stýrivextir og herra gengi krónunnar. Eftir vaxtahækkunina í febrúar hefur gengi krónunnar styrkst enn frekar og verðbólguhorfur orðið ívið betri en í febrúar. Mæld verðbólga hefur þó haldið áfram að aukast. Það skýrist fyrst og fremst af áframhaldandi hækkun íbúðaverðs, en vöruverð hefur farið lækkandi.

Mikilvægt að húsnæðisliður verði áfram þáttur þeirrar vísitölu sem verðbólguþolmiðið miðast við

Þróunin undanfarið ár vekur ýmsar spurningar um framkvæmd peningastefnunnar. Skiptir t.d. máli að meira en helmingur verðbólgunnar skýrist af hækkun húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs á meðan vöruverðbólga er sáralítill og raunar hjáðnar á ýmsum sviðum? Er það galli að húsnæðiskostnaður skuli veða þungt í vísitölu neysluverðs, sem verðbólguþolmiðið miðast við? Eins og fram kemur í greinargerð

Seðlabankans til ríkisstjórnarinnar er Seðlabankinn eindregið þeirrar skoðunar að húsnæðiskostnaður eigi áfram að vera þáttur í þeirri verðvísitölu sem verðbólguþætti miðast við og að aðferðafræðin sem notuð hefur verið við mat á húsnæðiskostnaði sé í meginatriðum sú besta sem völ er á. Það helgast af því að húsnæðiskostnaður er mikilvægur þáttur í neyslu einstaklinga. Með því að horfa fram hjá verðbreytingum húsnæðis væri því verið að hunsa stóran þátt í útgjöldum einstaklinga. Það flækir málið, að auk þess að vera drjúgur hluti einkaneyslu er húsnæði varanleg eign, eða fjárfesting. Í huga einstaklings sem þegar hefur eignast húsnæði birtist verðhækkun húsnæðis því fyrst og fremst sem hækkun eignaverðs. Honum getur auðveldlega yfirsést að fórnarkostnaður þess að búa í eigin húsnæði hefur aukist, því að það kemur ekki fram í útgjöldum viðkomandi einstaklings. Fyrir hina sem eru að kaupa sitt fyrsta húsnæði eða stækka við sig vegur verðhækkun húsnæðis hins vegar mjög þungt. Hafi kostnaður við að fjármagna húsnæðiskaupin lækkað finna þeir reyndar ekki eins fyrir hækkuninni. Vísitölu neysliverðs er hins vegar ekki ætlað að mæla kostnað fjármagns, enda ætti það þá að hafa áhrif á verðmat á mun fleiri liðum einkaneyslu, einkum varanlegri neysluvöru.

Eins og fram kemur í greinargerð Seðlabankans til ríkisstjórnarinnar hefur húsnæðisliður vísitölu neysliverðs þann ákjósanlega eiginleika frá sjónarhóli seðlabanka með verðbólguþætti að vera leiðandi vísbending um almenna verðbólgu síðar meir.⁹ Þetta stafar væntanlega af því að húsnæðismarkaðurinn er aðskilinn frá erlendum mörkuðum. Aukinni eftirspurn eftir húsnæði verður því ekki beint út úr þjóðarbúskapnum eins og gildir um ýmsa aðra vöru og þjónustu, né heldur gætir erlendar samkeppni að nokkru marki. Þegar eftirspurn eykst hratt tekur húsnæðisverð því oft að hækka fyrr og meira en verðlag á vörum og þjónustu almennt. Að auki er framboð húsnæðis óteygjð (tregbreytilegt), sem leiðir til þess að verðlag hækkar meira en ella ef eftirspurn eykst skyndilega.

Æskilegra að herða aðhald áður en líkur á verðfalli aukast

Þótt Seðlabankinn sé eindregið fylgjandi því að húsnæðiskostnaður verði áfram þáttur þeirrar vísitölu sem verðbólguþætti miðast við er ekki þar með sagt að ekki geti komið upp aðstæður sem krefjast þess að brugðist sé með öðrum hætti við verðbólgu sem að mestu leyti skýrist af hækkun húsnæðiskostnaðar. Húsnæðisverð er eignaverð og lýtur því að mörgu leyti svipuðum lögmálum og annað eignaverð. Væntingar hafa umtalsverð áhrif á verðmyndunina, stöku sinnum getur spákaupmennska jafnvel leitt til eignaverðsbólu og tregbreytileiki framboðs húsnæðis eykur líkur á því að verð húsnæðis víki verulega frá byggingarkostnaði um sinn, sem aftur getur leitt til offramboðs og snarprar verðlækkunar síðar. Vandí peningastefnunnar á hverjum tíma felst meðal annars í því að meta líkur á skyndilegri lækkun íbúðaverðs. Verðlækkun kann að gerast sjálfkrafa vegna offramboðs á húsnæði, breytinga á ytri skilyrðum eða fyrir tilvernað pen-

9. Sjá Þórarin G. Pétursson (2002), „Mat á kjarnaverðbólgu og notkun við mótun peningastefnunnar“, *Peningamál* 2002/4, bls. 52-61.

ingastefnunnar. Áhrif of síðbúinnar hækkunar stýrivaxta í því skyni að stöðva hækkun eignaverðs gætu í versta fallið aukið á verðfall með tilheyrandi afleiðingum fyrir fjármálakerfið.

Afar erfitt er að tímasetja slík umskipti, sem oft geta gerst mjög snögglega. Því eru seðlabankar jafnan tregir til að líta á stöðugt eignaverð sem sjálfstætt markmið, nema að því marki sem breytingar á því hafa áhrif á verðbólguhorfur. Í ljósi þess að hækkun húsnæðisverðs skýrir óvenjustóran hluta verðbólgunnar er þó óhjákvæmilegt að verðlagspróun og horfur á húsnæðismarkaði hafi umtalsverð áhrif á peningastefnuna. Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hefur aldrei hækkað eins hratt og á undanförunum mánuðum og aldrei fyrr verið jafnhátt. Hver framvindan verður getur skipt sköpum um framkvæmd peningastefnunnar. Halda húsnæðisverð áfram að hækka með sama hraða mun verðbólga halda áfram að vera yfir verðbólgu markmiði bankans enn um sinn, þrátt fyrir að hátt gengi og vextir dragi úr verðbólgu á öðrum sviðum, verður þörf fyrir áframhaldandi strangt aðhald í peningamálum. Snúist þróunin hins vegar við fljótlega gæti það að óbreyttu gengi krónunnar leitt til verðhjöðnunar og þá kynnu að skapast aðstæður til að draga úr aðhaldinu.

Eins og sakir standa virðist ólíklegt að dragi úr hækkun húsnæðisverðs á komandi mánuðum. Þvert á móti hefur hraði verðhækkana farið vaxandi undanfarna mánuði og efnahagslegar aðstæður, þ.e.a.s. þróun tekna, atvinnu, vaxta og væntinga um áframhaldandi vöxt, benda ekki til þess að snöggra umskipta sé að vænta, þrátt fyrir að húsnæðisverð sé orðið afar hátt í sögulegu samhengi. Á næsta ári kann framvindan hins vegar að verða til muna tvísýnni, þegar dregur að lokum þess mikla framkvæmdaskeiðs sem nú stendur yfir. Því er mikilvægt að beita tímanlegu og nægu aðhaldi í peningamálum meðan ekki þarf að hafa áhyggjur af því að aukið aðhald leiði til verðfalls á fasteignamarkaði, með tilheyrandi samdráttaráhrifum.

Gengisbreytingar mikilvæg miðlunarleið peningastefnunnar um þessar mundir

Annar vandi sem peningastefnan þarf að glíma við um þessar mundir eru sveiflur í gengi krónunnar. Í opnu hagkerfi er gengi gjaldmiðils eitt mikilvægasta hlutfallslega verðið í þjóðarbúskapnum. Jafnframt má líta á gengi gjaldmiðils sem eignaverð, sem lýtur svipuðum lögmálum og annað eignaverð, meðal annars óvissu um langtíma jafnvægi, sterk áhrif væntinga, tilhneigingu til spákaupmennsku o.s.frv. Þessir eiginleikar leiða öðru hverju til mikilla verðsveiflna. Gengi krónunnar er sú stærð í þjóðarbúskapnum sem ræður einna mestu um verðbólguþróun til skemmri tíma og um leið ein mikilvægasta miðlunarleið peningastefnunnar í opnu hagkerfi. Jafnframt er erfiðara að spá fyrir um gengi en flestar aðrar breytur. Þessir eiginleikar gengisþróunar geta falið í sér mikinn vanda fyrir framkvæmd peningastefnunnar, sérstaklega þegar raungengi gjaldmiðils viku umtalsvert frá væntu langtíma jafnvægi.

Raungengi krónunnar er um þessar mundir með hæsta móti í sögulegu samhengi. Ólíkt fyrri hágengistímabilum hefur hækkun raungengis krónunnar frá árinu 2001 að mestu leyti átt sér stað með hækkun nafngengis, fremur en sakir meiri verðbólgu eða launabreyt-

inga en í viðskiptalöndunum. Hækkun nafngengis má rekja til samspils mikils fjármagnsinnstreymis vegna stórfamkvæmda, batnandi ytri skilyrða, aðhaldssamrar peningastefnu, lágra erlendra vaxta og væntinga um allt þetta. Allir þessir áhrifaþættir, sem nú stuðla að háu gengi krónunnar, munu um síðir ganga til baka. Því ætti að vera hægt að slá því föstu að gengi krónunnar muni lækka einhvern tíma í framtíðinni. Óvissa ríkir hins vegar um hvenær gengið muni lækka á ný og ekki er hægt að útiloka að það hækki enn frekar áður en til þess kemur.

Eins og áður hefur komið fram eru gengisbreytingar einhver mikilvægasta miðlunarleið peningastefnunnar í opnu hagkerfi. Ef stór hluti lánsfjár er af erlendum uppruna verður hlutverk gengisins í miðlun peningastefnunnar enn stærra en ella. Þetta á við um Ísland um þessar mundir fremur en nokkurt annað land sem hagar stjórn peningamála með svipuðum hætti. Innlend fjárfesting íslenskra fyrirtækja hefur að miklu leyti verið fjármögnuð með erlendum lánum og hátt í helmingur skulda þeirra er í erlendum gjaldmiðlum. Svokölluð útrás íslenskra fyrirtækja er að sjálfsögðu einnig fjármögnuð með erlendu lánsfé. Undanfarin ár hafa erlendir vextir verið í sögulegu lágmarki. Þetta hefur hvatt til erlendar lánsfjáröflunar, jafnvel meðal fyrirtækja sem hafa ekki náttúrulegar gengisvarnir í formi tekna í erlendum gjaldmiðli. Erlent lánsfé hefur því streymt inn í íslenskan þjóðarbúskap, stuðlað að vexti lauss fjár í lánakerfinu og unnið á móti auknu aðhaldi Seðlabankans. Því er ekki óeðlilegt að sumir hafi dregið þá ályktun að peningastefna bankans sé vanmáttug við þessar aðstæður.

Það er hins vegar röng ályktun. Mikið framboð erlends lánsfjár á lágum vöxtum hefur áhrif á hvernig en ekki hvort peningastefnan virk. Núverandi aðstæður á erlendum lánamörkuðum leiða til þess að meira reynir á miðlun peningastefnunnar í gegnum gengisbreytingar en ella. Vaxtamunur verður meiri en ella og áhrif aðhaldssamrar peningastefnu á gengið sterkari, eins og glöggst hefur komið fram á undanfórnum mánuðum. Hærra gengi stuðlar beint að auknu aðhaldi með fernum hætti. Í fyrsta lagi er ljóst að þegar raungengi er farið að nálgast sögulegt hámark og viðskiptahalli orðinn svo mikill sem raunin er aukast líkur á gengislækkun síðar, eins og komið hefur fram. Erlent lánsfjármagn verður því óhagkvæmara sem nemur væntri gengislækkun krónunnar á líftíma lánsins. Í öðru lagi dregur hærra gengi úr hagnaði í samkeppnisgeiranum vegna aukinnar erlendar verðsamkeppni, sem dregur úr getu til fjárfestingar og svigrúmi til launahækkana.¹⁰ Í þriðja lagi lækkar hærra gengi verðlag innfluttrar vöru sem dregur úr verðbólgu, en það hefur jafnan áhrif á verðbólguvæntingar og þar með launakröfur launþega. Í fjórða lagi beinir hærra gengi eftirspurn út úr þjóðarbúskapnum, sem dregur úr framleiðsluspennu og verðbólgu til lengri tíma litið.

10. Hugtakið samkeppnisgeiri er hér notað í sömu merkingu og hugtakið traded goods sector í ensku, þ.e.a.s. sá þáttur þjóðarbúskaparins sem verður fyrir áhrifum erlendar verðsamkeppni, sem á bæði við útflutningsfyrirtæki og fyrirtæki sem keppa við erlenda vöru og þjónustu á innlendum markaði. Hugtakið heimageiri samsvarar hins vegar enska hugtakinu non-traded goods sector og vísar til þess hluta þjóðarbúskaparins sem verður fyrir takmarkaðri erlendri samkeppni, t.d. ýmiss konar staðbundin þjónusta á borð við veitingarekstur og hárskurð eða starfsemi sem nýtur opinberra verðverndar eins og landbúnaður.

Hágengið kemur misjafnlega niður á einstökum geirum þjóðarbúskaparins

Þessi áhrif koma hins vegar ekki jafnt niður á þjóðarbúskapnum. Svo lengi sem hækkun stýrivaxta hreyfir ekki við verðtryggðum langtíma-vöxtum húsnæðisveðlana hefur hún lítil áhrif á fjárhagsleg skilyrði heimila. Hækkun skammtíma-vaxta mun þó hafa einhver áhrif, en um leið hvetja heimilin til enn frekari endurfjármögnunar á skuldum sínum. Vegna verðlækkunar á innfluttri vöru er líklegt að samsetning einkaneyslu breytist og eftirspurn eftir innfluttri varanlegri neysluvöru aukist. Ekki er heldur útilokað að gengishækkun ýti tímabundið undir einkaneyslu áður en samdráttaráhrifa hærra raungengis fer að gæta. Væntingar um að gengishækkunin gangi til baka síðar ýta enn frekar undir slíka háttsemi. Greiðslubyrði fyrirtækja með miklar erlendar skuldir léttist þegar gengi krónunnar hækkar. Það vegur á móti áhrifum minni hagnaðar í samkeppnisgeiranum. Rekstrarskilyrði fyrirtækja í heimageira, þ.e.a.s. atvinnustarfsemi sem býr við takmarkaða erlenda samkeppni, kunna jafnvel að batna. Það breytir því þó ekki að fjármögnun fjárfestingar með erlendu lánsfé er óhagkvæmari á há-gengistímum, sem er mikilvægt þegar peningastefnan miðast að því að draga úr vexti innlestrar eftirspurnar.

Minna peningalegt aðhald leiðir ekki endilega til lægra raungengis til lengdar

Þótt hágengið komi afar misjafnlega niður á einstökum geirum þjóðarbúskaparins, dregur það til lengdar mátt úr efnahagslífinu. Áhrif á suma geira kunna að vera afar hörð og raunar óæskileg. Það er hins vegar ekki aðeins óhjákvæmilegur fylgifyiskur aðhaldssamrar peningastefnu heldur þeirra efnahagslegu aðstæðna sem kalla á hana. Minna aðhaldssöm peningastefna kann að leiða til lægra gengis til skamms tíma, en ekki endilega til lægra raungengis. Lægri vextir hefðu að lokum í för með sér meiri verðbólgu og launahækkun, sem sennilega myndi að lokum færa raungengi í svipað horf og ef aðhaldssamri peningastefnu væri fylgt. Meginmunurinn fælist í því að verðbólga væri mun meiri þegar loksins kæmi að óhjákvæmilegri aðlögun gengis. Til þess að kveða verðbólgu niður þá þyrfti enn hærra stýrivexti Seðlabankans en til þess að halda henni í skefjum nú. Yrði þjóðarbúskapurinn í því líkri stöðu á næsta ári, þegar dregur að lokum stórfamkvæmda og sennilegt er að dragi úr fjármagnsinnstreymi, gæti það sett Seðlabankann í afar erfiða stöðu, því að hætt er við að aukið aðhald í peningamálum þá gæti magnað samdrátt að framkvæmdum loknum, valdið hruni eignaverðs og fjármálalegum óstöðugleika. Þetta er dæmigerð lýsing á efnahagsstefnu fyrri áratuga, bæði hér á landi og víða annars staðar, sem hefur verið horfið frá.

Af þessum ástæðum telur Seðlabankinn mun æskilegra og raunar óhjákvæmilegt að glíma við óumflýjanleg hliðaráhrif aðhaldssamrar peningastefnu nú fremur en síðar. Raungengi krónunnar er vissulega orðið hærra en það hefur lengi verið. Ekki er útilokað að það hækki enn frekar. Sveiflur í raungengi krónunnar eru hins vegar ekkert meiri en gengur og gerist á öðrum gjaldmiðlasvæðum (sjá viðauka 5 á bls. 67), jafnvel minni. Íslenski þjóðarbúskapur er þó næmari fyrir erlendri samkeppni en þjóðarbúskapur stærri landa, þar sem fyrirtæki hafa

aðgang að stórum heimamarkaði og meginþorri skulda er í innlendum gjaldmiðli.

Hátt raungengi og vaxandi ytra ójafnvægi auka óvissu um verðbólguhorfur

Hið háa raungengi krónunnar um þessar mundir eykur á óvissu um verðbólguhorfur og um miðlun peningastefnunnar á næstu misserum. Mat á verðbólguþá sem byggð er á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist óbreytt hlýtur að taka tillit til þess að líklegt er að gengi krónunnar lækki á ný þegar fram líða stundir og að það muni tímabundið leiða til meiri verðbólgu en spáð er að gefnu óbreyttu gengi. Hraði og tímasetning þessarar óhjákvæmilegu aðlögunar kunna að skipta sköpum. Æskilegt væri að hún yrði í smáum skrefum á löngum tíma og sem mest eftir að byggingu orkuvera og álbræðslna lýkur, þegar dregið hefur úr spennu í þjóðarbúskapnum. Mikill og vaxandi viðskiptahalli skapar hins vegar ákveðna hættu á að framvindan verði óhagstæðari. Eins og fram kom í kafla VII hér að framan nam hreint innstreymi lánsfjár í fyrra u.þ.b. 70% vergrar landsframleiðslu. Á móti þessu innstreymi er reyndar mikil erlend eignamyndun og hafa verður í huga að skekkjuliður greiðslujafnaðar í fyrra var óvenjulega stór. Eigi að síður er ljóst að innstreymi lánsfjár hefur fjármagnað ýmislegt fleira en óvenjumikinn viðskiptahalla, bæði erlend verðbréfakaup lífeyrisjóða og beina erlenda fjárfestingu fyrirtækja og fjármálastofnana. Í sama kafla kemur einnig fram að svokallaður grunnjöfnuður, þ.e.a.s. viðskiptahallinn að viðbættum hreinum verðbréfakaupum innlendra aðila erlendis og beinni erlendri fjárfestingu innlendra aðila nam í fyrra 34% af landsframleiðslu. Það er næstum tvöfalt hærra hlutfall en árið 2000, sem var ár mikils ójafnvægis og undanfari töluvert harkalegrar aðlögunar í þjóðarbúskapnum. Horfur eru á að viðskiptahallinn aukist enn frekar í ár. Þegar dregur úr lánsfjárinnstreyminu mun skapast þrýstingur á gengi krónunnar og það gæti gerst fremur snögglega þegar þar að kemur.

Síðbúnar aðhaldsaðgerðir áhættumeiri

Vegna þess að peningastefnan er mun sveigjanlegri um þessar mundir og gengi krónunnar flýtur án inngripa Seðlabankans mun þetta þó að líkindum ekki gerast eins snögglega og árin 2000-2001. Hugsanlegt er að aðlögunin hefjist fyrr og taki nokkru lengri tíma. Aðlögunarferlið er hins vegar tæpast fyrirsjáanlegt og viðkvæmar væntingar og spákaupmennska kunna að magna sveiflur í báðar áttir. Þá er jafnan sterkt samband á milli gengis gjaldmiðils og annars eignaverðs, sem getur haft sterk áhrif á þjóðarbúskapinn í aðlögunarferlinu. Allt ber þetta að sama brunni. Ef takast á að hemja eftirspurn þannig að verðbólga haldist í skefjum á næstu árum þarf Seðlabankinn að grípa til nægilegra aðgerða nú. Tekið getur áhrif breytinga á stýrivöxtum allt að tveimur árum að koma fram að fullu. Seðlabankinn getur því ekki gert ráð fyrir að hafa mikil áhrif á næsta ári, umfram þau sem verða af völdum þeirra stýrivaxtahækkana sem hann hefur þegar gripið til, nema hann grípi fljótt til frekari aðgerða. Síðbúnar aðhaldsaðgerðir fela í sér mun meiri áhættu fyrir fjármálakerfið, fyrirtæki og heimili.

Viðauki 1

Framvirkir vextir og notkun þeirra í greiningu Seðlabankans

Í þjóðhags- og verðbólguþá Seðlabankans er gert ráð fyrir að vextir og gengi gjaldmiðla haldist óbreytt út spátímabilið. Ástæðan er sú að Seðlabankinn hefur áhuga á því að vita hver þróun efnahagsmála verður miðað við óbreytta vexti og gengi og tekur í ljósi niðurstöðunnar ákvörðun um aðgerðir í peningamálum til að ná verðbólgu-markmiði bankans. Spá byggð á óbreyttri peningastefnu og gengi getur hins vegar verið nokkuð misvísandi, sérstaklega þegar ljóst er að mikilvægar forsendur muni ekki halda. Forsendan um óbreytta vexti kann að vera afdrifarík þegar verðbólga er langt frá verðbólgu-markmiði bankans eða fyrirsjáanlegir skellir framundan og því einsýnt að herða þurfi aðhald í peningamálum. Væntingar um slíkt aðhald birtast meðal annars í ávöxtunarkröfu á markaði. Í síðustu útgáfu *Peningamála* var birt frávíksdæmi frá meginþá bankans þar sem gert var ráð fyrir breytilegum vöxtum og gengi. Í þeirri spá voru stýrivextir látnir þróast samkvæmt fólgnum framvirkum vöxtum.

Framvirku vextirnir eru reiknaðir út frá vaxtarófi stundarvaxta, þ.e. framvirku vextirnir eru fólgnir í þeim vöxtum sem gilda á markaði á hverri stundu. Gerum t.d. ráð fyrir að viðskipti fari fram í Kauphöllinni með skuldabréf að nafnvirði 100 kr. með lokadag eftir tvö ár á verðinu 91,573. Með einföldum vaxtareikningi má finna ávöxtunarkröfu bréfsins $r_2 = 4,5\%$ sem jafnframt eru stundarvextir á markaðnum til tveggja ára. Með því að skoða fleiri viðskipti kemur fram mynd af ósamfelldu vaxtarófi. Vaxtarófið segir ekki eingöngu til um hverjir vextirnir verða frá deginum í dag til lokadags heldur eru í vaxtarófinu fólgnar upplýsingar um vænta vexti í framtíðinni. Gerum ráð fyrir að fjárfesti standi til boða að fjárfesta í framangreindu skuldabréfi til tveggja ára, en jafnframt að fjárfesta í skuldabréfi til eins árs, að sama nafnvirði, sem hann getur svo endurnýjað að einu ári liðnu á þekktum vöxtum. Til þess að ekki myndist högnunartækifæri (e. arbitrage) á markaðnum verða báðir fjárfestingarkostirnir að teljast sambærilegir og þá þarf að gilda að:

$$(1) \quad \frac{100}{(1+r_2)^2} = \frac{100}{(1+r_1)(1+f)}$$

þar sem r_1 táknar stundarvexti til eins árs, r_2 táknar stundarvexti til tveggja ára og f táknar fólgnu framvirka vexti eftir eitt ár til eins árs. Ef gert er ráð fyrir að stundarvextir til eins árs samkvæmt vaxtarófinu séu $r_1 = 3,5\%$, má reikna út fólgnu framvirku vextina á eftirfarandi hátt:

$$(2) \quad f = \frac{(1+r_2)^2}{(1+r_1)} - 1 = \frac{1,045^2}{1,035} - 1 = 5,51\%$$

Við túlkun framvirku vaxtanna þarf að hafa í huga að þeir geta innihaldið áhættuálag (e. forward term premium) ofan á vænta stundarvexti vegna óvissu um framtíðarþróun vaxta. Þetta hefur ekki verið rannsakað fyrir íslenskan markað, en Svensson (1994) bendir á að í erlendum rannsóknum er mat á áhættuálaginu jafnan fremur lítið.

Samfellt vaxtaróf er ekki sýnilegt á markaði, heldur einungis ósamfelld tengsl einstakra bréfa og tíma. Þær upplýsingar er hins vegar hægt að nota til þess að meta samfellt fall, sem lýsir vaxtarófinu. Nokkrar aðferðir eru algengar við að meta samfellt vaxtaróf. Upphafið má rekja til aðferða McCulloch (1971, 1975) sem notaði brúunaraðferðir (e. cubic spline) til að brúa afvaxtafallið (e. discount function). Þegar búið er að meta vaxtarófið má reikna út fölgna framvirka vexti á sambærilegan hátt og gert var hér að framan. Vegna þess að matið getur verið nokkuð óstöðugt (sérstaklega í lengri enda vaxtarófsins) þegar notaðar eru brúunaraðferðir, hafa aðrar aðferðir orðið vinsælli í seinni tíð, t.d. aðferðir Nelson og Siegel (1987) ásamt viðbótum Svensson (1994). Aðferð þeirra er sú að meta eftirfarandi jöfnu fyrir fölgnu framvirku vextina:

$$(3) \quad f(m; \beta) = \beta_0 + \beta_1 \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right) + \beta_2 \frac{m}{\tau_1} \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right) + \beta_3 \frac{m}{\tau_2} \exp\left(-\frac{m}{\tau_2}\right)$$

þar sem f táknar framvirka vexti sem eru fall af lokadegi og m stikunum $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \tau_1$ og τ_2 .¹ Jafnan samanstendur því af fjórum hlutum (Nelson og Siegel gerðu ráð fyrir þremur hlutum en Svensson bætti aftasta liðnum í jöfnunni við). Fyrsti hlutinn er fasti β_0 . Síðan er einhalla hluti $\beta_1 \exp(-m/\tau_1)$ sem virkar sem aðfella sem á að tryggja að þegar nálgast lengri enda framvirka vaxtarófsins nálgist framvirku vextirnir $\beta_0 + \beta_1$ (sem þarf að vera jákvæð tala til að tryggja jákvæða vexti). Síðustu tveir hlutarnir í jöfnunni gera það mögulegt að hafa vaxtarófið kryppulaga. Með aðferð Nelson og Siegel er hægt að setja eina kryppu á vaxtarófið en aðferð Svensson gerir ráð fyrir að hægt sé að hafa tvær kryppur á vaxtarófinu.

Til að geta notað jöfnuna þarf að meta stikana sex. Það er gert með því að tegra jöfnuna til að finna stundarvexti. Þegar stundarvextir hafa verið fundnir er síðan einfalt að reikna út afvaxtafallið. Til að finna stikana má annaðhvort lágmarka verðmismun eða vaxtamismun. Að lágmarka verðmismun felur í sér að lágmarka mismuninn á milli reiknaðs verðs út frá vaxtarófinu og raunverulegs verðs bréfanna með því að nota afvaxtafallið. Þar sem vextir hafa lítil áhrif á verð bréfanna á stutta enda vaxtarófsins getur lágmarkun verðmismunar leitt til ónákvæms mats á þeim enda vaxtarófsins. Þess í stað er vaxtamunur lágmarkaður í aðferð Seðlabankans, þ.e. munurinn á milli vaxta samkvæmt vaxtarófinu og raunverulegra vaxta bréfanna. Þegar mati á stikum líkansins er lokið fæst jafna sem lýsir vaxtarófinu á tilteknum tíma.

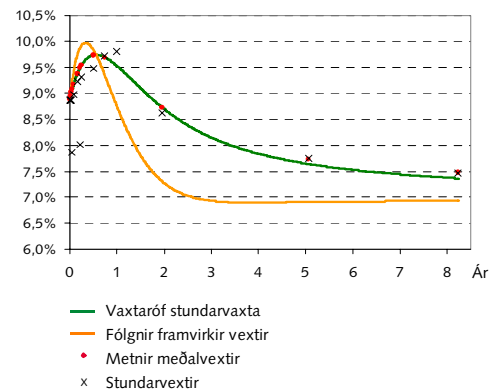
1. Hér eru fölgendir framvirkir vextir samfelldir (e. continuously compounded). Mun þægilegra er að nota samfellda vexti við mat á þessu falli, en auðvelt er að breyta þeim í t.a.m. vikuvexti með því að nota $r_d = d(\exp(r_c/d) - 1)$ þar sem r_d táknar vikuvexti, r_c táknar samfellda vexti og d er fjöldi daga.

Áður en vaxtarófið er metið þarf að ákveða hvaða upplýsingar skal nota til að reikna út vaxtarófið. Fyrir seðlabanka á verðbólgu-markmiði er sérstaklega áhugavert að nálgast upplýsingar um væntingar á fjármálamörkuðum um þróun stýrivaxta til u.þ.b. næstu tveggja ára. Stýrivextir gilda í endurhverfum viðskiptum til einnar viku í senn og því er áhugavert að skoða væntingar um þróun einnar viku vaxta í framtíðinni. Óverðtryggð ríkistryggð bréf eru vanalega notuð sem grunnur að vaxtarófi óverðtryggðra vaxta. Ástæðan er einkum sú að markaðurinn með þessi bréf er virkari en markaðir með önnur skuldabréf. Einnig bera þau lágmarks vanskilaáhættu ólíkt fyrirtækjabréfum, en markaður með fyrirtækjabréf er of lítil hér á landi til að koma að gagni við mat á vaxtarófi. Í mati á vaxtarófinu hefur Seðlabankinn einnig notað vexti á millibankamarkaði.² Ókosturinn við vexti á millibankamarkaði er að þar er ekki verslað með skuldabréf og þess vegna geta vextir á millibankamarkaði verið nokkuð frábrugðnir vöxtum á skuldabréfamarkaði jafnvel þótt lokadagur sé svipaður.³ Kostirnir eru hins vegar þeir að miklu meiri upplýsingar fást um vaxtarófið. Upp á síðkastið hefur t.a.m. verið nokkurt ósamræmi milli vaxta ríkisvixla og vaxta á millibankamarkaði sem fyrst og fremst má rekja til misræmis í framboði og eftirspurn eftir ríkisvixlum.

Á mynd 1 getur að líta mat á vaxtarófi stundarvaxta til einnar viku þann 23. febrúar sl. Metna vaxtarófið rís dálítið hraðar en vextir á millibankamarkaði gefa tilefni til, þ.e. metnu vextirnir verða ríflega 9,7% eftir rúmlega hálfu ári, en millibankamarkaðsvextir fyrir sama tíma tæplega 9,5%. Vextir ríkisvixla skera sig úr þar sem ávöxtunarkrafa þeirra er um 8% þótt lokadagur þeirra sé tiltölulega skammt undan. Ef vaxtarófið hefði einungis verið metið með ríkisbréfum og ríkisvixlum hefði matið orðið nokkuð ólíkt þar sem ávöxtunarkrafa ríkisvixla hefur verið óvenju lág upp á síðkastið. Þeir hafa þó ekki ýkja mikil áhrif á mat á vaxtarófinu í heildina vegna þess hve fáir þeir eru. Metnir meðalvextir (e. yield to maturity) eru þeir sömu og metnir stundarvextir nema fyrir þau bréf sem bera vaxtagreiðslur (e. coupon) en það á við um ríkisbréfin með lokadag eftir rúmlega fimm og átta ár. Fólgnu framvirkur vextirnir rísa mun hraðar en stundarvextirnir og ná hámarki í tæplega 10% að þremur mánuðum liðnum. Eftir það fara þeir hratt lækkandi þar til þeir verða 7% að þremur árum liðnum.

Upplýsingar um vaxtaþróun eru Seðlabankanum mikilvægar. Breytingar í markaðsvöxtum hafa áhrif á innlenda eftirspurn og þar með verðbólgunu. Nokkurn tíma tekur hins vegar þar til áhrifin koma fram og þarf Seðlabankinn því að horfa allnokkur misseri fram á veginn við vaxtaákvarðanir. Með því að fylgjast með þróun á fjármálamörkuðum getur Seðlabankinn nálgast upplýsingar um ástand þjóðarbúskaparins og

Mynd 1
Vaxtaróf stundarvaxta og fólgnir framvirkir vextir 23. febrúar 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

- Í síðasta hefti *Peningamála* voru fólgnir framvirkir vextir einungis reiknaðir út frá ríkisvixlum og ríkisbréfum. Síðan þá hefur verið unnið að nokkurri endurskoðun á aðferðafræðinni og því eru vextir á millibankamarkaði með krónur að þessu sinni einnig notaðir við að meta vaxtarófið. Þegar Seðlabankinn notar framvirka vexti til að spá fyrir um þróun stýrivaxta er stystu vöxtum á millibankamarkaði skipt út fyrir stýrivexti. Unnið er áfram að nánari útfærslu á þessari aðferðafræði.
- Vextir á millibankamarkaði eru flatir og því þarf að leiðrétta þá til að hægt sé að bera þá saman við vexti á skuldabréfamarkaði. Einnig eru vaxtareglur á mörkuðunum ekki þær sömu. Notast er við reikniregluna raunverulegur dagafjöldi/360 dagar á millibankamarkaði en reiknireglan 30/360 dagar gildir í viðskiptum með skuldabréf.

stöðuna í peningamálum á komandi misserum. Með fyrirvara um áhættuálag má túlka fóligna framvirka vexti sem spá markaðarins um vexti í framtíðinni til einnar viku í senn, sambærilegt við stýrivexti Seðlabankans. Það gerir Seðlabankanum kleift að fylgjast með væntingum markaðsaðila til aðgerða bankans. Þessa vexti getur bankinn síðan notað við gerð verðbólguþáttar með breytilegum vöxtum eins og gert var í *Peningamálum* 2004/4.

Með því að reikna jafnframt út vaxtaróf fyrir verðtryggða vexti getur bankinn einnig fengið upplýsingar um verðbólguvæntingar markaðarins, sem er munur verðtryggðra og óverðtryggðra stundarvaxta framtíðarinnar. Væntingar markaðsaðila um verðbólgu gefa vísendingar um hversu trúverðugar aðgerðir Seðlabankans eru. Ef væntingar eru töluvert frá verðbólguþáttar bankans gefur það vísendingu um skort á trúverðugleika peningastefnunnar.

Heimildir:

- McCulloch, J. H., (1971), „Measuring the term structure of interest rates“, *Journal of Business*, 44, bls. 19-31.
- McCulloch, J. H., (1975), „An Estimate of the Liquidity Premium“, *Journal of Political Economy*, 83, bls. 62-63.
- Nelson, C. R., og A. F. Siegel (1987), „Parsimonious modeling of yield curves“, *Journal of Business*, 60, bls. 473-489.
- Svensson, L. E. O., (1994), „Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994“, *Working Paper* nr. 4871, National Bureau of Economic Research.

Viðauki 2

Útreikningur á
framleiðsluspennu

Framleiðsluspenna er mikilvægt hugtak við gerð verðbólguþáttar og mat á efnahagshorfum. Að meta framleiðsluspennu er hins vegar ekki einfalt mál og í reynd háð mikilli óvissu. Þeim aðferðum sem notaðar eru í Seðlabankanum og víðar við að meta framleiðsluspennu hefur áður verið lýst í *Peningamálum* (2000/4 bls. 14-15), en ástæða er til að rífa þær upp og beina athyglinni sérstaklega að því hvernig tekið er tillit til stóriðjuframkvæmda, en þær hafa veruleg áhrif á bæði framleiðslustig og framleiðslugetu hagkerfisins, bæði á byggingartímanum og að honum loknum.

Skilgreining á framleiðsluspennu

Framleiðsluspenna er frávik landsframleiðslu frá framleiðslugetu, mælt sem prósent af framleiðslugetunni, þ.e.:

$$(1) \quad GAP_t = \frac{Y_t - Y_t^p}{Y_t^p}$$

þar sem GAP_t er framleiðsluspennan, Y_t er landsframleiðsla á raunvirði, og Y_t^p er framleiðslugeta hagkerfisins, allt á ári t . Framleiðslugeta hagkerfisins er því skilgreind sem það framleiðslustig sem samræmist fullri nýtingu allra framleiðsluþátta við skilyrði stöðugrar verðbólgu. Framleiðslugetan er þannig ákvörðuð á framboðshlið hagkerfisins, þ.e. af fjármunastofni, vinnuafslnotkun og fyrirliggjandi tækniþekkingu.

Framleiðslugeta hagkerfisins til langs tíma ræðst af því í hve ríki um mæli tekst að nýta þá framleiðsluþætti sem eru til staðar, að gefinni framleiðni. Til skamms tíma getur heildareftirspurn þó lyft framleiðslustiginu umfram langtímaframleiðslugetu. Við það myndast spenna í þjóðarþúskapnum sem birtist í umframeftirspurn á vöru- og vinnu-mörkuðum, og veldur að lokum aukinni verðbólgu. Ef framleiðsla er minni en sem nemur langtímaframleiðslugetu myndast hins vegar slaki sem dregur úr verðbólgu.

Við stjórn efnahagsmála, eða þegar leggja þarf mat á ástand og horfur í efnahagsmálum af öðrum ástæðum, er nauðsynlegt að leggja mat á framleiðslugetu. Hagvöxtur sem stafar af vexti framleiðslugetu veldur ekki aukinni verðbólgu. Þetta á til dæmis við þegar framleiðni eykst vegna nýrrar tækniþekkingar. Sé hagvöxturinn hins vegar knúinn af vexti eftirspurnar umfram framleiðslugetu er hugsanlegt að framleiðsluspenna myndist sem leiði til aukinnar verðbólgu. Vöxtur umfram langtímahagvaxtargetu leiðir þó ekki alltaf til aukinnar verðbólgu. Ef slaki var fyrir í hagkerfinu geta fyrirtæki mætt aukinni eftirspurn með því að nýta framleiðsluþættina betur. Mat á nýtingu framleiðslugetu er því lykilforsenda fyrir mat á þróun verðlags næstu misseri.

Mæling á framleiðslugetu hagkerfisins

Ekki er hægt að mæla framleiðslugetu beint út frá fyrirbyggjandi gögnum. Þess vegna er nauðsynlegt að beita aðferðum tölfræði, en mikil óvissa fylgir því mati.

Ýmsar aðferðir hafa verið notaðar við mat á framleiðslugetu. Í öllum tilvikum er gert ráð fyrir að vexti framleiðslu megi skipta upp í tvo þætti, þ.e. leitni og sveiflu. Hreinar tölfræðiaðferðir, þ.e. aðferðir sem hafa ekki beina skírskotun til hagfræðikenninga, skipta framleiðslustiginu upp þannig að:

$$(2) \quad y_t = \tau_t + c_t$$

þar sem y er lógaríþmi landsframleiðslu, τ er leitniþáttur hennar og c er sveiflan. Leitnin endurspeglar nokkurs konar langtímavaxtarferil sem framleiðslan sveiflast um. Oft er litið svo á að leitnin sé mat á framleiðslugetunni. Ekki eru þó allir á einu máli um þá túlkun (sjá t.d. Canova, 1998). Mat á leitniferli framleiðslunnar er háð sama vanda og mat á framleiðslugetunni: ekki er hægt að mæla hann beint. Ýmsar tölfræðiaðferðir koma til greina við skiptingu mældrar tímaraðar á þennan hátt.¹ Vandamálið er að þær geta gefið ólíkar niðurstöður og munar oft á tíðum verulegu eftir því hvaða aðferð verður fyrir valinu.

Aðrar aðferðir byggjast á því að meta svokallað framleiðslufall og nota það síðan til þess að leggja mat á framleiðslugetuna. Algengt er að lýsa framleiðslunni með svokölluðu Cobb-Douglas-framleiðslufalli:

$$(3) \quad Y_t = A_t N_t^\alpha K_t^{1-\alpha}$$

þar sem Y_t er framleiðsla á föstu verði, A_t er heildarþáttaframleiðni, þ.e. samvegin framleiðni vinnuafis, fjármuna og annarra framleiðsluþátta, N_t er vinnuafisnotkun og K_t fjármunastofn. Stíkin α mælir hlutdeild launa í heildarvirðisauka hagkerfisins sem er gert ráð fyrir að breytist ekki yfir tíma.

Aðferðir sem notaðar eru í Seðlabanka Íslands við mat á framleiðslugetu

Seðlabankinn hefur í nokkur ár metið framleiðsluspennu í íslenska þjóðarbúskapnum. Framleiðsluspenna er reiknuð út frá mati á framleiðslugetu sem byggir á meðaltali fimm aðferða. Ein þeirra felst í því að meta leitni framleiðslu með svo kallaðri Hodrick-Prescott-síu (1997) (HP).² Hinar fjórar eru byggðar á Cobb-Douglas-framleiðslufallinu. Í öllum tilfellum er notast við mældan fjármunastofn, enda breytist hann mjög hægt. Heildarþáttaframleiðnin er einnig fundin með sömu aðferð í öllum tilfellum. Hún er metin sem frávik landsframleiðslu frá framleiðslufallinu í jöfnu (3). Síðan er HP-sían notuð á A_t til þess að finna leitniferil heildarþáttaframleiðninnar. Munurinn á

1. Svo sem margliðuleitni, Hodrick-Prescott-síun, Beveridge-Nelson-síun, stöðurúmsmat, og svo mætti lengi telja.
2. Hodrick-Prescott-sían er þá notuð á framleiðslustigið y til að meta t í jöfnu (2).

milli þessara fjögurra aðferða liggur í því að leitniferill vinnuafis er fundinn með fjórum mismunandi aðferðum.

Einfaldasta aðferðin er að nota HP-síuna til að finna leitniferil vinnuafisnotkunar. Hinar aðferðirnar skipta fyrst vinnuafisnotkun upp í undirþætti sína:

$$(4) \quad N_t = H_t L_t (1 - u_t)$$

Þar sem H_t er atvinnuþátttökuhlutfallið, L_t er mannaflinn, mældur sem fjöldi einstaklinga á vinnualdri, og u_t er atvinnuleysishlutfallið. Síðan er reynt að meta náttúrulegt atvinnuleysisstig hagkerfisins, þ.e. það atvinnuleysi sem mælist við fulla nýtingu framleiðsluþáttanna. Þrjár aðferðanna fimm sem notaðar hafa verið í Seðlabankanum til að meta framleiðslugetu hagkerfisins byggjast á mismunandi mati á náttúrulegu atvinnuleysi. Ein leiðin notast við HP-síun á atvinnuleysisstiginu, en hinar tvær notast við ákveðið mat á náttúrulegu atvinnuleysi. Þar er annars vegar gert ráð fyrir að við fulla nýtingu framleiðsluþáttanna á Íslandi mælist 2,5% atvinnuleysi, og hins vegar að það mælist 3,0%. Hver þessara fimm leiða gefur ákveðið mat á framleiðslugetunni, sem síðan er notað ásamt mældri framleiðslu til þess að reikna framleiðsluspennuna (með jöfnu (1)).

Áhrif stóriðjuframkvæmda

Framkvæmdir við álbræðslur og orkuver sem nú eiga sér stað hafa töluverð áhrif á landsframleiðsluna. Mikilvægt er að greina á milli áhrifa þeirra á framleiðslugetu annars vegar og framleiðsluspennu hins vegar. Framkvæmdirnar hafa ekki aðeins áhrif á framleiðslu, heldur einnig á framleiðslugetu hagkerfisins, bæði á byggingartímanum og að honum loknum. Þess vegna er nauðsynlegt að taka sérstaklega tillit til áhrifa þeirra á fjármunastofn, vinnuafisnotkun, heildarþáttaframleiðni og náttúrulegt atvinnuleysi, þegar framleiðslugetan er metin út frá framleiðslufallinu (3).

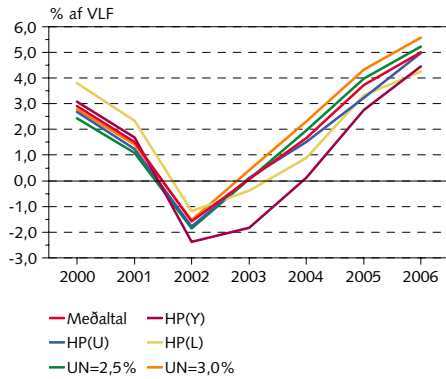
Til þess að taka sérstaklega tillit til þessara þátta er nauðsynlegt að endurmeta ýmsar þær stærðir sem liggja til grundvallar mati á framleiðslugetu með hliðsjón af áhrifum framkvæmdanna á þær. Reiknað er með því að framkvæmdaferillinn sé þekktur með vissu. Þjóðhagslíkan Seðlabankans er þá notað til að meta framleiðslu, fjármunastofn, vinnuafisnotkun og mannafla sem myndast hefðu ef framkvæmdirnar ættu sér ekki stað. Þetta er gert með því að spá þessum stærðum á framkvæmdatímanum án þess að taka tillit til framkvæmdanna. Þannig fæst fráviksspá án stóriðjuframkvæmda.

Leitni heildarþáttaframleiðninnar er látin þróast eins og í fráviksspánni að viðbættum framleiðnihnykk þegar framkvæmdirnar ganga yfir. Byggt er á útreikningum sem Þjóðhagsstofnun gerði sem sýna að framkvæmdirnar muni að öðru óbreyttu bæta 1% við landsframleiðsluna þegar verksmiðjurnar eru komnar í fulla framleiðslu. Þessi viðbót kemur fram í heildarþáttaframleiðninni á nokkrum árum og mun nema 1% af landsframleiðslu þegar verksmiðjurnar eru komnar í fulla vinnslu.

Fjármunastofn sem samsvarar fullri nýtingu framleiðsluþáttanna er látinn þróast eins og í dæminu án stóriðjuþjárfestingar. Nýjum verk-

Mynd 1

Mismunandi mælikvarðar
á framleiðsluspennu hagkerfisins 2000-2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

smiðjum og virkjunum er bætt inn í framleiðslufallið þegar þær eru teknar í notkun. Að framkvæmdatímanum loknum vex fjármunastofninn síðan árlega um sama hlutfall og í dæminu án stóriðju.

Þegar leitniferill vinnuafslnotkunar er fundinn með HP-síu er notast við vinnuafslnotkun án stóriðjuframkvæmda, en innflutningi vinnuafsl vegna framkvæmdanna bætt við. Þegar leitni vinnuafslnotkunar er metin með jöfnu (4) og náttúrulegt atvinnuleysi fundið með HP-síu er mældu atvinnuleysi án stóriðju rennt í gegnum síuna, en muninum á reiknuðum fjölda atvinnulausra með og án stóriðjuframkvæmda bætt við, reiknað í hlutfalli af framboði vinnuafsl. Framboð vinnuafsl er fundið með því að bæta innflutningi vinnuafsl við framboð vinnuafsl án stóriðju. Vinnuafslframboðið er einnig reiknað á þennan hátt þegar gert er ráð fyrir 2,5% eða 3,0% náttúrulegu atvinnuleysi.

Tilgangurinn með þessari nálgun er sá að koma í veg fyrir að framleiðslugeta þjóðarþúsins teljist hafa aukist áður en það gerist raunverulega. Án þessarar leiðréttingar myndi HP-sían auka framleiðslugetuna löngu áður en framleiðsla hefist, vegna þess að HP-síunin jafnar út sveiflur og dreifir áhrifum hnykkja í báðar áttir. Ef framboð vinnuafsl eykst, t.d. vegna innflutnings vinnuafsl vegna tiltekinna framkvæmda og vinnuafslnotkuninni er rennt gagnrýnislaust í gegnum HP-síuna, leiðir HP-síun til þess að viðbót við vinnuaflið tekur að hafa áhrif nokkrum árum áður en hún bætist raunverulega við, jafnvel áður en ákvörðun um viðkomandi framkvæmd er tekin.

Eftir að ljóst varð að farið yrði út í stóriðjuframkvæmdir var einfaldasta aðferðin sem hægt er að nota, þ.e. að beita HP-síun á sjálft framleiðslustigið, aflögð, vegna þess að hún felur í sér að viðbót við framleiðslugetu í framtíðinni er einnig smurt inn í fortíðina, sem leiðir til þess að framleiðsluspenna mælist minni en hún er raunverulega. Því er nú notast við meðaltal aðferðanna fjögurra sem hér hefur verið lýst og ganga allar út frá framleiðslufallinu (3), hver með sínum hætti.

Mynd 1 sýnir framleiðsluspennu mælda með sex aðferðum. Fjórar þeirra byggjast á framleiðslugetu út frá framleiðslufallsaðferðunum sem lýst er að ofan, og ein notast við meðaltal framleiðslugetu úr aðferðunum fjórum. Einnig er sýnd framleiðsluspenna þar sem framleiðslugetan er metin með HP-síun landsframleiðslu. Myndin sýnir hvernig spennan mælist minni með þeirri aðferð vegna þess að HP-sían smyr aukinni framleiðslugetu mörg ár aftur í tímann.

Heimildir:

Canova, Fabio (1998), „Detrending and business cycle facts“, *Journal of Monetary Economics*, 41, 475-512.

Hodrick, Robert J., og Edward C. Prescott (1997), „Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation“ *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(1), bls. 1-16.

Viðauki 3

Óvissumat verðbólguþspár Seðlabankans

Frá því að Seðlabanki Íslands tók upp formlegt verðbólguþspámarkmið í mars árið 2001 hefur bankinn gert verðbólguþspár tvö ár fram í tímann. Verðbólguþspárnar gegna lykilhlutverki við ákvarðanir í peningamálum. Verðbólgu er spáð að gefnum óbreyttum stýrivöxtum. Með hliðsjón af spánni er lagt mat á hvort ríkjandi stýrivextir dugi til að halda verðbólgu sem næst 2½% verðbólguþspámarkmiði bankans. Ef horfur eru á umtalsverðu fráviki kallar það yfirleitt á vaxtabreytingu. Ekki er þó um vélrænt samband að ræða milli spárinnar og ákvarðana í peningamálum.

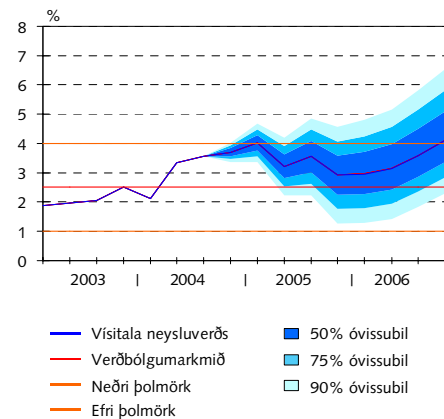
Verðbólguþspár eru hins vegar háðar óvissu sem eykst eftir því sem lengra er horft fram á veginn. Við vaxtaákvarðanir tekur Seðlabankinn ekki aðeins tillit til meginþspárinnar, heldur einnig líkindadreifingar hennar. Til þess að undirstrika það og upplýsa almenning og markaðsaðila um mat bankans á óvissunni birtir bankinn óvissumat hverrar þspár, þ.e.a.s. það verðbólguþspá sem 50%, 75% og 90% líkur eru á að verðbólgan verði innan við. Myndrænt er líkindadreifingin sýnd með sífellt dekkri litum eftir því sem bil dreifingarinnar þrengist.¹ Mat á helstu óvissuþáttum og slagsíðu þeirra er jafnframt skýrt í texta sem fylgir spánni. Þessi aðferð stuðlar að skarpari greiningu á ýmsum þáttum sem geta haft áhrif á spána og undirstrikar mikilvægi þeirra við undirbúning spágerðarinnar. Dæmi um þessa framsetningu má sjá á mynd 1 sem sýnir verðbólguþspá bankans á fjórða ársfjórðungi 2004. Þar má sjá að líklegra var talið að verðbólga í lok árs 2006 yrði meiri en spáð var en að hún yrði minni.

Hér á eftir er skýrt nánar hvernig líkindadreifing þspárinnar er metin og hvernig óvissuþættir eru vengnir saman.

Líkindadreifing verðbólguþspárinnar

Óvissa í verðbólguþspám Seðlabankans er metin út frá sögulegum gögnum um skekkjur í spám bankans eitt og tvö ár fram í tímann.² Óvissan getur hins vegar verið mismikil. Söguleg gögn endurspeglar því ekki endilega vel þá óvissu sem framundan er. Því er lagt mat á það í hvert skipti hvort ástæða sé til að skala spáóvissu sem reiknuð er út frá sögulegum gögnum upp eða niður. Að sama skapi getur slagsíðan í óvissunni ýmist verið meiri upp á við eða niður á við, þ.e.a.s. ýmist er talið líklegra að verðbólga næstu eitt eða tvö árin

Mynd 1
Verðbólguþspá Seðlabankans í
Peningamálum 2004/4



1. Í þessu felst að taldar eru 10% líkur á því að verðbólga lendi utan litaða svæðisins.
2. Frá því að Seðlabankinn hóf að birta ársfjórðungslegar verðbólguþspár tvö ár fram í tímann í *Peningamálum* 2001/2, hefur staðalfrávik skekkju þspárinnar tvö ár fram í tímann verið um 1,1%. Á sama tímabili hefur staðalfrávik skekkju þspárinnar eitt ár fram í tímann verið heldur meira eða um 1,2%. Enn sem komið er byggist matið á tiltölulega fáum mælingum, en áreiðanlegra mat á staðalfráviki skekkja þspárinnar ætti að fást þegar fram líða stundir. Úttekt á spáskekkjum verðbólguþspár bankans er birt í *Peningamálum* einu sinni á ári, síðast í *Peningamálum* 2004/2.

verði meiri en í meginspánni (sem talin er líklegasta gildið) eða að hún verði minni.

Mat á líkindadreifingu verðbólguþáringarinnar er byggt á aðferðum sem Englandsbanki og sænski seðlabankinn hafa þróað (Britton o.fl., 1998, og Blix og Sellin, 1998), en þær gefa jafnframt færri á ósamhverfu óvissumati.

Notast er við samsetta normaldreifingu (e. two-piece normal distribution), sjá Johnson o.fl. (1994):

$$(1) \quad f(x) = \left(\frac{2}{\sqrt{1/(1-\gamma)} + \sqrt{1/(1+\gamma)}} \right) \frac{1}{\sqrt{2\pi\sigma^2}} \exp \left\{ -\frac{(x-\mu)^2}{2\sigma^2} \left[1 + \gamma \left(\frac{x-\mu}{|x-\mu|} \right) \right] \right\}$$

þar sem $f(x)$ er þéttfallið, μ er kryppugildi (e. mode) líkindadreifingarinnar, þ.e. það gildi hámarkar þéttfallið, og σ er staðalfrávik samsetta þéttfallins.

Stikinn γ mælir skekkju (e. skewness) líkindadreifingarinnar og liggur á bilinu -1 til $+1$. Út frá γ er síðan hægt að reikna út ósamhverfni áhættumatsins sem mælt er með frávik meðaltals (e. mean) frá kryppugildi dreifingarinnar, sem táknad er með φ :

$$(2) \quad \varphi = (m - \mu) = \sqrt{2/\pi} \left(\frac{\sigma}{\sqrt{1-\gamma}} - \frac{\sigma}{\sqrt{1+\gamma}} \right) = \sqrt{2/\pi} (\sigma_2 - \sigma_1)$$

þar sem m er meðaltal dreifingarinnar og σ_1 og σ_2 eru staðalfrávik hinna tveggja hluta samsettu líkindadreifingarinnar. Staðalfrávik σ_1 mælir því staðalfrávik dreifingarinnar vinstra megin við μ og σ_2 hægra megin við μ .³ Sé $\gamma > 0$ er því dreifingin skekkt upp á við ($m > \mu$) og því stærri hluti líkindadreifingarinnar hægra megin við kryppugildið, þ.e. $\sigma_2 > \sigma_1$. Sé hins vegar $\gamma < 0$ er dreifingin skekkt niður á við ($m < \mu$) og því stærri hluti dreifingarinnar vinstra megin við kryppugildið, þ.e. $\sigma_1 > \sigma_2$. Fyrir hefðbundna samhverfa normaldreifingu gildir hins vegar að $\gamma = 0$ og þar með verður $\sigma_1 = \sigma_2$ og $m = \mu$. Þéttfallið í jöfnu (1) einfaldast þá í þéttfall hefðbundinnar normaldreifingar:

$$(3) \quad g(x) = \frac{1}{\sqrt{2\pi\sigma^2}} \exp \left(-\frac{(x-\mu)^2}{2\sigma^2} \right)$$

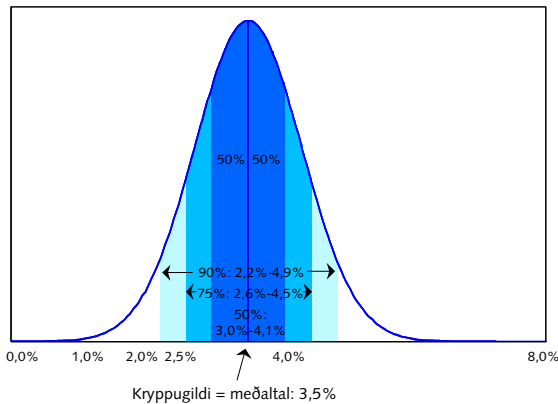
Mynd 2 sýnir líkindadreifingu verðbólguþáringarinnar eitt og tvö ár fram í tímann fyrir spá sem birt var í *Peningamálum* 2004/4 (þ.e. spáða verðbólgu 2005:3 og 2006:3). Framsetning verðbólguþáringar Seðlabankans skilst best með því að skoða myndir 1 og 2 saman. Í raun er reiknuð líkindadreifing verðbólgu fyrir hvern þeirra níu ársfjórðunga sem bankinn birtir spá yfir, eins og sýnd er í mynd 2. Mynd 1 sýnir síðan einfaldlega loftmynd af þessum níu líkindadreifingum.

Breidd líkindadreifingarinnar endurspeglar óvissu spáringarinnar: eftir því sem dreifingin er breiðari því meiri óvissa er um framvinduna.

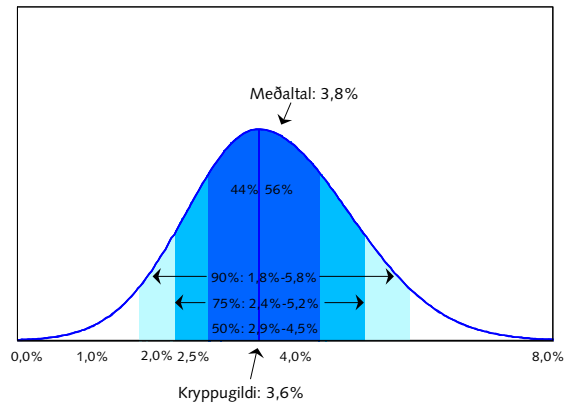
3. Þetta eru því í raun tvær hefðbundnar normaldreifingar hvor með sitt staðalfrávik sem eru endurskalaðar þannig að þær séu samfelldar í kryppugildinu og að tegrið undir samsetta þéttfallinu sé einn.

Mynd 2

Líkindadreifing verðbólguþáttar Seðlabankans
í Peningamálum 2004/4
Verðbólga 1 ár fram í tímann (2005:3)



Líkindadreifing verðbólguþáttar Seðlabankans
í Peningamálum 2004/4
Verðbólga 2 ár fram í tímann (2006:3)



Þetta sést t.d. á því að líkindadreifingin tvö ár fram í tímann er mun breiðari en dreifingin eitt ár fram í tímann þar sem óvissan eykst eftir því sem spáð er lengra fram í tímann. Þar sem svæðið undir kúrfunni verður ávallt að vera jafnt einum, endurspeglast aukin óvissa einnig í því að kúrfan verður lægri og flatari. Að lokum endurspeglast áhættumatið í lögun líkindadreifingarinnar: samhverft áhættumat endurspeglast í samhverfri líkindadreifingu en dreifingin verður skekkt sé óvissan talin meiri í aðra hvora áttina.

Í spá Seðlabankans í desember 2004 var talið að óvissa eitt ár fram í tímann væri samhverf, en að hún væri fremur upp á við tvö ár fram í tímann.⁴ Eitt ár fram í tímann var spáð 3,5% verðbólgu og þar sem áhættumatið var samhverft, samsvarar það einnig meðaltali spárinnar. Tvö ár fram í tímann var hins vegar talið líklegast að verðbólga yrði 3,6%. Þar sem dreifingin er skekkt upp á við var meðaltal spárinnar hins vegar 3,8%. Af þeim sökum liggja 56% líkindadreifingarinnar fyrir ofan kryppugildið en einungis 44% hennar fyrir neðan það. Fremur litlar líkur voru taldar á því að verðbólguþátturinn bankans næðist á tímabilinu miðað við þáverandi stýrivaxtastig. Þetta sést t.d. á því að einungis um 20% líkur voru á því að verðbólga yrði á bilinu 2-3% eftir eitt og tvö ár.

Mat á óvissuþáttum

Við mat á óvissu verðbólguþáttarinnar er reynt að leggja mat á óvissuna framundan í stað þess að framreikna einungis fyrri spáskekkjur. Horft er á undirliggjandi áhrifaþætti verðbólguþróunarinnar og metið hvort óvissa um þá sé meiri eða minni en sögulegar spáskekkjur eða sveiflur í þessum stærðum gefa til kynna. Jafnframt er lagt mat á það hvort óvissa þeirra sé meiri upp á við eða niður á við. Þessir þættir lúta m.a. að alþjóðlegri efnahagsþróun (t.d. útflutningi, olíuverði og almennu innflutningsverði), innlendri eftirspurn (t.d. einkaneyslu, fjárfestingu,

4. Matið á spáóvissunni gefur þannig möguleika á að reikna út líkur þess að verðbólga næstu tveggja ára verði á tilteknu bili, sbr. myndir 1 og 2 sem sýna t.d. að það voru taldar 50% líkur á að verðbólga eftir tvö ár yrði á bilinu tæplega 3-4,5% og tafla 7 í Peningamálum 2004/4 sem sýnir t.d. að taldar voru um 57% líkur á að verðbólga yrði á bilinu 1-4%, þ.e. innan þolmarka.

hinu opinbera, innflutningi, launaþróun og framleiðsluspennu) og þróun á fjármálamarkaði (t.d. gengi og hlutabréfaverði).

Við útreikning á óvissu verðbólguþrúarinnar er því einfaldlega horft til sveiflna í ofangreindum áhrifaþáttum og er staðalfrávik spárinnar vegið meðaltal þessara þátta, þar sem N er fjöldi undirþátta:

$$(4) \quad \sigma = \left(\frac{\sum_{i=1}^N \beta_i h_i \sigma_i}{\sum_{i=1}^N \beta_i \sigma_i} \right) \omega$$

þar sem ω er sögulegt staðalfrávik spáskekkja verðbólguþrúarinnar, σ_i er spáskekkja viðkomandi grunnþáttar og β_i mælir áhrif hvers undirþáttar á verðbólgu eitt og tvö ár fram í tímann. Stíkkinn h_i er skölunarþáttur þeirrar stærðar og er stærri en einn ef óvissa um grunnþáttinn er talin meiri en sögulegar spáskekkjur gefa til kynna (og því $\sigma > \omega$) og minni en einn ef óvissan er talin vera minni (og því $\sigma < \omega$). Sem dæmi má nefna að í undanförunum verðbólguþrúarinnar hefur Seðlabankinn talið að spáóvissan sé almennt séð minni en sögulegar spáskekkjur gefa til kynna vegna áhrifa spáskekkja á árinu 2001 þegar kerfisbreyting varð á fyrirkomulagi gengismála og saman fór veruleg gengislækkun krónunnar og tímabundin aukning verðbólgu.⁵

Í hvert skipti sem ný spá er gerð er lagt mat á helstu óvissuþætti spárinnar sem eru ósamhverfir, þ.e.a.s. leiða annaðhvort til meiri eða minni verðbólgu ef þeir ganga eftir. Út frá því fæst mat á ósamhverfni hvers undirþáttar, γ_i , og þannig mat á ósamhverfni líkindadreifingar verðbólguþrúarinnar í heild sem:⁶

$$(5) \quad \varphi = \sum_{i=1}^N \beta_i (m_i - \mu_i) = \sum_{i=1}^N \beta_i \varphi_i = \sqrt{2l\pi} \sum_{i=1}^N \beta_i h_i \sigma_i \left(\frac{1}{\sqrt{1-\gamma_i}} - \frac{1}{\sqrt{1+\gamma_i}} \right)$$

Sem dæmi má nefna að í síðustu verðbólguþrúarinnar Seðlabankans var óvissa sem tengdist gengis- og launaþróun, auðs- og lánaáhrifum á einkaneyslu og efasemdum um nægilegt aðhald í ríkisfjármálum talin vera upp á við (þ.e. γ_i fyrir þá þætti var stærra en 0) en á móti voru líkur á að eignaverð færi að gefa eftir þegar liði á spátímabilið (þ.e. γ_i fyrir þann þátt var minna en 0). Samanlagt varð áhættan því samhverf litið til eins árs en upp á við litið tvö ár fram í tímann.

Heimildir:

Blix, M., og P. Sellin (1998), „Uncertainty bands for inflation forecasting“, *Sveriges Riksbank Working Paper*, nr. 65.
 Britton, E., P. Fisher og J. Whitley (1998), „The Inflation Report projections: Understanding the Fan Chart“, *Bank of England Quarterly Bulletin*, febrúar 1998.
 Johnson, N. L., S. Kotz og N. Balakrishna (1994), *Continuous Univariate Distributions*, Vol. 1, New York: Wiley.

5. Gengi krónunnar verður þó líklega áfram einn helsti óvissuþáttur verðbólguþrúarinnar og ekki er hægt að útiloka stórar gengisbreytingar í framtíðinni. Hins vegar er hugsanlegt að áhrif tímabundinna gengisbreytinga á verðbólgu verði minni en þau voru þegar fastgengisstefna var við lýði.
 6. Tæknilega séð lýsa jöfnur (4) og (5) óvissu spárinnar eitt ár fram í tímann. Spáóvissan tvö ár fram í tímann verður jafnframt fyrir áhrifum spáóvissu eitt ár fram í tímann.

Viðauki 4

Hvaða kostir standa íbúðarkaupendum til boða um þessar mundir?

Þar til á síðasta ári sat Íbúðalánasjóður að mestu leyti einn að íbúðaveðlánamarkaðnum. Íbúðaveðlán sem aðrar fjármálastofnanir buðu voru ekki á samkeppnisfærum vöxtum og því aðeins viðbót við lán sem einstaklingar tóku hjá Íbúðalánasjóði og að nokkru leyti hjá lífeyrissjóðum. Eftir að fjármálafyrirtæki tóku að veita íbúðaveðlán á samkeppnisfærum vöxtum jukust möguleikar fólks til að fjármagna íbúðakaup til muna. Aukið framboð lánsfjár hefur sennilega átt stóran þátt í hækkun fasteignaverðs, en í febrúar hafði markaðsverð húsnæðis á landinu öllu hækkað um tæplega 20% á tólf mánuðum. Þær fjármálastofnanir sem veita íbúðaveðlán eru: Íbúðalánasjóður, Íslandsbanki hf., KB banki hf., Landsbanki Íslands hf., Netbankinn (nb.is), Frjálsi fjárfestingarbankinn, sparisjóðirnir og flestir lífeyrissjóðir.

Í ágústlok reið KB banki á vaðið með íbúðalán sem báru 4,4% verðtryggða vexti og voru þetta jafngreiðslulán að hámarki 80% af markaðsverði íbúðar. Síðan fylgdu hinir viðskiptabankarnir í kjölfarið auk sparisjóðanna og Íbúðalánasjóðs. Bankarnir buðu lægri vexti hver í takt við annan og eru föstu verðtryggðu vextirnir nú 4,15% hjá þeim öllum. Auk þess sem vextir lækkuðu voru reglur um veðhlutfall rýmkðar. Lánin geta að hámarki numið frá 80% til 100% af markaðsverði eignar. Lánstíminn er sveigjanlegri en hjá Íbúðalánasjóði, eða frá 5 árum til 40 ára. Í öllum tilfellum er fyrsti veðréttur enn skilyrði fyrir 100% láni og eru vextirnir ýmist fastir eða með endurskoðunarákvæði á fimm ára fresti. Í flestum tilfellum þarf einstaklingur að vera viðskiptavinur viðkomandi bankastofnunar en Frjálsi fjárfestingarbankinn gerir ekki kröfu um slíkt.¹

Fyrir utan veðrými eignar og greiðslugetu viðskiptavinar eru almennt engin hámark á þeim lánum sem bankarnir veita.² Undantekning frá þessu er ef veðhlutfall er hærra en 80%. Hámark á lánum með veðhlutfall frá 80% til 100% er 25 milljónir króna og eru lán með svo hátt veðhlutfall einungis veitt til íbúðarkaupa.

Bankarnir bjóða einnig lán sem eru gengisbundin, svokölluð myntkórfulán og blönduð lán í erlendum myntum og íslenskum krónum. Lánin eru bundin í nokkrum gjaldmiðlum og eru þau helst veitt í Bandaríkjadöllum, evrum, svissneskum frönskum og japönskum jenum. Þessi lán bera breytilega vexti sem reiknast sem álag á 3 mánaða LIBOR vexti og taka lántakendur því bæði vaxta- og gengisáhættu.

Í desember síðastliðnum gengu Íbúðalánasjóður og sparisjóðirnir frá samkomulagi um að bjóða íbúðalán saman sem gerði það að

1. Til að skilgreinast sem viðskiptavinur banka þarf viðkomandi að vera með ýmist alla eða þrjá af eftirfarandi þjónustupáttum: launareikning, greiðsluþjónustu, greiðslukort, viðbótarlífeyrissparnað og/eða ýmis konar persónuþryggingar.

2. Viðskiptavinir þurfa í öllum tilfellum að fara í greiðslumat hjá viðkomandi viðskiptastofnun.

verkum að í sameiningu gátu þeir boðið mun rýmri upphæðir að láni. Íbúðalánasjóður lánaði því upp frá því samkvæmt reglum sínum um hámarkslán og sparisjóðirnir sáu um að lána viðbótarfjárhæð.

Lífeyrissjóðirnir eru einnig farnir að bjóða lán til íbúðakaupa og eru þau eingöngu veitt til sjóðfélaga í viðkomandi lífeyrissjóði. Lánin hafa að jafnaði sama lánstíma og lánin sem bankarnir eru að bjóða en eru ekki veitt nema upp að 60-65% af markaðsvirði húseignar. Lánsupphæðir lífeyrissjóðslána eru mun lægri en lánsupphæðir banka og viðskiptastofnana vegna þessa lága láns hlutfalls og getur lánið ekki farið yfir 85-100% af brunabótamati fasteignar. Vextirnir sem bjóðast á þeim eru nokkru hærri en bjóðast hjá bönkunum eða 4,15-4,33%. Þrír stærstu sjóðirnir eru meðal þeirra sem teknir eru sem dæmi í töflu hér að neðan.

Öll þau lán sem bjóðast nú til íbúðakaupa eru með 1,5% stimpilgjaldi og þinglýsingargjaldi sem er að upphæð 1.200 - 1.350 krónur og renna þessar upphæðir óskiptar í ríkissjóð.

Í eftirfarandi töflu má sjá lánamöguleika sem í boði eru um þessar mundir. Af töflunni er ljóst að möguleikarnir eru margir.

Yfirlit um lánamöguleika

Lánamöguleikar	Íbúðalán 1	Íbúðalán 2	Íbúðalán 3	Íbúðalán 4	Íbúðalán 5	Íbúðalán 6	Íbúðalán 7
Veðhlutfall	100% af markaðsvirði	100% af markaðsvirði	100% af markaðsvirði	100% af markaðsvirði	90% af markaðsvirði	90% af markaðsvirði	90% af markaðsvirði eða bygg-ingarkostnaði
Hámarkslán	25 milljónir	Hámark 130% af brunabótamati og lóðarmati samanlagt	Engin hámarksupphæð	Engin hámarksupphæð	25 milljónir	25 milljónir	14,9 milljónir (innan við 100% af brunabótamati)
Veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur ekki skilyrði	1. veðréttur ekki skilyrði	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur
Vextir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	Breytilegir, háðir veðrétti í boði	Breytilegir gengistryggðir. Blanda af ISK og erl. myntum	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir
Lánsform	Jafnar afborganir	Val	Val	Val	Jafngreiðslulán	Jafngreiðslulán	Jafngreiðslulán
Lánstími	5-40 ár	5-40 ár	Allt að 40 ár	Allt að 40 ár	25 eða 40 ár	25 eða 40 ár	20, 30 eða 40 ár
Endurskoðunar-ákvæði	Já (vextir endurskoðaðir á 5 ára fresti)	Já	Já (álag endurskoðað á 5 ára fresti)	Já (álag endurskoðað á 5 ára fresti)	Nei	Já (vextir endurskoðaðir á 5 ára fresti)	Nei
Endur-fjármögnun	Nei	Nei	Já (einnig hentugt til endurbóta og skuldbreytingar óhagstæðari lána)	Já (einnig hentugt til endurbóta og skuldbreytingar óhagstæðari lána)	Nei	Nei	Já (hentar til endurbóta og nýbygginga)
Uppgreiðslugjald	2%	2%	Nei	2%	2%	2%	Nei
Lántökugjald	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

Lánamöguleikar	Íbúðalán 8	Íbúðalán 9	Íbúðalán 10	Íbúðalán 11	Íbúðalán 12	Íbúðalán 13	Íbúðalán 14
Veðhlutfall	90% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði
Hámarkslán	25 milljónir	Engin hámarks-upphæð	Engin hámarks-upphæð	Engin hámarks-upphæð	25 milljónir sé tekið 20% viðbótarlán	25 milljónir ef tekið er viðbótarlán	Engin hámarks-upphæð
Veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur ekki skilyrði	1. veðréttur ekki skilyrði	1. veðréttur ekki skilyrði	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur
Vextir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	Óverðtryggðir, breytilegir	5-6% breytilegir, háðir veðhlutfalli	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir
Lánsform	Jafngreiðslulán	Jafngreiðslulán	Jafnar afborganir	Jafngreiðslulán	Jafngreiðslulán	Jafngreiðslulán	Jafngreiðslulán
Lánstími	20-40 ár	5-40 ár	5-40 ár	5-40 ár	Allt að 40 ár	25 eða 40 ár	5-40 ár
Endurskoðunar-ákvæði	Nei	Já (vextir endurskoðaðir á 5 ára fresti)	Já (álag endurskoðað á 5 ára fresti)	Já	Nei	Nei	Nei
Endurfjármögnun	Já	Já	Já	Já	Nei	Já	Já
Uppgreiðslugjald	Nei	2%	2%	Nei	2%	2%	2%
Lántökugjald	1%	1%	1%	1-2% (háð veðhlutfalli)	1%	1%	1%

Lánamöguleikar	Íbúðalán 15	Íbúðalán 16	Íbúðalán 17	Íbúðalán 18	Íbúðalán 19	Íbúðalán 20	Íbúðalán 21
Veðhlutfall	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði	80% af markaðsvirði
Hámarkslán	Engin hámarks-upphæð	10,1 milljón (innan við 100% af brunabótamati)	Engin hámarks-upphæð	Engin hámarks-upphæð	Engin hámarks-upphæð	Engin hámarks-upphæð	Engin hámarks-upphæð
Veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur ekki skilyrði	1. veðréttur
Vextir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	Breytilegir, háðir veðhlutfalli 50% ISK og 50% erl. myntir	Breytilegir, háðir veðhlutfalli frá 2,67%. Myntkarfa	4,15% fastir og verðtryggðir	Óverðtryggðir, 50% ISK og 50% erl. myntir	Fastir 4,7-6,7%
Lánsform	Val	Jafngreiðslulán	Jafnar afborganir	Jafnar afborganir	Jafngreiðslulán	Jafnar afborganir	Jafnar afborganir
Lánstími	5-40 ár	25 eða 40 ár	Allt að 40 ár	Allt að 40 ár	5-40 ár	5-40 ár	Allt að 40 ár
Endurskoðunar-ákvæði	Já	Nei	Já (álag endurskoðað á 5 ára fresti)	Já (álag endurskoðað á 5 ára fresti)	Já	Já (álag endurskoðað á 5 ára fresti)	Nei
Endurfjármögnun	Já	Já	Já	Já	Já	Já	Já
Uppgreiðslugjald	2% (fellur niður ef vextir breytast)	Nei	Nei	Nei	2%	Nei	0,2% fyrir hvert ár sem eftir er af lánstíma
Lántökugjald	1%	1%	1-2%	1-2%	1%	1%	1-2%

Lánamöguleikar	Íbúðalán 22	Íbúðalán 23	Íbúðalán 24	Íbúðalán 25	Íbúðalán 26	Íbúðalán 27	Íbúðalán 28
Veðhlutfall	80% af markaðsvirði	70% af markaðsvirði	65% af markaðsvirði	65% af markaðsvirði	65% af markaðsvirði	65% af markaðsvirði	65% af fasteignamati eða solumati (allt að 85% af brunabótamati)
Hámarkslán	Engin hámarks-upphæð	Engin hámarks-upphæð (allt að 100% af brunabótamati)	Ekki tekið fram	Engin hámarks-upphæð (allt að 100% af brunabótamati)	Engin hámarks-upphæð (allt að 100% af brunabótamati)	Ekki tekið fram	Engin hámarks-upphæð
Veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur	1. veðréttur
Vextir	4,15% fastir og verðtryggðir	Breytilegir, gengistryggðir (háð veðhlutfalli) USD 30%, EUR 40%, CHF 20%, JPY 10%	4,33% breytilegir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,26% breytilegir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir
Lánsform	Jafngreiðslulán	Ekki tekið fram	Val	Val	Val	Val	Val
Lánstími	5-40 ár	Allt að 40 ár	5-40 ár	5-40 ár	5-40 ár	5-40 ár	5-40 ár
Endurskoðunar-ákvæði	Já	Já (álag breytist á 3 mánaða fresti)	Já	Nei	Já	Nei	Nei
Endurfjármögnun	Já	Já	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei
Uppgreiðslugjald	2%	2%	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei
Lántökugjald	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

Lánamöguleikar	Íbúðalán 29	Íbúðalán 30	Íbúðalán 31	Íbúðalán 32
Veðhlutfall	65% af fasteignamati eða solumati (allt að 85% af brunabótamati)	20% af markaðsvirði	20% af markaðsvirði	20% af markaðsvirði
Hámarkslán	Engin hámarks-upphæð	Engin hámarks-upphæð	25 milljónir sé tekið 80% lán	25 milljónir
Veðréttur	1. veðréttur	2. veðréttur	2. veðréttur	2. veðréttur
Vextir	4,15% breytilegir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir	4,15% fastir og verðtryggðir
Lánsform	Val	Jafngreiðslulán	Jafngreiðslulán	Val
Lánstími	5-40 ár	10 ár	Allt að 15 ár	Allt að 15 ár
Endurskoðunar-ákvæði	Já	Nei	Nei	Já
Endurfjármögnun	Nei	Já	Nei	Nei
Uppgreiðslugjald	Nei	Nei	Nei	Nei
Lántökugjald	1%	1%	1%	1%

Viðauki 5

Raungengi í sögulegu og alþjóðlegu ljósi

Gengi krónunnar hefur mikil áhrif á íslenskan þjóðarbúskap, því að það hefur bein áhrif á verðlag innfluttrar og útfluttrar vöru og þjónustu. Samanlagt verðmæti út- og innflutnings hefur undanfarin ár numið um 75-80% af landsframleiðslu. Raungengi má skilgreina sem hlutfallslega þróun verðlags eða launakostnaðar á einingu í heimalandi annars vegar og viðskiptalöndunum hins vegar frá tilteknu grunnári og mælt í sama gjaldmiðli.¹ Raungengi er jafnan sýnt sem vísitala. Hækkun raungengis felur í sér að verðlag eða launakostnaður hér á landi hafi hækkað meira en í viðskiptalöndunum, að teknu tilliti til gengisbreytinga, þ.e.a.s. samkeppnisstaða innlendra aðila hefur versnað. Útflytjendur og innlendir framleiðendur sem keppa við innflutning þurfa annaðhvort að hækka verð á afurðum sínum eða sætta sig við minni hagnað. Í fyrra tilfellinu veldur það tapi á markaðshlutdeild til erlendra aðila, en í hinu seinna dregur úr hagnaði þeirra miðað við erlenda aðila og samkeppnisstaða þeirra veikist til lengri tíma litið.

Náinn skyldleiki er á milli raungengishugtaksins og kenningarinnar um kaupmáttarjafnvægi (e. purchasing power parity), sem er í raun lögmálið um eitt verð - eitt af lykillögmálum hagfræðinnar - í samhengi alþjóðaviðskipta. Samkvæmt kenningunni ættu sveiflur í raungengi að vera litlar og skammvinnar, því að í umhverfi frjálsra viðskipta og samkeppni stenst ekki til lengdar að sams konar vara sé seld á mismunandi verði í ólíkum löndum. Til lengri tíma litið ætti verðmunur á milli landa að jafnast út, mældur í sömu mynt, því að annars væri hægt að hagnast ótakmarkað á því að kaupa vöru í því landi þar sem hún er ódýrari og selja hana í landi þar sem hún er dýrari. Í reynd valda flutningskostnaður, viðskiptahöft og annar viðskiptakostnaður því að óraunhæft er að ætla að fullkomin kaupmáttarjöfnun ríki. Því er eðlilegra að miða við afstæða framsetningu kenningarinnar sem segir að beint samband sé á milli verðlagsbreytinga í mismunandi löndum að teknu tilliti til gengisbreytinga, flutningskostnaðar, viðskiptakostnaðar, viðskiptahindrana, mismunandi skattlagningar á vöru og þjónustu milli landa, og annarra þeirra þátta sem skýra „eðlilegan“ verðmun á milli landa. Jafnvel þessi veikari útgáfa kenningarinnar kemur þó illa heim og saman við raunveruleikann. Miklar sveiflur hafa átt sér stað í raungengi flestra landa. Í sumum tilfellum virðist jafnvel vera um langvarandi leitni í raungengi að ræða, sem gengur þvert á kenninguna, en skýra má með svokölluðum Balassa-Samuelsson-áhrifum (sjá síðar). Flestir hagfræðingar eru þó þeirrar skoðunar að kenningin gildi þegar til lengri tíma er litið og birtist það í ákveðinni meðaltalshneigð yfir lengri tímabil, þótt frávik frá jafnvægisraungengi (langtímajafnvægi) séu bæði stór og langvarandi.

1. Stundum er raungengi einnig skýrt sem hlutfallslegt verð heimavöru og samkeppnisvöru.

Raungengi á Íslandi hefur hækkað mikið frá því að það var í sögulegu lágmarki síðla árs 2001. Hlutfallslegt neysluverðlag er það sem af er þessu ári u.þ.b. 35% hærra en á fjórða ársfjórðungi árið 2001 og hlutfallslegur launakostnaður 51% hærri. Eftir þessa hækkun er raungengi orðið 18% hærra en meðalraungengi sl. tíu ára og farið að nálgast fyrri hátoppa á níunda áratugnum. Ýmsar ástæður liggja að baki hækkunar raungengis undanfarin ár. Ólíkt raungengishækkun fyrri ára stafar hún fyrst og fremst af hækkun nafngengis krónunnar. Þar hafa stóriðjuframkvæmdir og hækkun stýrivaxta Seðlabankans haft veruleg áhrif, en undanfarna mánuði má ætla að aukin eftirspurn eftir innlendum afurðum, sem kemur fram í hækkun útflutningsverðs, hafi einnig ýtt undir styrkingu krónunnar. Fyrir utan hækkun nafngengis hefur verðbólga hér á landi og hækkun launakostnaðar verið meiri en í helstu viðskiptalöndum. Gangi spár eftir mun neysluverðlag á þessu ári t.d. hafa hækkað um 14% frá árinu 2001 á Íslandi en um 6,5% í viðskiptalöndunum. Hins vegar hefur mikil framleiðniaukning dregið úr áhrifum aukins launakostnaðar á hækkun raungengis á mælikvarða launa. Þannig eykst framleiðni á Íslandi um 12% á sama tímabili, en um 6% í viðskiptalöndunum. Raungengi á þennan kvarða hækkaði því ekki eins mikið, þrátt fyrir að launakostnaður ykist 13,5 prósentum meira en í viðskiptalöndunum.

Fyrir því má færa rök að aukin framleiðni í samkeppnisgreinum (e. traded goods sector) sé varanleg breyting sem leiði til þess að jafnvægi kunni að myndast við herra hlutfallslegt verðlag en áður.² Leitni í raungengi af þessu tagi, oft kennd við Balassa og Samuelsson, stafar af því að framleiðniþróun er til muna hægari í heimageiranum (e. non-traded goods sector) þar sem erlendar samkeppni gætir síður. Ef þjónustugeirinn, þar sem lítillar erlendar samkeppni gætir, stækkar hlutfallslega með aukinni velmegun og vegur þungt í einkaneyslu og vísitölu neysluverðs getur komið fram umtalsverð leitni í raungengistímaröðum sem reiknaðar eru út frá neysluverðsvísitölum. Þessi hækkun á raungengi felur hins vegar ekki endilega í sér breytingu á samkeppnisstöðu.

Aukin framleiðni í samkeppnisgreinum kann að hafa leitt til einhverrar hækkunar jafnvægisraungengis, þótt afar ósennilegt sé að það geti verið jafnhátt og það er nú. Mikill viðskiptahalli bendir til þess að ólíklegt sé að raungengi haldist svo hátt til lengdar, ef gengisþróunin er skoðuð út frá sjónarhóli þjóðhagslegs jafnaðar.³ Því má gera ráð fyrir að nafn- og raungengi muni lækka á ný þegar dregur úr því lánsfjárrinnstreymi sem nauðsynlegt er til að fjármagna svo mikinn viðskiptahalla. Í ljósi þeirra sviptinga sem verða í þjóðarbúskapnum á næstu árum er líklegra að að-lögunin verði með lækkun á nafngengi krónunnar, fremur en með hægfara aðlögun, sem fælist í því að innlend verðbólga og launakostnaður hækkaði minna en í viðskiptalöndunum yfir langt tímabil.

2. Hugtakið samkeppnisgreinar er hér notað bæði yfir fyrirtæki sem flytja út og hin sem fyrst og fremst keppa við innflutta vöru og þjónustu. Oft er hugtakið aðeins notað yfir hið síðarnefnda.

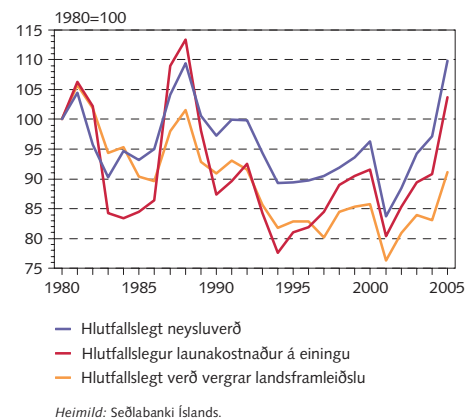
3. Með öðru hugtaki jafnvægisraungengis er raungengið skoðað út frá innri og ytri jöfnuði þjóðarbúsins (e. macroeconomic balance approach). Jafnvægisraungengi er þá skilgreint sem það raungengi sem tryggir samtímis ytri (sjálfbæran viðskiptajöfnuð) og innri jöfnuð (atvinnustig sem samrýmist stöðugri verðbólgu) í þjóðarbúskapnum. Um hin mismunandi hugtök jafnvægisraungengis er fjallað í grein Arnórs Sighvatssonar (2000).

Hér á landi hafa reglulega verið reiknaðir þrjú mælikvarðar á raungengi. Þessir þrjú raungengismælikvarðar sýna yfirleitt svipaða þróun til lengri tíma litið, þótt frávik eigi sér stað á einstökum tímabilum. Þegar hefur verið getið um hlutfallslegt neysluverðlag og launakostnað á einingu. Þriðja aðferðin er að nota verðvísitölu vergrar landsframleiðslu í stað neysluverðlags. Hver mælikvarði fyrir sig hefur bæði kosti og galla. Verðlag landsframleiðslu er breiðari mælikvarði á verðlag en vísitala neysluverðs, sem er að vissu leyti kostur. Tekið er tillit til allrar vöru og þjónustu sem framleidd er hér á landi eða flutt inn. Sem mælikvarði á samkeppnisstöðu getur raungengi þannig reiknað hins vegar gefið misvísandi skilaboð, því ekki er gerður greinarmunur á hlutfallslegum kostnaði eða verðlagi og viðskiptakjörum. Þar sem utanríkisviðskipti hafa tilhneigingu til að vera sérhæfð, byggð á hlutfallslegri hagkvæmni, mæla verðvísitölur landsframleiðslu ósamþærilega hluti. Þannig vegur fiskverð þungt í íslensku landsframleiðslunni, en ekki í landsframleiðslu viðskiptalandanna. Hækkun fiskverðs, sem að öðru óbreyttu felur í sér betri viðskiptakjör, leiðir t.d. til þess að verðlag landsframleiðslu hækkar á Íslandi og þar með mælt raungengi. Samkeppnisstaða virðist því hafa versnað, þótt staða a.m.k. sjávarútvegsfyrirtækja þurfi ekki að hafa breyst eða gæti jafnvel hafa batnað. Á mynd 1 má sjá að þrátt fyrir mismunandi aðferðafræði og galla gefur raungengi miðað við verðlag landsframleiðslu svipaða niðurstöðu og raungengi miðað við neysluverðlag.

Raungengi miðað við laun mælir þróun launakostnaðar á framleidda einingu hér á landi og erlendis. Auk launa- og gengisbreytinga hafa framleiðnibreytingar áhrif á þennan mælikvarða. Hann er ólíkur fyrrgreindum mælikvörðum á raungengi að því leyti að hann tengist ekki beint kenningunni um kaupmáttarjafnvægi. Því á síður við að nota þennan kvarða þegar fjallað er um jafnvægisraungengi í lengri tíma samhengi. Breytingar á hlutfallslegum launakostnaði á einingu gefa vísbendingu um afkomu fyrirtækja og samkeppnisstöðu þeirra. Í fyrra var raungengi þannig reiknað að meðaltali svipað og á árunum 1999 og 2000, en 7% hærra en það var að meðaltali sl. tíu ár og 2% hærra en sl. tuttugu ár. Að því gefnu að gengi krónunnar haldist stöðugt það sem eftir er ársins og launaþróun verði eins og í spá Seðlabankans má áætla að raungengi miðað við launaþróun ársins 2005 verði 19% hærra en það var að meðaltali sl. tíu ár og tæplega 15% hærra en sl. tuttugu ár.

Mynd 1 sýnir þróun framangreindra þriggja raungengisvísitalna fyrir tímabilið 1980-2006. Eins og sést eru verulegar sveiflur í öllum þessum vísitölum. Myndin sýnir að raungengi var töluvert lægra árin 2001 og 2002 á alla þrjú mælikvarðana en nokkru sinni áður á tímabilinu frá 1980. Haldist gengi krónunnar jafnhátt út árið 2005 yrði raungengi hins vegar svipað og toppárið 1988 ef miðað er við neysluverðlag, en nokkru lægra miðað við hina kvarðana.⁴ Nærtækt er að bera raungengið um þessar mundir saman við sögulegt meðaltal undanfarinna ára og fyrri hámark. Ekki er þó víst að sögulegt meðaltal eða fyrri hámark gefi fyllilega rétta vísbendingu um líklegar breytingar

Mynd 1
Þrjú mismunandi mælikvarðar á raungengi
1980-2005

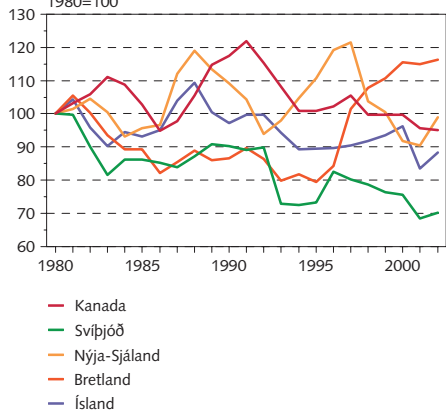


4. Það sem af er ári hefur raungengi á mælikvarða hlutfallslegs neysluverðlags þó verið 5% lægra en þegar það náði hámarki á fyrsta ársfjórðungi árið 1988.

Mynd 2
Raungengissveiflur í nokkrum löndum
1980-2002

Miðað við hlutfallslegt neysluverð

1980=100



Heimild: Seðlabanki Íslands.

á raungengi í átt að langtímaþvægi. Í fyrsta lagi var dregið verulega úr viðskiptahindrunum á tíunda áratugnum og því má færa rök fyrir því að jafnvægisraungengi hafi þess vegna lækkað og sveiflur minnkað, vegna þess að heimageirinn, sem ekki verður fyrir erlendri samkeppni, minnkar hlutfallslega.^{5,6} Einnig er mögulegt að auknar hreinar skuldir þjóðarinnar hafi leitt til lækkunar. Því hefur á hinn bóginn verið haldið fram að horfur á auknum útflutningi og góð ávöxtun erlendrar fjárfestingar hafi leitt til þess að jafnvægisraungengi hafi hækkað. Um þetta er í reynd erfitt að fullyrða.

Í ljósi þess hve raungengi hefur hækkað mikið er eðlilegt að ýmsir velti því fyrir sér hvort hér sé um eðlilegt ástand að ræða, eða hvort sveiflur raungengis á Íslandi séu meiri en í öðrum löndum. Mynd 2 sýnir raungengissveiflur í nokkrum löndum sem líkt og Ísland búa við verðbólguþröskulmíð. Eins og sjá má hefur raungengi sveiflast talsvert mikið í flestum þeirra. Í töflu 1 hér fyrir neðan sjáum við hæsta og lægsta gildi raungengis nokkurra landa undanfarin 25 ár (1980 = 100). Í Evrópulöndunum sem sýnd eru í töflunni hefur raungengi sveiflast meira á undanförunum 25 árum heldur en á Íslandi. Í Kanada og Nýja-Sjálandi hafa raungengissveiflur á þessu sama tímabili verið svipaðar og á Íslandi.

Tafla 1 Yfirlit yfir hæsta og lægsta raungengi í nokkrum löndum síðan 1980

Land	Hæsta gildi	Lægsta gildi	Munur (%)	Staðal-frávik (%)	Verðmæti út- og inn-flutnings (% af VLF)
Austurríki	106	70	52	11	105
Bandaríkin	131	73	79	18	25
Bretland	116	80	46	12	55
Ísland	109	84	31	6	80
Kanada	122	95	28	7	80
Noregur	156	100	56	14	70
Nýja-Sjálaland	121	90	34	9	60
Sviss	158	100	58	16	85
Svíþjóð	100	69	46	9	85

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF), EcoWin, heimasíður erlendra seðlabanka og Seðlabanki Íslands.

Mestur munur er á hæsta og lægsta raungengi í Bandaríkjunum. Vegna þess að vægi utanríkisviðskipta í bandaríska þjóðarbúskapnum er tiltölulega lítið (sjá töflu 1) hafa sveiflur í gengi dalsins hins vegar mun minni áhrif á bandarísk heimili og fyrirtæki, sem flest framleiða eingöngu fyrir heimamarkað.

Heimildir:

Arnór Sighvatsson (2000), „Jafnvægisraungengi krónunnar: Er það til?“, *Fjármála-tíðindi*, 47. árgangur, 5-22.

Bravo-Ortega, C., og J. di Giovanni (2005), „Remoteness and Real Exchange Rate Volatility“, *IMF Working Paper*, WP/05/1.

- Er þá gengið út frá því að viðskiptahöft hafi verið meiri á Íslandi en í helstu viðskiptalöndum.
- Nýlega birtu tveir hagfræðingar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins grein þar sem könnuð voru áhrif viðskiptakostnaðar á sveiflur í raungengi. Þeir sýna fram á að hærri viðskiptakostnaður leiði til stærri heimageira (sem ekki verður fyrir samkeppni erlendra aðila) og að það leiði til meiri raungengissveiflna, Bravo-Ortega og di Giovanni (2005).

Vaxtahækkunir og gengisstyrking

Seðlabanki Íslands hækkaði stýrivexti um eina prósentu í byrjun desember og aftur um hálfu prósentu í febrúar. Gengi krónunnar hækkaði í kjölfarið og fór vísitala gengisskráningar niður fyrir 110 í febrúar en hafði verið nærri 120 síðari hluta nóvember. Aðrir vextir hækkuðu einnig en ávöxtun ríkisvixla virðist þó lúta öðrum lög-
málum, a.m.k. um sinn. Um áramótin hætti Seðlabankinn kaupum á gjaldeyri til að styrkja gjaldeyrisforða sinn en hélt áfram kaupum vegna þarfa ríkissjóðs fyrir gjaldeyri. Hlutabréfaverð tók að rísa á ný upp úr áramótum. Skuldabréfamarkaður var liflegur í desember, dofnaði í janúar en lifnaði síðan við á ný um miðjan febrúar.

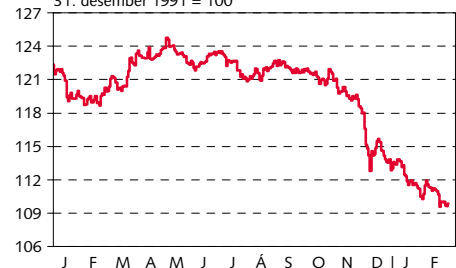
Gengi krónunnar styrktist í kjölfar vaxtahækkunar í desember ...

Seðlabanki Íslands tilkynnti um hækkun stýrivaxta um eina prósentu 2. desember 2004. Helstu ástæður fyrir svo mikilli hækkun stýrivaxta voru að þensla á íbúðamarkaði hafði vaxið verulega í kjölfar aukinnar samkeppni á lánamarkaði og að framkvæmdum við stóriðju hafði verið flýtt og þær auknar. Verðbólguhorfur höfðu því versnað. Umfang hækkunarinnar kom nokkuð á óvart þótt væntingar hefðu verið um hækkun vaxta á gjaldeyrismarkaði dagana fyrir tilkynninguna. Gengið styrktist skarpt eftir vaxtahækkunina og lækkaði síðan nokkuð áður en það tók að hækka á ný. Í janúar og febrúar hélt gengið áfram að styrkjast. Auk meiri vaxtamunar við útlönd stuðluðu jákvæðar fréttir af aflabrogðum, erlendri fjárfestingu og breyttu lánshæfismati að styrkingunni en ekki varð séð að neikvæðar fréttir, t.d. fréttir um vöruskiptajöfnuð við útlönd, hefðu merkjanleg áhrif. Í byrjun febrúar snerist þróunin við um skamma hríð en sótti skömmu síðar í sama farið á ný. Í lok febrúar var vísitala gengisskráningar á svipuðu róli og í byrjun júní 2000, þ.e. skömmu eftir að gengið náði hæsta gildi. Þróun vísitölu gengisskráningar má sjá á mynd 1.

...og aftur í febrúar

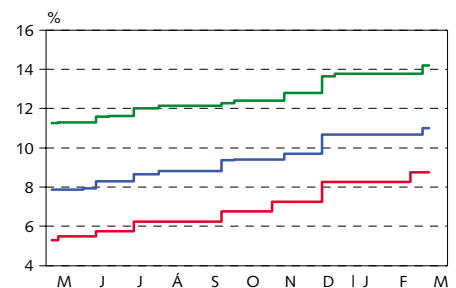
Stýrivextir voru aftur hækkaðir um hálfu prósentu 18. febrúar 2005 samhliða því að Seðlabankinn birti greinargerð til ríkisstjórnar eftir að verðbólga rauf þolmörk peningastefnunnar sem tilgreind voru í sameiginlegri yfirlýsingu Seðlabankans og ríkisstjórnarinnar í mars 2001. Hækkunin hafði tafarlaus áhrif á gengi krónunnar, jafnvel þótt spár greiningadeilda bankanna bentu til þess að markaðurinn vænti vaxtahækkunar. Á tímabilinu frá 24. nóvember til 28. febrúar lækkaði vísitala gengisskráningar alls um rúmlega 8%. Um alllangt skeið hafa ríkt væntingar um styrkingu íslensku krónunnar vegna stórfamkvæmda á Austurlandi og í tengslum við stækkun Norðurláts. Þar af leiðandi hafa íslensk fyrirtæki getað búið sig undir þessarar aðstæður og stærstu fyrirtækin hafa haft uppi viðamiklar gengisvarnir sem til þessa virðast hafa haldið. Það sem ekki varð þó séð jafn vel fyrir var mikil veiking Bandaríkjadals á alþjóðlegum mörkuðum undir lok ársins og fyrstu dagana í janúar. Gengi evru gagnvart Bandaríkjadal fór í 1,3667 hinn 30.

Mynd 1
Gengisskráningarvísitala
Daglegar tölur 5. janúar 2004 - 1. mars 2005
31. desember 1991 = 100



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Hækkun bankavaxta og stýrivaxta
1. maí 2004 - 1. mars 2005



— Överðtryggðir kjörvextir banka
— Meðalvextir överðtryggðra skuldabréfalána banka
— Stýrivextir Seðlabankans

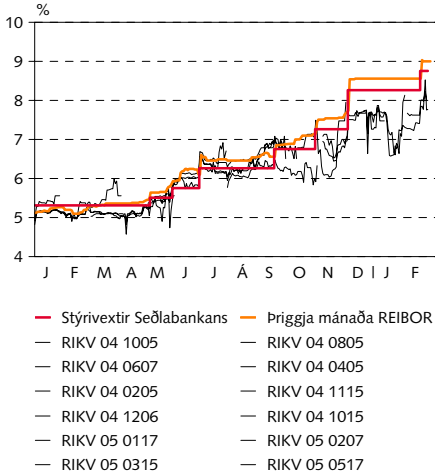
Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 4. mars 2005.

Mynd 3

Ávöxtun ríkisvixla og þriggja mánaða REIBOR og stýrivextir Seðlabankans

Daglegar tölur 5. janúar 2004 - 1. mars 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

desember en 20. nóvember var það við 1,3. Í janúar og febrúar gekk þessi þróun til baka að nokkru en 4. mars var gengið komið í 1,32 á ný. Ástæður þessa eru einkum mikill fjárlagahalli og viðskiptahalli í Bandaríkjunum og má ætla að lítill hagvöxtur á evrusvæðinu hafi heldur hamlað frekari veikingu Bandaríkjadals en hitt, auk þess sem seðlabankar margra Asíulanda hafa keypt Bandaríkjadali fyrir háar fjárhæðir á undanförunum árum og hafa ekki snúið baki við honum þrátt fyrir verðlækkun hans.

Vextir hækkuðu einnig í kjölfar aðgerða Seðlabankans

Í kjölfar vaxtahækkana Seðlabankans hækkuðu vextir á millibankamarkaði samsvarandi og bankavextir hækkuðu einnig að mestu í takti við hækkanir Seðlabankavaxta. Frá maí 2004 þegar Seðlabankinn hóf núverandi hækkunarferli hafa útlánsvextir banka þó ekki hækkað jafn mikið og Seðlabankavextirnir eins og sjá má á mynd 2. Ávöxtun ríkisvixla hefur ekki hækkað eins og stýrivextir síðan Seðlabankinn hækkaði vexti sína í desember. Ekki náðist lágmarksfjárhæð í útboði ríkisvixla 30. desember 2004 og því var framboð þeirra af skornum skammti sem leiddi til heldur hærra verðs á markaði en áður. Því myndaðist nokkurt bil á milli ávöxtunar ríkisvixla og ávöxtunar á millibankamarkaði en allajafna hefur verið góð fylgni þar á milli sbr. mynd 3. Vextir á millibankamarkaði fyrir lán í krónum hafa þróast í takti við vaxtabreytingar Seðlabankans eins og vænta mátti. Í desember örlaði á óróa á markaði vegna hreyfinga sem tengdust lausafjárstýringu Íbúðalánasjóðs. Þar skorti nokkuð á gegnsæi og því urðu óvæntar hreyfingar á markaði auk þess sem erfitt var að skýra skrykkjótta vaxtamyndun.

Rammagrein 1
Yfirlit gjaldeyrismarkaðar 2004

Í töflu 1 eru helstu kennitölur gjaldeyrismarkaðar árin 2001-2004. Eins og sjá má hefur gengi krónu verið nokkuð sveiflukennt síðastliðin ár, bæði til styrkingar og veikingar. Inn á milli hafa komið alllögng skeið gengisstöðugleika. Gengi Bandaríkjadals gagnvart krónu hefur lækkað mikið frá því að það varð hæst undir lok ársins 2001 og stafar það að hluta af lækkun dals á erlendum mörkuðum. Seðlabankinn seldi gjaldeyri til markaðsaðila á árinu 2001 en keypti gjaldeyri á árunum 2002 til 2004.

Tafla 1 Yfirlit gjaldeyrismarkaðar 2001-2004

	Velta (m.kr.)	Meðal- Velta Sí (m.kr.)	Meðal- velta á dag (m.kr.)	Gengisvísitala			Gengi evru gagnvart í lok árs	Gengi dals gagnvart í lok árs
				Í lok árs	Breyting yfir ár (%)	Styrk- ing/ veiking (%)		
2001	1.218.045	29.538	4.892	141,7985	17,35	-14,78	91,33	103,20
2002	834.444	4.528	3.378	124,8994	-11,92	13,53	84,71	80,77
2003	1.185.566	43.208	4.781	123,4179	-1,19	1,20	89,76	71,16
2004	948.249	27.228	3.763	113,0158	-8,43	9,20	83,51	61,19

Velta

Velta á gjaldeyrismarkaði á árinu 2004 var liðlega 948 ma.kr. sem er 237 ma.kr. minna en á árinu 2003. Velta var mest í desember, 173,6 ma.kr. Lítil velta var á gjaldeyrismarkaði í apríl, maí og júní og náði

enginn mánaðanna 50 ma.kr. veltu. Minnst var hún í maí, 41,9 ma.kr. Meðalvelta á dag þessa þrjá mánuði var um 2,3 ma.kr. Dagleg meðalvelta á árinu öllu var 3,8 ma.kr. sem er um 1 ma.kr. minna en á árunum 2003 og 2001 en um 400 m.kr. meira en á árinu 2002. Mest velta á einum degi á árinu 2004 án afskipta Seðlabankans var 19,3 ma.kr. 3. desember. Að meðtöldum kaupum Seðlabankans á 80 m. Bandaríkjadala 19. janúar varð heildarvelta þó ívið meiri, eða 19,6 ma.kr.

Engar breytingar urðu á umgjörð gjaldeyrismarkaðar á árinu 2004 og hefur markaðurinn nú í 2 ár búið við óbreytt skilyrði að því er varðar reglur og kvaðir markaðsaðila.

Krónan

Gengisvísitalan lækkaði um 8,43% og krónan styrktist um 9,2% á árinu sem er nokkur breyting frá árinu á undan. Seðlabankinn skráði gengisvísitöluna hæst þann 5. maí eða 124,7766 stig. Fyrstu 11 mánuði ársins var vísitalan fyrir ofan 118 stig og mestan hluta þess tíma á bilinu 120 til 123 stig. Lægst var vísitalan skráð 8. desember eða 112,7771 stig. Seðlabankinn hækkaði stýrivexti um 2,95 prósentur á árinu og hafði það áhrif á gjaldeyrismarkaðinn. Krónan styrktist skarpt í byrjun desember eftir að Seðlabankinn hækkaði stýrivexti um 1 prósentu.

Tafla 2 Gengisflókt 2001-2004

Staðalfrávik daglegra breytinga gagnvart krónu

Staðalfrávik (%)	Gengisvísitala	Bandaríkjadalur	Evra
2001	0,72	0,84	0,77
2002	0,46	0,56	0,54
2003	0,50	0,69	0,56
2004	0,35	0,58	0,39

Síðastliðið ár var á heildina lítið mjög rólegt á gjaldeyrismarkaði. Það sést á veltutölum framan af ári og á gengisflókti en það var með minnsta móti miðað við árin á undan. Daglegt gengisflókt mælt með staðalfrávikum daglegra breytinga hefur minnkað frá árinu 2003 og var minna en árið 2002 þegar horft er á gengisvísitöluna og evru en svipað og árið 2002 ef horft er á Bandaríkjadala. Dalurinn hefur sveiflast mikið á erlendum mörkuðum sl. mánuði sem endurspeglast í þessum tölum.

Vaxtabreytingar og gjaldeyrismarkaður

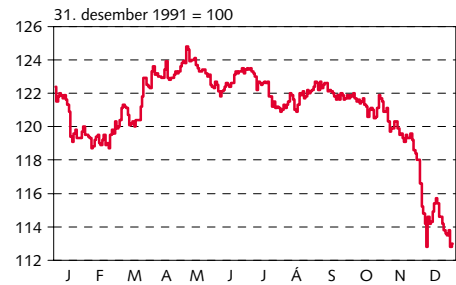
Stýrivextir Seðlabankans voru hækkaðir sex sinnum á árinu 2004. Mátti lesa úr skrifum bankans að vaxtahækkunar væru yfirvofandi þar sem verðbólguþrávar gáfu til kynna aukinn verðbólguþrýsting. Í september og október var tilkynnt um 0,50 prósentna hækkun í hvort skipti. Þær hækkunar komu ekki á óvart. Hins vegar voru meiri viðbrögð við 1 prósentu hækkun í byrjun desember. Þá höfðu ýmsir markaðsaðilar spáð 0,50 prósentna hækkun.

Mynd 2 sýnir daglegar breytingar á skráningu gengis 5 dögum fyrir og 5 dögum eftir tilkynningar um vaxtabreytingarnar í september, október og desember.

Ekki er að sjá mikil viðbrögð á breytingum gengisvísitölu í september eða október. Í desember eru sveiflurnar töluvert meiri og lækkar gengisvísitalan í aðdraganda vaxtahækkunar. Það sést á mynd 2 á milli daga -1 og 0. Nokkrum dögum síðar gekk styrkingin að einhverju leyti til baka.

Mynd 1
Gengisskráningarvísitala 2004

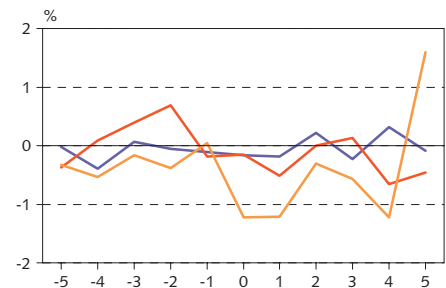
Daglegar tölur 5. janúar - 31. desember 2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Daglegar breytingar á skráðri gengisvísitölu 5 dögum fyrir og eftir tilkynntar vaxtabreytingar



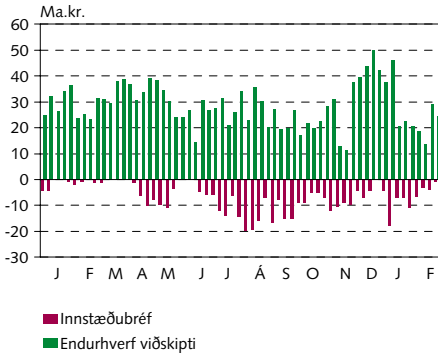
— 2. desember 2004
— 29. október 2004
— 17. september 2004

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Staða endurhverfra viðskipta og innstæðubréfa

Vikulegar tölur 30. desember 2003 - 22. febrúar 2005

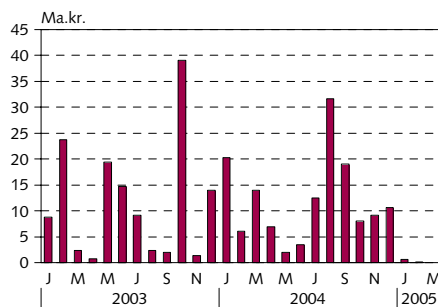


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Daglán hjá Seðlabanka Íslands

Velta hvers mánaðar janúar 2003 - febrúar 2005

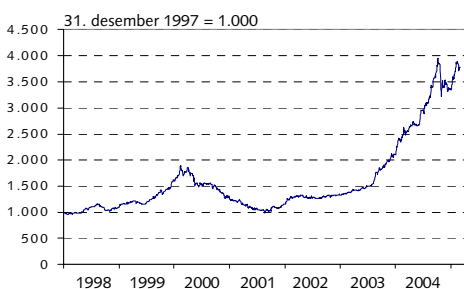


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Úrvalsvisitala hlutabréfa

Daglegar tölur 6. janúar 1998 - 1. mars 2005



Heimild: Kauphöll Íslands.

Gjaldeyriskaup til að mæta þörfum ríkissjóðs

Dregið var úr gjaldeyriskaupum Seðlabankans um áramót en þá hætti bankinn kaupum gjaldeyris til að styrkja gjaldeyrisforðann. Hann hélt aðeins áfram kaupum gjaldeyris til að mæta þörfum ríkissjóðs vegna vaxtagreiðslna og endurgreiðslna erlendra lána eins og skýrt var frá í síðasta hefti *Peningamála*. Nettóinnstæða ríkissjóðs í Seðlabankanum hækkaði nokkuð í febrúar og var á tímabili nærri 30 ma.kr. sem er óvenjuhátt. Skýringarnar eru nokkrar, m.a. hafa tekjur ríkissjóðs vaxið vegna mikilla umsvifa í hagkerfinu en einnig greiddi Íbúðalánasjóður upp í lán sem sjóðurinn hafði tekið hjá ríkissjóði. Þessa góðu stöðu hefur ríkissjóður m.a. nýtt til að grynna á erlendum skuldum eins og boðað hafði verið þegar fjárlög voru til afgreiðslu á Alþingi. Þetta rýrir gjaldeyrisforða Seðlabankans tímabundið en ef að líkum lætur styrkist hann á ný þegar líður á árið.

Fyrirgreiðsla Seðlabankans minnkar

Þörf lánastofnana fyrir fyrirgreiðslu í Seðlabankanum hefur minnkað vegna rýmri lausafjárstöðu þeirra. Endurhverf viðskipti hafa minnkað og sala innstæðubréfa einnig dregist saman, sérstaklega eftir að Íbúðalánasjóður hóf aftur viðskipti við Seðlabankann en þau höfðu legið niðri um hríð. Að hluta til má rekja samdrátt endurhverfra viðskipta og sölu innstæðubréfa til meira jafnvægis á krónumarkaði en aðilar þar virðast í auknum mæli ná að jafna út stöðu sína með innbyrðis viðskiptum. Um tíma var nokkurt ójafnvægi meðal stofnana sem ekki virtist hægt að jafna með slíkum viðskiptum. Mynd 4 sýnir þróun endurhverfra viðskipta og innstæðubréfa á síðustu mánuðum. Daglán hafa dregist verulega saman og má rekja það að miklu leyti til betri fjárstýringar og sameiningu bindireikninga og viðskiptareikninga í Seðlabankanum síðla árs 2003. Í janúar og febrúar námu daglán samtals 800 m.kr. en meðaldaglán á mánuði árin 2003 og 2004 voru um 11,7 ma.kr. Mynd 5 sýnir þróun daglána frá byrjun árs 2003.

Hlutabréfamarkaður líflegur

Hlutabréfaverð, sem tók dýfu seint í október, tók aftur að hækka í janúar og var það rakið til væntinga um góða afkomu skráðra félaga sem gekk eftir í flestum tilfellum. Sérstaklega var hagnaður fjármála-fyrirtækja mikill en afkoma flestra annarra fyrirtækja var einnig góð, þar á meðal eru útflutningsfyrirtæki sem virðast hafa náð að verjast gengisbreytingum að nokkru. Markaðurinn virðist þó vera næmari fyrir fréttum en um nokkurt skeið, t.a.m. gáfu afkomufréttir sem voru verri en væntingar markaðarins tilefni til lækkunar hlutabréfaverðs en slíkt hefur ekki ávallt gerst. Ef lítið er til baka, t.d. til miðs árs 2001, hefur hækkun úrvalsvisitölnnar svarað til 40% ávöxtunar á ári. Mynd 6 sýnir þróun úrvalsvisitölu hlutabréfa í Kauphöll Íslands.

Skuldabréfamarkaður róast

Eftir vaxtahækkun Seðlabankans í desember lifnaði yfir skuldabréfamarkaði bæði vegna þátttöku innlendra og erlendra fjárfesta. Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa hækkaði í kjölfarið og er líklegt að erlendir aðilar hafi losað um stöður og innleyst hagnað. Hækkunin varaði þó ekki lengi. Um áramótin jókst áhuginn á íbúðabréfunum á ný og ávöxtun-

Velta á millibankamarkaði fyrir lán í krónum á árinu 2004 var 1.073 ma.kr. Þetta er nánast tvöföldun frá árinu á undan. Þessa miklu aukningu má rekja til nokkurra samverkandi þátta, m.a. kaupa Seðlabankans á gjaldeyri, minnkandi bindiskyldu og ekki síst breytinga á íbúðalánamarkaði. Tafla 1 sýnir veltutölur bæði á krónumarkaði og gjaldeyrisskiptamarkaði frá stofnun þeirra til ársloka 2004. Aukin velta á krónumarkaði helst í hendur við bætta krónustöðu almennt á markaðnum en því virðist öfugt farið á gjaldeyrisskiptamarkaði. Þar sem gjaldeyrisskiptasamningar hafa fyrst og fremst verið notaðir til lausafjárstyringar ætti þessi þróun ekki að koma á óvart.

Á krónumarkaði halda viðskiptavakar úti tilboðum með tímalengdir frá einum degi að einu ári. Um millibankamarkað með krónur gilda reglur frá 16. mars 2000. Þar er greint frá hámarksbili á milli inn- og útlánsvaxta ásamt viðmiðunarfjárhæðum í samningum milli viðskiptavaka. Þrátt fyrir að reglum hafi ekki verið breytt hefur vaxtabil minnkað og er nú 15 punktar á öllum tímalengdum. Fjárhæðir hafa hækkað eftir því sem markaðurinn hefur orðið skilvirkari og lausafjárstaða markaðsaðila rýmri en áður var.

Flest viðskipti á gjaldeyrisskiptamarkaði eru með 5 milljónir Bandaríkjadala en viðmiðunarupphæð við stofnun var 3 milljónir Bandaríkjadala. Seðlabankinn skráir daglega framvirka punkta á gjaldeyrisskiptamarkaði en það er meðaltal tilboða sem markaðsaðilar halda úti. Þrátt fyrir að markaðurinn sé ekki skilvirkastur millibankamarkaða styður hann verðmyndun bæði á krónu- og gjaldeyrismarkaði og verðmyndun á framvirkum mörkuðum en þeir eru nauðsynlegir m.a. fyrir fyrirtæki til að verja sig gengisáhættu.

Tafla 1 Árleg velta á krónumarkaði og gjaldeyrisskiptamarkaði

Ma.kr.	Krónumarkaður	Gjaldeyrisskiptamarkaður
1998	434,3	.
1999	500,3	.
2000	524,3	.
2001	426,1	.
2002	420,8	177,9
2003	585,0	112,1
2004	1.073,3	95,5

Krónumarkaður tók til starfa 3. mars 1998.

Gjaldmiðlaskiptamarkaður tók til starfa 26. nóvember 2001.

Á krónumarkaði eru viðskipti fyrst og fremst á allra stysta enda markaðarins, frá einum degi að einni viku. Viðskipti með aðrar tímalengdir eru fátíðari. Á gjaldeyrisskiptamarkaði voru viðskipti með stystu tímalengdirnar algengastar. Heldur hefur aukist að gjaldeyrisskiptasamningar séu gerðir í mánuð eða lengur.

in tók að síga. Mest lækkaði ávöxtun stysta flokks íbúðabréfa (með gjalddaga 2014) en sá flokkur er lítill (um 20 ma.kr.). Ekki hefur gengið sem skyldi að skipta lengri bréfum fyrir bréf í þessum flokki og hafa tvö skiptiútböð mistekist. Raunávöxtun þriggja lengri flokka íbúðabréfa dvaldi í þó nokkurn tíma rétt ofan við 3,5% og var því um kennt að við það mark væri miðað í ávöxtun lífeyrissjóða og að áhugi þeirra á fjárfestingu í bréfunum hyrfi færri ávöxtunin niður fyrir það mark. Það gerðist þó um miðjan febrúar og fór raunávöxtunin lægst í

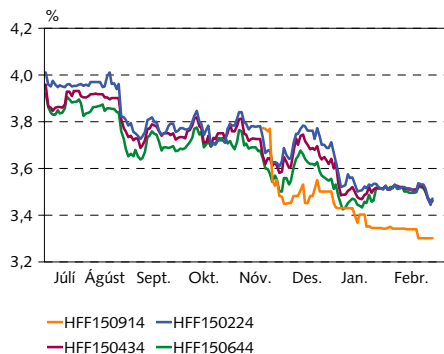
Rammagrein 2

Velta á krónu- og gjaldeyrisskiptamarkaði

Mynd 7

Ávöxtun íbúðabréfa

Daglegar tölur 8. júlí 2004 - 1. mars 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

3,42% á lengri flokkunum. Sennilegt er að þessi lækkun tengist breytingum á lánsþæfismati hjá Standard & Poor's á löngum erlendum skuldbindingum ríkissjóðs úr A+ í AA- í febrúar. Sama breyting varð á lánsþæfismati Íbúðalánasjóðs en horfur á mati hans voru þó metnar neikvæðar en stöðugar hjá ríkissjóði. Mynd 7 sýnir þróun ávöxtunar íbúðabréfa.

Uppgreiðsla og uppsögn viðskiptavaktar

Uppgreiðsla lána hjá Íbúðalánasjóði á tímabilinu frá september til loka árs nam 70 ma.kr. en ný íbúðalán banka námu á sama tíma 120 ma.kr. Á sama tíma drógust sjóðfélagalán stærstu lífeyrissjóðanna saman um 6 ma.kr. Íbúðalánasjóður sagði í janúar upp viðskiptavakt þeirra flokka húsbreifa og húsnæðisbreifa sem verið hafa í slíkri vakt, frá og með maí 2005. Viðskipti með þau bréf sem falla undir viðskiptavakasamning hafa minnkað og er nú svo komið að þau eru svo fátíð að þau geta með engu móti talist verðmyndandi fyrir viðkomandi flokka. Því var ekki talið þjóna upphaflegum tilgangi að halda áfram viðskiptavakt. Í desember voru hámarkslán Íbúðalánasjóðs hækkuð í 14,9 m.kr. og veðhámörk hækkuðu í 90%. Skuldabréf færeysku landstjórnarinnar voru skráð í Kauphöll Íslands í nóvember og eru þau fyrstu bréfin sem skráð eru eftir að samstarf hófst með kauphöllum landanna.

Vaxtamunur eykst

Í kjölfar vaxtahækkana Seðlabankans jókst vaxtamunur milli Íslands og helstu viðskiptalanda úr 4,26% í 5,55% þegar miðað er við ávöxtun ríkisvixla en úr 4,94% í 6,29% þegar miðað er við vexti á milli-bankamarkaði til þriggja mánaða.²

Tafla 1 Stýrivextir nokkurra seðlabanka

%	Stýrivextir (%) fyrir og eftir síðustu breytingu		Dagsetning síðustu tilkynningar um vaxtabreytingu
	Fyrir	Eftir	
Bandaríkin	2,25	2,50	2. febrúar 2005
Japan	0,15	0,00	19. mars 2001
Evrusvæðið	2,50	2,00	5. júní 2003
Bretland	4,50	4,75	5. ágúst 2004
Kanada	2,25	2,50	19. október 2004
Sviss	0,00-1,00	0,25-1,25	16. september 2004
Svíþjóð	2,50	2,00	1. apríl 2004
Ástralía	5,25	5,50	2. mars 2005
Nýja-Sjáland	6,25	6,50	28. október 2004
Danmörk	2,50	2,00	6. júní 2003
Noregur	2,00	1,75	11. mars 2004
Ísland	8,25	8,75	18. febrúar 2005

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Lítið hefur verið um breytingar seðlabankavaxta í öðrum löndum um síðustu mánuði. Bandaríski seðlabankinn hækkaði þó vexti 14. desember og aftur 2. febrúar um 0,25 prósentur í hvort skipti og seðlabanki Ástralíu hækkaði vexti um 0,25 prósentur 2. mars. Vexti nokkurra seðlabanka má sjá í töflu 1.

2. Miðað við viðskiptavegna erlenda vexti.

Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram þolmörk¹

Verðbólga mælist nú 4,5%, eða yfir þolmörkum sem kveðið er á um í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar Íslands og Seðlabanka Íslands frá mars 2001 um verðbólguþolmörk og tilhögun peningamála. Í eftirfarandi greinargerð eru ástæður verðbólgunnar raktar til þess að innlend eftirspurn hefur vaxið mun meira en gert var ráð fyrir. Það stafar einkum af meira umfangi stórframkvæmda en fyrr var áætlað, sérstaklega í ár, og kerfisbreytingum á innlendum fasteignalánamarkaði sem leiddu til stóraukins framboðs lánsfjár. Seðlabankinn hefur þegar gripið til umtalsverðra aðgerða til að bregðast við þessum nýju aðstæðum. Verðlagshorfur til næstu tveggja ára hafa batnað nokkuð eftir að bankinn hækkaði vexti í desember sl., en ekki nægilega til að tryggja framgang verðbólguþolmörksins. Því telur bankastjórn Seðlabankans þörf á að auka aðhald peningastefnunnar enn frekar. Hækkun vaxta bankans um 0,5 prósentur frá 21. febrúar nk. er liður í þeim aðgerðum. Með nægu aðhaldi telur bankinn unnt að ná verðbólguþolmörkinu innan tveggja ára. Að líkindum mun verðbólgan verða komin undir þolmörkin á ný í sumar og með nægu aðhaldi nálægt verðbólguþolmörkinu á næsta ári. Seðlabankinn mun ekki hvika frá því markmiði.

1. Inngangur

Samkvæmt lögum nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands er meginmarkmið stjórnar peningamála stöðugleiki í verðlagsmálum. Í yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans frá 27. mars 2001 var bankanum sett verðbólguþolmörk, þ.e.a.s. að hann skuli stefna að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%. Í yfirlýsingunni er Seðlabankanum veitt fullt svigrúm til að beita stjórnartækjum sínum til þess að ná verðbólguþolmörkinu. Þá er í yfirlýsingunni einnig kveðið á um með hvaða hætti Seðlabankanum er ætlað að standa ríkisstjórninni og almenningi reikningsskil gerða sinna. Það er meðal annars gert með því að skilgreina svokölluð þolmörk sem nú eru 1½% til hvorrar áttar frá verðbólguþolmörkinu. Verði þolmörkin rofin ber bankanum að senda greinargerð til ríkisstjórnar. Í henni skal koma fram mat bankans á ástæðum fráviksins, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hve langan tíma hann telur að það muni taka að ná verðbólguþolmörkinu að nýju. Greinargerðina skal birta opinberlega. Þolmörkin fela ekki í sér neina aðra formlega kvöð um viðbrögð af hálfu Seðlabankans. Rétt er að árétta að markmið peningastefnunnar er að halda verðbólgu sem næst 2½% verðbólguþolmörkinu, en ekki aðeins innan þolmarka.

Nú í febrúar mældist tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs 4,5%. Þolmörk verðbólguþolmörksins voru því rofin og er það tilefni þessarar greinargerðar. Í öðrum kafla greinargerðarinnar er fjallað stuttlega um reynsluna af verðbólguþolmörkinu til þessa. Í þriðja kafla er fjallað um nýlega verðbólguþolmörk og þær efnahagslegu aðstæður sem hafa haft áhrif á verðbólguna. Í fjórða kafla er fjallað um horfurnar til næstu tveggja ára með áherslu á þær breytingar sem hafa orðið frá því Seðlabankinn gaf síðast út verðbólguþolmörk í byrjun desember sl. Í fimmta

1. Send ríkisstjórn Íslands 18. febrúar 2005 og birt á heimasíðu Seðlabankans sama dag.

kafla er fjallað um peningastefnuna og aðgerðir sem Seðlabankinn telur nauðsynlegt að grípa til í því skyni að ná verðbólguþröngunni á ný.

2. Reynslan af verðbólguþröngunni til þessa

Góð reynsla af verðbólguþröngunni

Tæplega fjögur ár eru liðin frá því verðbólguþröngunni leysti fastgengisstefnu af hólmi. Reynslan hefur í meginatriðum verið góð, þótt ótímabært sé að kveða upp endanlegan dóm. Aðstæður í upphafi voru reyndar erfiðar. Mikið ójafnvægi hafði myndast í þjóðarbúskapnum á árunum 1998 til 2000, sem peningastefnan var vanbúin til að takast á við, enda bundin af fastgengisstefnu eins og hún var skilgreind á þeim tíma, auk þess sem bankinn naut ekki þess sjálfstæðis sem hann nýtur nú samkvæmt lögum. Þrátt fyrir að efri þolmörk hafi tímabundið verið rýmri árið 2001, eða 6%, tókst ekki að halda verðbólgunni innan þeirra á því ári, enda lækkaði gengi krónunnar verulega þegar dró úr innstreymi fjár sem hafði fjármagnað mikinn viðskiptahalla árin á undan. Endurtekin inngríp á gjaldeyrismarkaði megnuðu ekki að stöðva lækkun krónunnar. Í nóvember 2001 hafði gengi krónunnar fallið um tæplega 30% frá hámarki þess vorið 2000.

Þrátt fyrir að þolmörk væru rofin árið 2001 náðist verðbólguþröngunni fyrir en upphaflega var að stefnt

Ástæðum þess að þolmörk voru rofin árið 2001 er nánar lýst í greinargerð til ríkisstjórnarinnar sem birt var 20. júní 2001. Verðbólgan náði hámarki í ársbyrjun 2002 og var þá 9,4%. Þrátt fyrir mikið frávik fyrsta árið eftir að verðbólguþröngunni var tekið upp náðist markmiðið um 2½% verðbólgu í nóvember 2002, ári fyrir en ætlað var. Inn fyrir þolmörkin var verðbólgan komin í júlí sama ár. Lykillinn að þessum góða árangri, þrátt fyrir erfiða byrjun, var aðhaldssöm peningastefna, sem leiddi til þess að gengi krónunnar styrktist hratt á ný þegar nægilega hafði dregið úr innlendri eftirspurn og viðskiptahallanum sem grafið hafði undan stöðugleika krónunnar.

Eftir því sem verðbólga hjaðnaði slakaði Seðlabankinn á aðhaldi peningastefnunnar og má ætla að raunstyrivextir bankans hafi verið komnir niður í eða jafnvel undir náttúrulega raunvexti í ársbyrjun 2003. Jafnframt var dregið úr bindiskyldu innlánsstofnana í tveimur áföngum, í mars og í lok árs 2003. Lækkun bindiskyldu var kerfisbreyting, sem fyrirheit höfðu verið gefin um fyrir nokkrum árum og miðaði að því að jafna samkeppnisskilyrði innlendra og erlendra fjármálastofnana, en ekki peningapolítísk aðgerð, enda hafa seðlabankar almennt horfið frá því að beita bindiskyldu sem peningalegu stjórnátti. Áhrifin voru þó ótvírætt til örvunar sem ekki var áhyggjuefni í ljósi slaka sem virtist vera til staðar í þjóðarbúskapnum þegar ákveðið var að lækka bindiskyldu. Í því sambandi má nefna að ekki varð ljóst fyrir en komið var töluvert fram á árið 2004 að hagvöxtur árið 2003 var mun meiri en fyrirbyggjandi haggögn höfðu bent til. Haustið 2002 hafði bankinn hafið að kaupa erlendan gjaldeyri til að byggja upp gjaldeyrisforða sinn sem hafði nánast horfið árið 2001 ef frá eru talin erlend skammtímalán sem tekin

voru til þess að halda erlendri lausafjárstöðu í viðunandi horfi. Reynt var að haga kaupunum þannig að áhrif á gengi krónunnar yrðu sem minnst, og minnkandi endurhverf viðskipti Seðlabankans við lánastofnanir vógu að verulegu leyti á móti lausafjárhöfnum gjaldeyriskaupanna (sjá umfjöllun í *Peningamálum* 2004/4, rammagrein 1 á bls. 46-47).

3. Verðbólguvandinn

Reyna mun á skipan peningamála á næstu árum

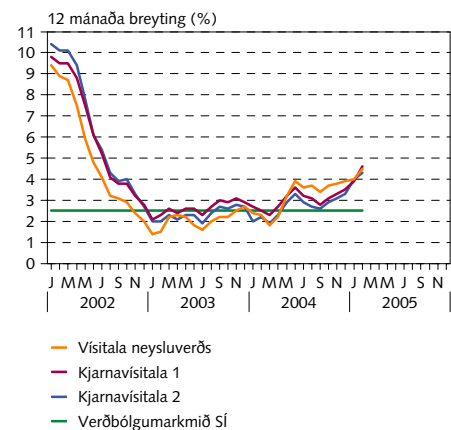
Á næstu árum mun reyna mjög á hina nýju skipan peningamála. Framkvæmdir við virkjanir og álbræðslur, sem til samans slaga að umfangi upp í þriðjung landsframleiðslu eins árs, fela í sér meira umrót í þjóðarbúskapnum en nokkurt annað land sem hagar peningastefnunni með svipuðum hætti hefur þurft að glíma við. Seðlabankinn mat áhrif þessara framkvæmda í *Peningamálum* 2003/1. Niðurstaðan var í stórum dráttum á þá leið að með samstilltu aðhaldi á sviði peningamála og ríkisfjármála yrði mögulegt að halda verðbólgu í skefjum. Þótt nokkrar breytingar hafi orðið á áætlunum um framkvæmdir frá því þetta mat var gert er ástæða að ætla að sú niðurstaða standi í meginatriðum.

Almennt ætti framsýn peningastefna á borð við verðbólgu markmið að vera betur til þess fallin en t.d. fastgengisstefna að mæta þeirri röskun á þjóðarbúskapnum sem stórfamkvæmdir munu leiða af sér. Verðbólgu markmið gefur færi á að bregðast fyrir við merkjum um ójafnvægi í þjóðarbúskapnum, einmitt vegna þess að peningastefnan er ekki bundin af þeirri skyldu að halda gengi krónunnar föstu. Á hinn bóginn verður ekki fram hjá því horft að umtalsverð óvissa ríkir um áhrif framkvæmdanna á þjóðarbúskapinn, enda hefur hann ekki áður fengið á sig jafn stóran hnykk við núverandi skipan efnahagsmála, þ.e.a.s. óheftar fjármagnshreyfingar, fljótandi gengi og opinn vinnu- markað. Því verður að reikna með því að peningastefna víki stundum frá því sem eftir á að hyggja gæti talist besta framkvæmd, þó svo að á hverjum tíma taki hún mið af því sem best er vitað.

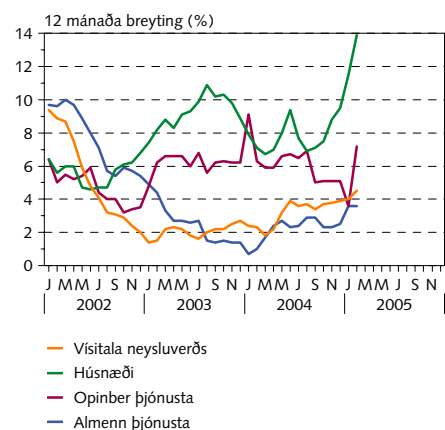
Kerfisbreyting á lánsfjármarkaði magnar vandann

Óvissan sem ríkir um áhrif stórfamkvæmda á þjóðarbúskapinn snertir ekki síst samspil þeirra og annarra afla sem hafa áhrif á þjóðarbúskapinn. Á síðastliðnu ári urðu t.d. breytingar á lánamarkaði. Veruleg áhrif þeirra bættust við áhrif framkvæmdanna á innlenda eftirspurn. Aðgangur einstaklinga að lánsfjármagni jókst til muna þegar innlendir bankar tóku að bjóða fasteignaveðlán með lægri vöxtum, til lengri tíma og með meiri veðsetningu en áður hefur þekkt. Viðbrögð almennings við þessum breytingum hafa verið sterkari en nokkurn óraði fyrir. Í janúarlök höfðu innlánsstofnanir lánað u.þ.b. 138 ma.kr. til tæplega 12.500 einstaklinga í formi faseignaveðlána. Að miklu leyti hefur þessum lánnum verið varið til þess að greiða upp eldri óhagkvæmari lán, en jafnvel þótt aðeins broti tekinn lána verði varið til annarra útgjalda geta áhrifin orðið afgerandi. Í því sambandi má hafa í huga að haldi útlánin áfram með svipuðum hraða í heilt ár og ef 10% þeirra er varið til einkaneyslu yrði einkaneysla í heild u.þ.b. 10% meiri en ella. Með því

Mynd 1
Verðbólga



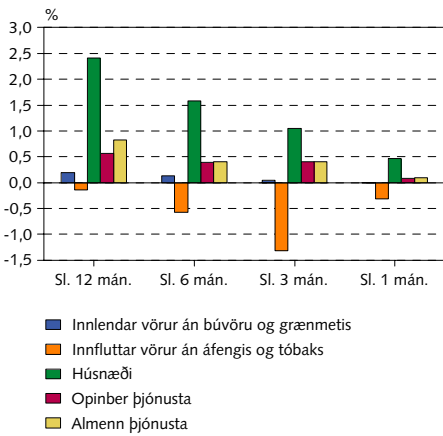
Mynd 2
Verðlagspróun: húsnæði og þjónusta



Mynd 3

Nokkrir undirliðir vísitölu neysluverðs

Áhrif á þróun vísitölu neysluverðs sl. 1, 3, 6 og 12 mánuði



að stórauka húsnæðiseftirspurn hafa breytingar á lánamarkaði átt töluverðan þátt í því að verðbólga mælist nú yfir þolmörkum.

Hækkun húsnæðisliðar skýrir um helming verðbólgunnar undanfarna tólf mánuði

Áhrif aukins framboðs lánsfjár á neysluverðlag hafa til þessa einkum komið fram í húsnæðislið vísitölu neysluverðs. Í byrjun febrúar hafði húsnæðisliðurinn hækkað um 14% á einu ári og hefur húsnæðisverðbólga ekki verið meiri frá árinu 2000. Meginástæðan er hækkun markaðsverðs húsnæðis, sem undanfarna tólf mánuði hefur hækkað um 17%. Ekki eru öll kurl komin til grafar í þeim efnum. Mikil hækkun fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu undir lok sl. árs er ekki að fullu komin fram í vísitölunni, þar sem í henni er miðað við þriggja mánaða meðaltöl. Af 4,5% hækkun vísitölunnar undanfarna tólf mánuði stafar u.þ.b. helmingur af hækkun húsnæðisliðarins.

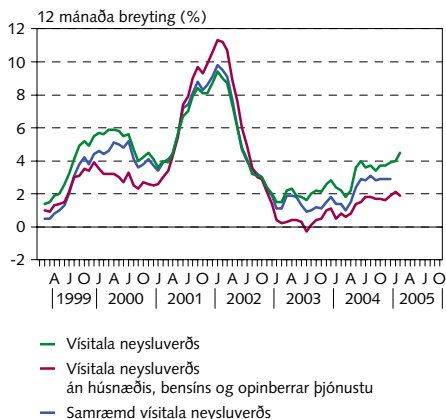
Annar þáttur vísitölunnar sem hækkað hefur töluvert umfram aðra er verðlag opinberrar þjónustu. Eftir þó nokkra hækkun í febrúar nam tólf mánaða verðhækkun opinberrar þjónustu 7,2%. Verðlag þjónustu einkaaðila hefur einnig hækkað töluvert umfram verðbólgu markmiðið, eða um 3,6%. Þar sem þjónusta einkaaðila vegur þungt í vísitölunni, eða rúmlega 23%, hefur hækkun þessa liðar lagt umtalsverðan skerf til hækkunar vísitölunnar (sjá mynd 3).

Verulega hefur dregið úr þætti verðhækkunar bensíns og olíu í hækkun vísitölunnar undanfarna mánuði. Bensínverð var í febrúar 4,9% hærra en fyrir ári og áhrif þeirrar hækkunar á tólf mánaða hækkun vísitölunnar námu tæplega 0,2%. Ef horft er framhjá áhrifum hækkandi verðlags húsnæðis, opinberrar þjónustu og bensíns var verðbólgan tæplega 2% á undanförunum tólf mánuðum eins og sést af mynd 4.

Með nokkrum undantekningum hefur verðlag vöru haldist til-tölulega stöðugt undanfarið ár. Auk bensíns hefur verðlag innlendrar búvöru, einkum kjötvöru, hækkað verulega. Að frátöldu bensíni hefur verðlag innfluttrar vöru hjaðnað um ríflega 1%.

Mynd 4

Vísitölur neysluverðs



Verðlag hefur hækkað mest á vörum og þjónustu í greinum sem ekki sæta erlendri samkeppni

Verðlagsþróun undanfarinna mánaða fylgir kunnuglegu mynstri. Í byrjun uppsveiflu gætir aukinnar eftirspurnar, einkum í verðlagi á þeim sviðum þar sem erlendar samkeppni gætir minnst, enda hefur gengið tilhneigingu til að hækka í byrjun uppsveiflu. Gengishækkunin veitir viðnám gegn hækkun verðlags á sviðum þar sem erlend samkeppni er fyrir hendi. Það á hins vegar ekki við um íbúðamarkaðinn, töluverðan hluta þjónustu einkaaðila, búvöru eða opinbera þjónustu. Vaxandi ójafnvægi í ytri jöfnuði þjóðarþjónuðar veikir hins vegar stöðu gjaldmiðilsins og þar með verðbólguhorfur til lengri tíma.

Verðbólgan undanfarið ár var í meginatriðum eftirspurnardríf

Verðbólga getur til skemmri tíma ýmist verið eftirspurnardríf, ráðist af kostnaðarbreytingum, eða af samspili hvors tveggja. Á síðasta ári átti kostnaðarþróun utan áhrifsviðs innlendrar peningastefnu, þ.e.a.s. verðhækkun eldsneytis á erlendum mörkuðum, lengi vel

töluverðan hlut að máli. Að því leyti var verðbólgan síður áhyggjuefni, því líkur voru á að áhrifin myndu fjara út tiltölulega fljótlega eða hækkunin jafnvel ganga til baka, sem nú hefur gerst að nokkru leyti.

Ef laun hækka til muna hraðar en framleiðni getur slíkt valdið aukinni verðbólgu. Því má þó ekki gleyma að hve hratt slík áhrif koma fram ræðst einnig af eftirspurn og að vöxtur eftirspurnar hefur áhrif á atvinnustig og þar með launaþróun. Þegar kjarasamningar helstu stéttarfélaganna lágu fyrir í mars á sl. ári lagði Seðlabankinn mat á launaþróun (sjá *Peningamál* 2004/1 bls. 1 og 9). Niðurstaða bankans var að kjarasamningarnir gætu í meginatriðum samrýmst verðbólgu markmiðinu. Launaþróunin til þessa virðist ekki benda til þess að það mat hafi verið rangt. Atvinnusköpun virðist hafa verið tiltölulega hæg í upphafi uppsveiflunnar og erlent vinnuafli gegnt stærra hlutverki við virkjunarframkvæmdir en reiknað var með. Því hefur launaskrið til þessa verið tiltölulega lítið miðað við hagvöxtinn, að því er virðist. Jafnframt felur tiltölulega hæg atvinnusköpun á sama tíma og hagvöxtur hefur verið ör í sér að framleiðni hafi vaxið hratt á undanförunum árum. Áætlað er að á árunum 2003 og 2004 hafi launakostnaður á framleidda einingu lítið aukist á milli ára. Um þetta ríkir reyndar umtalsverð óvissa sakir margvíslegra vandamála við túlkun gagna, en með hliðsjón af þekktum dæmum bendir flest til þess að framleiðni hafi aukist hratt á undanförunum árum.

Gengisþróunin að undanförunu hefur verið verðlagsþróun hagstæð. Það sem af er ári hefur gengi krónunnar að meðaltali verið tæplega 7% hærra en á sama tíma í fyrra. Kemur þetta glögglega fram í hjöðnun verðlags innfluttrar vöru, einkum ef áhrifum bensínverðs er haldið til hliðar.

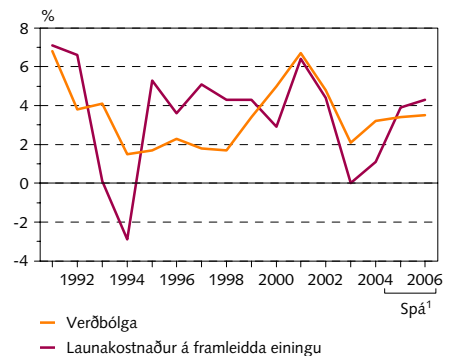
Af ofansögðu virðist einsýnt að undirliggjandi kostnaðarþróun skýrir ekki vaxandi verðbólgu að undanförunu ólíkt ofpensluárunum 1998 til 2001, þegar laun á framleidda einingu jukust að meðaltali um 4½% á ári. Ör vöxtur eftirspurnar, viðskiptahalli og vaxandi spenna á vinnumarkaði sem af miklum vexti leiðir kann hins vegar að leiða til slíks kostnaðarþrýstings síðar, en án frekari aðgerða gæti slíkt aukið enn á verðbólguvandann.

4. Verðbólguhorfur

Spá Seðlabankans í desember sýndi versnandi verðbólguhorfur

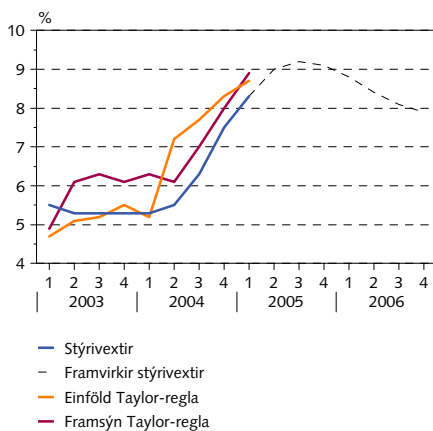
Í byrjun desember sl. birti Seðlabankinn verðbólguþá sem sýndi umtalsvert lakari verðbólguhorfur næstu tvö ár en spá sem bankinn birti í byrjun júní og endurmat á þeirri spá sem birtist í september. Í *Peningamálum* 2004/4 er greint frá ástæðum þessarar þróunar: hraðari vexti innlendrar eftirspurnar en áður var reiknað með, auknum stóridjuáformum, sérstaklega 2005, og auknu framboði íbúðalána til einstaklinga á lægri vöxtum en áður buðust. Spáin sýndi umtalsverða hættu á að þolmörk yrðu rofin á fyrsta fjórðungi þessa árs. Þótt horfur hafi verið taldar á nokkurri hjöðnun síðar á árinu sýndi grunnspáin verðbólgu töluvert yfir verðbólgu markmiðinu allt spátímabilið og vaxandi undir lok þess, þ.e.a.s. að því gefnu að vextir og gengi héldust óbreytt. Verðbólguuppsveiflan undir lok tímabilsins helgaðist af mikilli

Mynd 5
Verðbólga og launakostnaður



1. Spá Seðlabankans fyrir árin 2005-2006, birt í *Peningamálum* 2004/4.

Mynd 6
Stýrivextir Seðlabankans
og vextir samkvæmt Taylor-reglu



framleiðsluspennu á árinu 2006, sem talin var geta orðið álíka mikil og á fyrri ofpensluskeiðum undanfarinna áratuga. Ennfremur var talið líklegra, ef ekkert yrði aðhafst, að verðbólgan yrði meiri en í grunnspánni fremur en að hún yrði minni. Helgaðist það meðal annars af hættu á að gengi krónunnar tæki að veikjast undir lok spátímabilsins og af því að verðbólguþáttur benti til þess að veruleg hætta væri á meiri hækkun launa en í forsendum spárinnar í kjölfar hugsanlegrar endurskoðunar á launalið kjarasamninga í nóvember næstkomandi.

Vaxtahækkun bankans og hækkun gengis hafa bætt horfurnar...

Til þess að bregðast við þessum verðbólguhorfum sá Seðlabankinn sig knúinn til að hækka stýrivexti óvenju mikið um leið og verðbólguþáttur var birt í desember sl., eða um 1 prósentu, í 8,25%. Jafnframt gaf bankinn til kynna að búast mætti við frekari aðhaldsaðgerðum. Vaxtahækkunin og gengishækkunin sem fylgdi í kjölfarið breytti vitaskuld forsendum verðbólguþáttarinnar umtalsvert. Áhrif aðgerða í peningamálum taka allangan tíma að koma fram og eru því ekki mikil til skamms tíma, ef undan eru skilin áhrif herra gengis krónunnar á nokkra gengisnáma þætti neysliverðsvisitölunnar. Því var ljóst að aðgerðir bankans hefðu tiltölulega takmörkuð áhrif á líkur þess að verðbólgan færi yfir þolmörk á fyrsta fjórðungi ársins 2005. Að auki hafa aðgerðir Seðlabankans til þessa ekki megnað að hafa áhrif á vexti íbúðaveðlana, sem er meginástæða þess að verðbólga hefur aukist eins og raun ber vitni. Möguleikar Seðlabankans til þess að hafa áhrif á eftirspurn eftir íbúðarhúsnæði og þar með húsnæðislið visitölu neysliverðs eru því takmarkaðir til skamms tíma. Vaxandi tólf mánaða hækkun húsnæðisliðarins á undanförunum mánuðum ræðst að nokkru leyti af svokölluðum grunnáhrifum (e. base effect), þ.e.a.s. því að liðurinn hækkaði mjög lítið á sama tíma fyrir tólf mánuðum. Hækkun húsnæðisliðarins í hverjum mánuði hefur því komið sem hrein viðbót við árshækkun hans. Á tímabilinu mars til júní 2004 hækkaði húsnæðisliðurinn um tæplega 1½% í hverjum mánuði. Til þess að framlag húsnæðisliðarins til verðbólgunnar hætti að aukast má hækkun hans í hverjum mánuði ekki verða meiri á þessu tímabili í ár. Miðað við hækkun húsnæðisliðarins undanfarna fjóra mánuði, sem hefur verið á bilinu 1-2½% í hverjum mánuði, og að líflæg fasteignaviðskipti eru oft á vormánuðum má þó telja töluverðar líkur á að árshækkun húsnæðisliðarins eigi eftir að aukast enn frekar. Að endingu mun hins vegar vaxandi framboð nýbygginga leiða til þess að þessi hrina verðhækkana stöðvast eða snýst jafnvel við. Enn sem komið er virðast eftirspurnaráhrifin þó hafa yfirhöndina og ekki fyrir-sjáanlegt að það breytist í bráð.

...en ekki nóg til þess að verðbólguþáttur bankans náist á spátímabilinu án frekara aðhalds

Hærra gengi og vextir munu hafa töluverð áhrif á verðbólguþróunina þegar líða tekur á þetta ár og á því næsta og vega á móti áhrifum hækkandi verðlags í þeim geirum sem starfa í skjóli fyrir erlendri samkeppni. Endurmat á efnahags- og verðbólguhorfum miðað við þessar nýju upplýsingar bendir til þess að verðbólga muni verða nokkru minni á næstu tveimur árum en gert var ráð fyrir í síðustu spá bank-

ans. Helgast það einkum af beinum áhrifum hærra gengis krónunnar til skamms tíma litið og því að hærri vextir og gengi leiða til nokkru minni framleiðsluspennu til lengri tíma litið. Þó virðist enn ljóst að jafnvel miðað við núverandi gengi og vexti verði verðbólga yfir verðbólgu markmiðinu allt spátímabilið og vaxandi undir lok þess. Möguleikar bankans til að hafa áhrif á hækkun húsnæðisliðarins virðast enn fremur takmarkaðar til skamms tíma og engin merki eru enn um að farið sé að draga úr hækkuninni. Í ljósi ofangreinds er nokkur hætta á að samið verði um auknar launahækkanir við endurskoðun á launalið kjarasamninga í nóvember næstkomandi, en það myndi ýta enn frekar undir verðbólgu á næsta ári. Með það og hugsanleg áhrif veikara gengis er fram líða stundir í huga verður að álykta að líkur séu á því að verðbólga verði að óbreyttu töluvert yfir markmiði á næsta ári.

5. Peningastefnan

Hefði mátt hefja hækkun vaxta fyrr?

Eðlilegt er að spurt sé hvort koma hefði mátt í veg fyrir þá miklu verðbólgu sem nú blasir við ef peningastefnunni hefði verið beitt af enn meiri framsýni. Ef þróun stýrivaxta Seðlabankans er skoðuð í ljósi einfaldrar Taylor-reglu, sem athuganir sýna að fer nærri því sem einkennt hefur atferli seðlabanka sem náð hafa góðum árangri, má draga þá ályktun að hefja hefði mátt hækkun stýrivaxta nokkru fyrr og skarpar en gert var. Ekki er sjálfgefið að líta beri á slíkt sem mælikvarða á gæði peningastefnunnar.² Hér verður að hafa í huga að það sem virðist augljóst miðað við nýjustu upplýsingar um efnahagsþróunina var ekki augljóst áður en þau gögn lágu fyrir. Eins og áður segir kom ekki í ljós fyrr en nokkuð var liðið á sl. ár að hagvöxtur árið 2003 hafði verið mun meiri en áður var talið og jafnvel þá ríkti töluvert óvissa um hvort um væri að ræða viðvarandi ástand. Fyrst eftir að tölur um hagvöxt á fyrsta fjórðungi ársins birtust í júní sl. varð ljóst að stefndi í mun meiri hagvöxt á árinu í heild en áður var talið. Hin mikla hækkun húsnæðisverðs á rót sína að rekja til atburða á sumar- og haustmánuðum sem komu flestum í opna skjöldu. Hve viðbrögðin urðu sterk kom ekki síður á óvart. Um leið og þau urðu ljós brást Seðlabankinn hart við og hækkaði stýrivexti um 1,5 prósentur í nóvember og desember. Þessu til viðbótar má nefna breytt stóriðjuáform. Framkvæmdirnar eru stærri umfangs og fyrr á ferðinni en áður var ráðgert þannig að meginþungi þeirra verður í ár en ekki 2006. Þar með er stærri hluti þeirra óvænt kominn nær í tíma en svo að peningastefnan hafi umtalsverð áhrif á innlenda eftirspurn til mótvægis.

2. Til eru ýmsar útgáfur af Taylor-reglum, en almennt séð byggjast þær á því að stýrivextir seðlabanka ráðist af fráviki verðbólgu frá markmiði og framleiðsluspennu. Útreikningar í mynd 6 byggjast á því að náttúrulegir stýrivextir Seðlabankans séu 5,5% og að viðbragðsteygni stýrivaxta við fráviki verðbólgu frá markmiði sé 1,5 og viðbragðsteygni við framleiðsluspennu sé 0,5. Myndin sýnir ársfjórðungsleg meðaltöl og byggist á árlegu hlaupandi meðaltali framleiðsluspennu síðustu fjögurra ársfjórðunga. Sýndar eru tvær útgáfur af reglunni þar sem önnur miðast við verðbólguvæðing viðkomandi ársfjórðungs en hin miðar við spá Seðlabankans um verðbólgu tvö ár fram í tímann. Nánari umfjöllun um Taylor-reglur er að finna í *Peningamálum* 2002/2, rammagrein 5, bls. 23-25. Myndin sýnir einnig framvirka stýrivexti miðað við fölgna framvirka markaðsvexti þann 2. febrúar sl.

Eftir á að hyggja má því færa rök fyrir því að hefja hefði mátt vaxtahækkunarferlið fyrr og hraðar en raun varð á. Það var hins vegar ekki augljóst þegar ákvarðanir í peningamálum voru teknar á sínum tíma. Frávikið er að auki ekki stórt og Seðlabankinn hefur þegar tekið mikilvæg skref til að leiðrétta það.

Tilfni til enn frekara aðhalds í peningamálum

Miðað við verðbólguhorfurnar nú virðist ærið tilfni til enn frekara aðhalds í peningamálum. Verðbólgan hefur aukist frá því síðasta spá var gerð, einkum undirliggjandi verðbólga. Þótt hingað til hafi mátt rekja aukna verðbólgu að mestu leyti til húsnæðisliðarins hefur að undanfögnu gætt vaxandi þrýstings á verðlag þjónustu einkaaðila. Jafnframt er innflutt verðbólga sem rekja má til hækkunar eldsneytisverðs á erlendum mörkuðum nú minni þáttur verðbólgunnar en áður, eins og komið hefur fram. Jafnan hefur þótt ástæða til að horfa framhjá þeim hluta verðbólgunnar sem er af erlendum rótum, utan áhrifasviðs peningastefnunnar og líklegur til að vara tiltölulega skamma hríð. Slíkum þáttum er síður til að dreifa nú.

Nokkur umræða hefur verið um hvort æskilegt sé að miða verðbólgu markmiðið við vísitölu neysluverðs án húsnæðis, en verðbólga án húsnæðis var í byrjun febrúar enn í námunda við verðbólgu markmiðið.³ Í því sambandi er rétt að minna á að ef verðbólgu gætir jafnan fyrst í geirum sem ekki verða fyrir erlendri samkeppni, kynni slíkt að tefja viðbrögð peningastefnunnar og kalla fram harðara aðhald á tímum þegar gengi og önnur eignaverð lækka. Þannig benda rannsóknir Seðlabankans til þess að húsnæðisverðbólga sé leiðandi vísbending um almenna verðbólgu síðar meir.⁴

Fátt bendir til þess að draga muni umtalsvert úr vexti eftirspurnar á næstu mánuðum. Eftir vísbendingar um heldur hægari vöxt sl. haust og snemma vetrar virðist aftur hafa hert á vextinum undir lok sl. árs. Mikið framboð húsnæðisveðlana á lægri vöxtum en áður gefur einstaklingum færi á að léttu greiðslubyrði, auka skuldir eða taka fjármuni úr húsnæðiseign sinni. Allt þetta og verðhækkun íbúða sem af því leiðir ýtir undir einkaneyslu.

Þrátt fyrir hækkun stýrivaxta um næstum 3 prósentur á sl. ári eru áætlaðir raunstýrivextir enn ekki til muna hærri en líklegir náttúrulegir raunvextir á Íslandi. Þetta stafar af því að verðbólguvæntingar hafa hækkað í samræmi við liðna verðbólgu. Meðan verðbólguvæntingar haldast svo háar dregur það verulega úr áhrifamætti hærri stýrivaxta.

Hærra gengi krónunnar mun stuðla að því að færa verðbólguna nær verðbólgu markmiðinu á þessu ári. Þó er ekki víst að það muni duga til þess að tryggja óbreyttan launalið kjarasamninga, né heldur

3. Í þessu samhengi er þó rétt að hafa í huga að 2½% verðbólgu markmið bankans er miðað við vísitölu neysluverðs með húsnæði. Væri tekin ákvörðun um að miða peningastefnuna við vísitölu neysluverðs án húsnæðis þyrfti að endurskoða verðbólgu markmiðið í því ljósi og þá væntanlega til lækkunar. Þannig má nefna að þegar Englandsbanki breytti viðmiðun verðbólgu markmiðs síns um síðustu áramót í samræmda vísitölu Evrópubandalagsins (HICP) í takt við vilja stjórnvalda til aukinnar samræmingar við stefnu evrópska seðlabankans, var verðbólgu markmið bankans lækkað úr 2½% í 2%.

4. Þórarinn G. Pétursson (2002), „Mat á kjarnaverðbólgu og notkun við mótun peningastefnunnar“, *Peningamál*, 2002/4, bls. 52-61.

virðist líklegt að aðhald peningastefnunnar sé orðið nægilegt til þess að koma í veg fyrir að verðbólga taki að rísa á ný á næsta ári, þegar framleiðsluspenna nær hámarki, ef að líkum lætur. Til þess að ná verðból gumarkmiðinu er því nauðsynlegt að auka enn aðhald peningastefnunnar.

Erfiðleikar í atvinnulífi óhjákvæmileg hliðaráhrif

Aukið aðhald peningastefnunnar mun á næstu mánuðum óhjákvæmilega hafa hliðaráhrif sem verða útflutnings- og samkeppnisgreinum erfið. Aukið aðhald leiðir til aukins vaxtamunar við útlönd, haldist erlendir vextir lágir. Vaxtamunurinn kallar á innstreymi lánsfjár og hækkun á gengi krónunnar uns væntingar um lækkun gengis síðar gera erlend lán og innlend jafn hagkvæm. Á meðan framboð erlends lánsfjár er jafn mikið og raun ber vitni er óhjákvæmilegt að miðlun peningastefnunnar eigi sér að verulegu leyti stað í gegnum gengisbreytingar. Útflutningsfyrirtæki og önnur fyrirtæki í erlendri samkeppni verða því að búa sig undir erfiða tíma um sinn. Rétt er að hafa í huga að minna aðhaldssöm peningastefna kemur ekki endilega í veg fyrir hækkun raungengis. Það kann að hækka síðar og þá fyrir tilstilli aukinnar verðbólgu og launahækkana fremur en nafngengishækkunar. Ef sú leið er farin er hætt við að stjórnvöld peningamála standi að lokum frammi fyrir jafnháu raungengi en með meiri verðbólgu einmitt á þeim tíma sem líklegt er að gengi krónunnar taki að veikjast á ný. Hærrí vexti en ella þarf til þess að kveða niður verðbólguna við slíkar aðstæður og hætta á fjármálalegum óstöðugleika er mun meiri. Í því sambandi er rétt að minna á að á þeim árum sem fastgengisstefnu var fylgt hér á landi voru hátoppar í raungengi síst lægri en nú er. Munurinn felst fyrst og fremst í því að þá hækkaði raungengið eingöngu fyrir tilstilli meiri verðbólgu og launahækkana en í viðskiptalöndunum, en ekki sakir hækkunar nafngengis. Í ljósi þess hve verðtryggðar skuldir eru orðnar miklar í hlutfalli við tekjur gæti slík framvinda verið til muna háskalegri nú en þá. Framkvæmdir þær sem standa yfir munu óhjákvæmilega hafa umtalsverð ruðningsáhrif í för með sér. Peningastefnan getur í mesta lagi ráðið einhverju um tíma-setningu þeirra en ekki komið í veg fyrir þau. Tilraunir til að fresta ruðningsáhrifunum munu að öllum líkindum aðeins gera þau erfiðari viðfangs. Til dæmis gæti það leitt til vinnudeilna og meiri launahækkana en ella og því meiri verðbólgu á næsta ári. Á hinn bóginn myndi meira aðhald í fjármálum hins opinbera en nú er fyrirhugað draga úr þörfinni fyrir aukið aðhald í peningamálum og þar með óæskilegum hliðaráhrifum þess.

Þeirri skoðun hefur verið varpað fram að hækkun bindiskyldu kynni að vera heppilegri aðgerð en hækkun vaxta til að draga úr framboði lánsfjár. Seðlabankinn er ósammála þessu. Í fyrsta lagi hafa öflugum innlendum fjármálastofnunum opnast ýmsir möguleikar til að víkja sér undan áhrifum aukinnar bindiskyldu. Í öðru lagi kann aukin bindiskylda að koma mjög misjafnlega niður á einstökum lána stofnunum og gæti t.d. komið sérstaklega hart niður á sparisjóðum sem ekki hafa sömu möguleika til að forðast áhrif bindiskyldunnar. Í þriðja lagi sýnir alþjóðleg reynsla að afar erfitt er að sjá fyrir áhrif breytinga á bindiskyldu og afleiðingar fyrir einstakar stofnanir geta

verið afdrifaríkar. Það er meginástæða þess að enginn helstu seðlabanka heims notar breytingar á bindiskyldu lengur sem stjórnþæki. Í fjórða lagi eru áhrif breytinga á bindiskyldu á vexti og gengi í stórum dráttum hin sömu og af hækku stýrivaxta þótt miðlunarferlið kunnist að vera með öðrum hætti og koma mismunandi niður á einstökum geirum lánakerfisins. Í fimmta lagi er breyting á bindiskyldu ógagnsæ aðgerð og áhrif á væntingar ófyrirséð. Komi áhrif vaxtahækkunar fram í minni verðbólguvæntingum dregur það úr kostnaði aukins aðhalds.

Stýrivextir hækka um 0,5 prósentur frá 22. febrúar

Í inngangi *Peningamála* 2004/4 gaf Seðlabankinn í skyn að nauðsynlegt yrði að hækka stýrivexti bankans enn frekar til þess að ná því markmiði að verðbólga verði því sem næst 2½% á næstu tveimur árum. Að athuguðu máli telur bankastjórn Seðlabankans nauðsynlegt að taka enn eitt skref til aukins aðhalds nú. Því hefur bankastjórnin ákveðið að hækka stýrivexti bankans um 0,5 prósentur frá og með 22. febrúar næstkomandi. Aðrir vextir bankans verða hækkaðir um 0,5 prósentur frá 21. febrúar nk. Líklegt er að þörf verði á enn frekari aðhaldsaðgerðum á árinu. Með nægu aðhaldi telur bankinn unnt að ná verðbólgu markmiðinu innan tveggja ára. Að líkindum mun verðbólgan verða komin undir þolmörkin á ný í sumar og með nægu aðhaldi nálægt verðbólgu markmiðinu á næsta ári. Seðlabankinn mun ekki hvika frá því markmiði.

Í *Peningamálum* sem gefin verða út 22. mars nk. verður birt ný þjóðhags- og verðbólguáspá bankans.

Ráðgátur á vinnumarkaði

Þróunin á vinnumarkaði undanfarin misseri hefur komið á óvart. Um langt skeið eftir að hagvöxtur hafði tekið kröftuglega við sér dró verulega úr vinnuafslnotkun. Atvinnuleysi var mikið og jókst jafnvel þegar leið að miðju ári 2004. Gagnstætt því sem ætla mátti fjölgaði lausum störfum á sama tíma og atvinnuleysi jókst. Launaskrið hefur verið lítið í geirum þar sem skortur er á starfsfólki. Í þessari grein er leitast við að skýra þessar þversagnir. Leitað er svara við þeirri spurningu hvort breytingar á vinnumarkaði að undanfögnu skýrist aðallega af hagsveiflunni eða þær megi einnig rekja til kerfisbreytinga í íslensku efnahagslífi undanfarinn áratug.

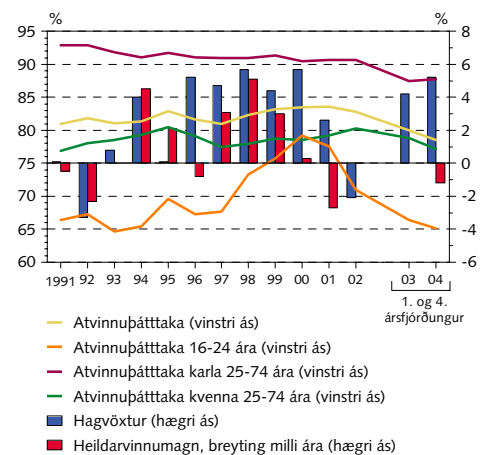
Áður en lengra er haldið er þó rétt að benda á að það er nokkrum vandkvæðum bundið að fjalla um þróun á vinnumarkaði undanfarin ár. Í fyrsta lagi var framkvæmd vinnuamarkaðskönnunar breytt á árinu 2003.² Rof varð í könnuninni og ekki hefur enn verið tengt á milli kannana. Þetta hefur m.a. í för með sér að erfitt er að bera síðustu hagsveiflu saman við þá núverandi. Jafnframt er erfitt að meta hvað gerðist árið 2003, en þróun atvinnuleysis og framboðs starfa á því ári kom nokkuð á óvart. Í öðru lagi virðist hlutur erlends vinnuafsl hafa aukist töluvert að undanfögnu, en það er enn ekki skráð á viðunandi hátt í opinberum hagtölum. Þetta gerir það að verkum að ekki er alltaf hægt að styðja tilgátur sem varpað er fram í greininni með tölum sem skyldi.

1. Aukinn hagvöxtur – minni vinnuafslnotkun

Atvinnuþátttaka á íslenskum vinnumarkaði er enn töluvert sveigjanleg ef marka má niðurstöður vinnuamarkaðskönnunar Hagstofu Íslands. Eins og sést á mynd 1 jókst atvinnuþátttaka eftir því sem leið á uppsveifluna í lok síðasta áratugar, en hefur dregist saman frá árinu 2001 í takt við minni eftirspurn eftir vinnuafli. Sömu sögu er að segja af heildarvinnustundafjölda.³ Sem fyrr er það fyrst og fremst atvinnuþátttaka yngsta aldurshópsins, 16-24 ára, sem breytist í takt við hagsveifluna. Í síðustu uppsveiflu jókst atvinnuþátttaka í aldurshópnum 16-24 ára úr 65% árið 1993 í 79% árið 2000 en var komin aftur í 65% árið 2004. Athyglisvert er að atvinnuþátttaka minnkar um 1½ prósentu á árinu 2004, löngu eftir að hagvöxtur hefur tekið kröftuglega við sér.⁴ Þetta er ólíkt því sem var í upphafi síðustu uppsveiflu en þá tók vinnuafslnotkun, sérstaklega vinnuafslnotkun mæld sem heildarvinnustundafjöldi, mun fyrr við sér.

Mynd 1

Atvinnuþátttaka, heildarvinnustundafjöldi og hagvöxtur

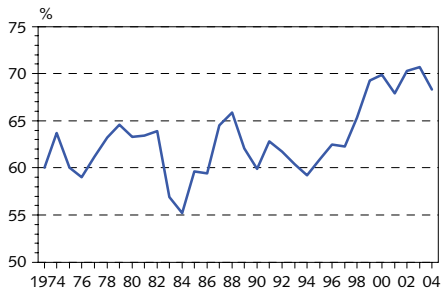


Heimild: Hagstofa Íslands.

1. Höfundur er deildarstjóri greiningar- og útgáfudeildar við hagfræðisvið Seðlabanka Íslands. Höfundur vill þakka Arnóri Sighvatssyni, Ásgeiri Danielssyni, Hannesi Sigurðssyni, Katrínu Ólafsdóttur, Lilju Mósesdóttur og Þóramni G. Péturssyni fyrir gagnlegar ábendingar. Þær skoðanir sem hér koma fram eru höfundar og þurfa ekki að endurspegla skoðanir Seðlabanka Íslands.
2. Fram til ársins 2003 náði könnunin einungis til sinnar hvorrar vikunnar í apríl og nóvember en frá og með janúar árið 2003 er rannsóknin samfelld, hverju ársfjórðungsúrtaki er skipt jafnt á 13 vikur og niðurstöður birtar ársfjórðungslega. Niðurstöður frá og með janúar árið 2003 eru því ekki fulllega sambærilegar við fyrri niðurstöður. Tölurnar eru sambærilegri ef aðeins eru skoðaðar niðurstöður fyrsta og fjórða ársfjórðungsins í vinnuamarkaðskönnuninni nýju.
3. Heildarvinnustundafjöldi er skilgreindur sem margfeldi heildarfjölda fólks við vinnu í viðmiðunarvikunni og meðalfjölda vinnustunda í sömu viku.
4. Ef þessi sveigjanleiki atvinnuþátttöku væri ekki fyrir hendi má gera ráð fyrir að atvinnuleysi hefði orðið töluvert meira en 3,1% árið 2004.

Mynd 2

Hlutfall launa og launatengdra gjalda í vergum þáttatekjum 1973-2004



Heimild: Hagstofa Íslands.

Algennt er að vinnuafslnotkun dragist saman í upphafi efnahagsbata. Samdrátturinn að þessu sinni var hins vegar óvenjumikill og töluvert meiri en hann var í byrjun síðustu uppsveiflu. Jafnframt hefur hagvöxtur verið meiri.

Hagvöxtur án atvinnusköpunar er ekki séríslenskt fyrirbæri. Í flestum þróuðum ríkjum hefur komið á óvart að undanförunu hve vinnuafslseftirspurn hefur vaxið hægt miðað við hagvöxt. Meðal skýringa sem nefndar hafa verið er að mikil fjárfesting í upplýsingatækni í lok síðasta áratugar sé fyrst nú að skila sér í aukinni framleiðni og fækkun starfa, þar sem það hafi tekið stjórnendur fyrirtækja tíma að endurskipuleggja starfsemina (Bernanke 2003). Líklegt er að samdráttur í vinnumagni stafi að einhverju leyti af innleiðingu upplýsingatækni því að ekki hafa Íslendingar verið eftirbátar annarra þjóða á þeim vettvangi.

1.1. Hátt launahlutfall

Þróun launakostnaðar í lok síðustu uppsveiflu kann að hafa ýtt undir hagræðingu og dregið úr vinnuafslnotkun. Eins og fram kemur á mynd 2 jókst launahlutfallið töluvert í síðustu uppsveiflu enda launaskrið verulegt. Launahlutfallið hefur ekki orðið svo hátt í undangengnum uppsveiflum. Ein hugsanleg skýring á því hversu hátt launahlutfallið hefur verið er að aukin samkeppni hafi gert fyrirtækjum erfiðara um vik að varpa auknum launakostnaði út í verðlag.⁵ Þau hafi því orðið að ganga á rekstrarhagnað sinn.

Hátt launahlutfall ætti að hafa hvatt fyrirtæki til þess að lækka rekstrarkostnað með því að draga úr vinnuafslnotkun. Árið 2001 lækkaði launahlutfallið en jókst aftur á árunum 2002 og 2003 og má ætla að töluverður hvati hafi enn verið fyrir hendi á þeim árum til að draga úr vinnuafslnotkun enda lækkar launahlutfallið aftur árið 2004.

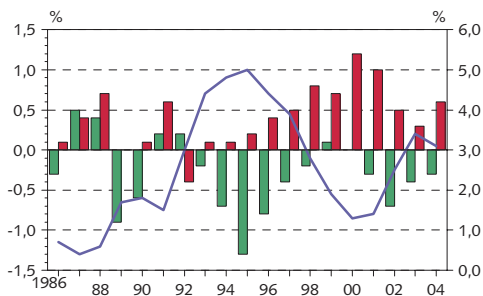
1.2. Innflutningur vinnuafsls

Samkvæmt ofangreindu voru bæði hvati og möguleikar fyrir hendi fyrir atvinnurekendur að draga úr launakostnaði með minni vinnuafslnotkun. Önnur líkleg ástæða þess hversu hægt innlend vinnuafslnotkun hefur aukist er mikill innflutningur vinnuafsls.⁶ Aukinn innflutningur vinnuafsls er að nokkru leyti afsprengi aukinnar samkeppni milli fyrirtækja. Fyrirtæki í samkeppni geta ekki lengur varpað launakostnaði umfram framleiðniþróun út í verðlagið.⁷ Þau velja því að flytja inn vinnuafsl þegar skortur er á því í stað þess að yfirbjóða starfsmenn annarra fyrirtækja. Notkun erlends vinnuafsls jókst í síðustu uppsveiflu

Mynd 3

Aðfluttir umfram brottflutta 1986-2004

Hlutfall af mannafla



— Atvinnuleysi (hægri ás)
 ■ Aðfluttir Íslendingar umfram brottflutta (vinstri ás)
 ■ Aðfluttir erlendir ríkisborgarar umfram brottflutta (vinstri ás)

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

5. Hækkun hlutfalls launakostnaðar í lok síðasta áratugar endurspeglar að raunlaun uxu hraðar en framleiðni á þessu tímabili. Þegar horft er til alls tímabilsins frá 1973 er rétt að hafa í huga að hér eru eigin laun sjálfstætt starfandi einstaklinga skráð með hagnaði en ekki launum. Þróun í fjölda sjálfstætt starfandi (t.d. fækkun bænda og fjölgun sjálfstætt starfandi iðnaðarmanna) hefur þess vegna áhrif á þróun launahlutfallsins. Þróun í vægi einstakra geina (t.d. aukin vægi þjónustu, þ.m.t. opinberrar þjónustu, þar sem launahlutfallið er tiltölulega hátt) hefur einnig áhrif á þróun launahlutfallsins í heild. Það er því ráðlegt að fara varlega í að draga ályktanir af þróun launahlutfallsins yfir langt tímabil.

6. Úrtak vinnuafslnotkunnar nær eingöngu til einstaklinga sem eru í þjóðskrá. Erlent vinnuafsl, sem er hér aðeins tímabundið, kemur því illa og seint fram í vinnuafslnotkun Hagstofunnar.

7. Sjá umfjöllun um áhrif aukinnar samkeppni á vörumarkaði á bls. 84.

í ákveðnum atvinnugreinum, en mikil þátttaka erlendra verktaka í stóriðjuframkvæmdum hefur ýtt undir notkun erlends vinnuafis að undanfögnu.

Sveigjanleiki íslensks vinnumarkaðar hefur m.a. komið fram í því að Íslendingar hafa flutt til og frá landinu í takt við eftirspurn eftir vinnuafli.⁸ Á þessu virðist ekki hafa orðið afgerandi breyting að undanfögnu. Að- og brottflutningur erlendra ríkisborgara hefur einnig verið í takt við hagsveifluna.⁹ Hins vegar var fjölgun erlendra ríkisborgara töluvert meiri í síðustu uppsveiflu en áður hafði verið. Þeim fjölgaði einnig verulega á árunum 2002 og 2003 á sama tíma og atvinnuleysi jókst.

Nokkuð dró úr útgáfu nýrra atvinnuleyfa á árinu 2002 og fram í febrúar 2003 í takt við aukið atvinnuleysi, en þeim fjölgaði á ný um það bil sem árstíðarleiðrétt atvinnuleysi náði hámarki. Í fiskvinnslu og þjónustustörfum dró nokkuð úr innflutningi vinnuafis, en hann var alltaf umtalsverður. Fjölgun nýrra atvinnuleyfa um mitt ár 2003 skýrist aðeins að hluta af þörf fyrir vinnuafli við Kárahnjúkavirkjun. Árið 2003 voru atvinnuleyfi vegna Kárahnjúka um 12% af atvinnuleyfum en tæpur fjórðungur árið 2004. Innflutningur vinnuafis virðist því vera orðinn hluti af starfsumhverfi fyrirtækja.

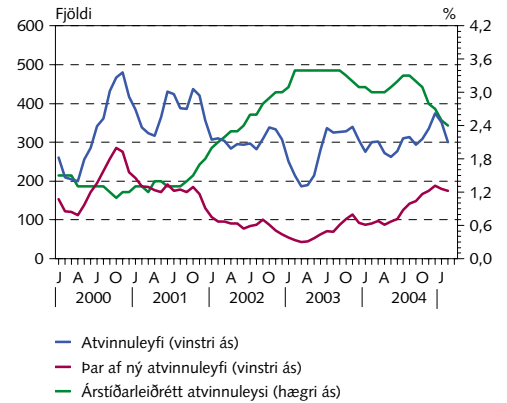
1.3. Vinnuafli vantalið í vinnumarkaðskönnun en ofmetið í staðgreiðslugögnum

Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar og tölur um fjölda á staðgreiðsluskrá gefa nokkuð ólíka mynd af breytingum á vinnuafli á milli áruna 2003 og 2004 eins og fram kemur í mynd 5. Ljóst er að erlent vinnuafli, sem er hér aðeins tímabundið, kemur illa og seint fram í vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar en ætti að koma að mestu fram í staðgreiðsluskrá. Hins vegar kemur fólk í fæðingarorlofi fram á staðgreiðsluskrá, en reiknast ekki til vinnuafisins samkvæmt vinnumarkaðskönnun. Eðlilegt er því að einhver munur sé á þessu tvennu. Eigi að síður kemur á óvart hversu misvísandi vísbendingar vinnumarkaðskönnunin og staðgreiðsluskráin gefa um breytingar á vinnuafli.

Ef vanmats gætir í vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar vegna aukins innflutnings vinnuafis má gera ráð fyrir að vinnuafisnotkun hafi verið meiri á árinu 2004 en tölurnar gefa til kynna. Hins vegar gæti aukning fjölda starfandi verið ofmetin í staðgreiðsluskrá, vegna þess að fólk í fæðingarorlofi hefur fjölgað.¹⁰ Ef frásagnir verkalýðshreyfingarinnar um fjölda starfsmanna sem eru hér við vinnu en utan skrár eru réttar, er vinnuaflið vantalið bæði í vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar og gögnum um staðgreiðslu.

Mynd 4

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi og útgæfin atvinnuleyfi 2000-2005¹

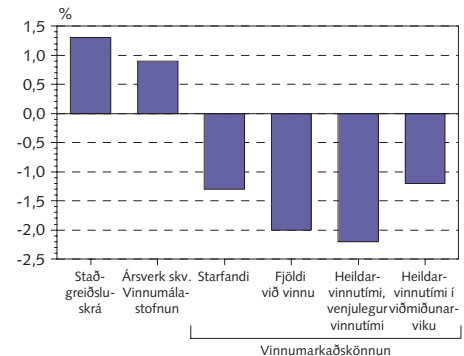


1. Tölur um atvinnuleyfi sýna þriggja mánaða hreyfanleg meðaltöl. Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Breyting á vinnuafli á milli 2003 og 2004

1.- 3. ársfjórðungur¹



1. Tölur úr staðgreiðsluskrá fyrir 4. ársfj. 2004 hafa ekki verið birtar. Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun.

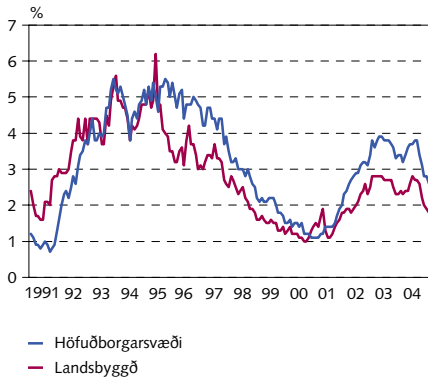
8. Samband hagsveiflunnar og flutninga til og frá landinu hefur verið metið fyrir tímabilið 1962 til 1997 (Arnór Sighvatsson o. fl., 2000).

9. Þótt ekki komi allir erlendir ríkisborgarar hingað til lands til að vinna á það við um flesta.

10. Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar.

Mynd 6

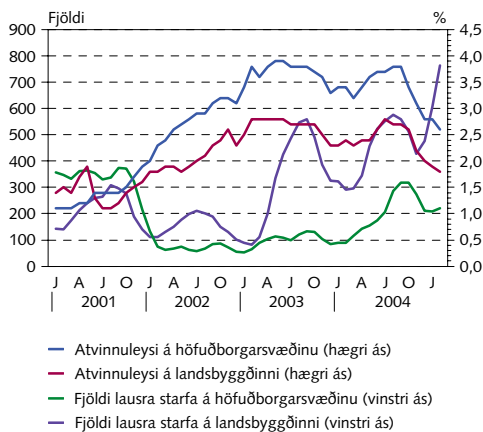
Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi á höfuðborgarsvæðinu og landsbyggðinni 1991-2005



Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

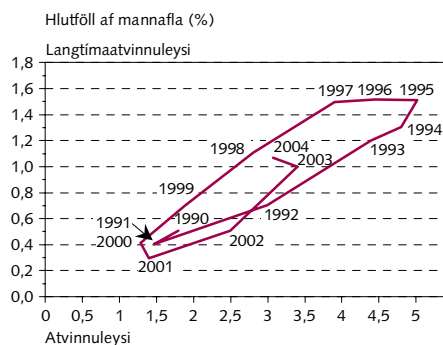
Atvinnuleysi og störf í boði hjá vinnumiðlunum eftir búsetu



Heimildir: Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Samband atvinnuleysis og langtímaatvinnuleysis



Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

2. Fleiri laus störf – meira atvinnuleysi

2.1. Atvinnuleysi. Hvað er nýtt?

Þróun atvinnuleysis undanfarið hefur verið með nokkuð öðru móti en í niðursveiflunni í upphafi síðasta áratugar. Samdráttarskeiðið nú var stutt og atvinnuleysi töluvert minna en þá varð. Atvinnuleysi á höfuðborgarsvæðinu var frá upphafi mun meira en á landsbyggðinni, bæði meðal karla og kvenna, ólíkt því sem varð í upphafi tíunda áratugar, þegar atvinnuleysi á landsbyggðinni var meira í upphafi.¹¹

Minna atvinnuleysi á landsbyggðinni nú stafar fyrst og fremst af því að samdrátturinn árin 2001 til 2002 stafaði af gengislækkun og aðlögun eftirspurnar í kjölfarið en flest samdráttarskeið sögunnar, og þar með samdráttarskeiðið á síðasta áratug, hafa átt upptök sín í lægð í sjávarútvegi sem hefur m.a. komið fram í meira atvinnuleysi á landsbyggðinni. Átaksverkefni sem sett voru í gang á árinu 2003 kunna einnig að hafa haft meiri áhrif á atvinnu karla á landsbyggðinni. Tölur vinnuþéttleikunnar benda jafnframt til að konur á landsbyggðinni hafi beinlínis horfið af vinnuþéttleika. Flutningur fólks af landsbyggðinni til höfuðborgarsvæðisins á meðan á uppsveiflunni stóð gæti einnig átt þátt í meira atvinnuleysi á höfuðborgarsvæðinu. Einna mest kemur þó á óvart að atvinnuleysi skuli aukast á árinu 2003 á sama tíma og framboð lausra starfa á skrá hjá vinnumiðlunum tvöfaldað.¹²

2.2. Aukið langtímaatvinnuleysi

Langtímaatvinnuleysi jókst einnig á árinu 2003.¹³ Mynd 8 sýnir samband langtímaatvinnuleysis og atvinnuleysis frá árinu 1990. Langtímaatvinnuleysi eykst eins og atvinnuleysi á árunum 1991 til 1995 en stendur síðan í stað fyrstu tvö árin eftir að draga tekur úr atvinnuleysi. Svipað samband er á milli langtímaatvinnuleysis og atvinnuleysis á árunum 2001 og 2002. Árið 2003 virðist langtímaatvinnuleysi hafa vaxið hraðar en í lok síðustu niðursveiflu. Langtímaatvinnuleysi hélt einnig áfram að aukast á árinu 2004 eftir að dregið hafði úr atvinnuleysi á ný, ólíkt því sem gerðist árið 1996.

Bæði aukið atvinnuleysi og aukið langtímaatvinnuleysi samtímis því að störfum fjölgar töluvert bendir til aukins misgengis milli eftirspurnar og framboðs á vinnuþéttleika á árinu 2003 og vekur upp spurningu um hvort dregið hafi úr sveigjanleika á vinnuþéttleika.

2.3. Dregur úr sveigjanleika á íslenskum vinnuþéttleika?

Bandaríski hagfræðingurinn R. Solow (1998) hefur lagt til að nota megi svokallaða Beveridge-kúrfu til að skoða hvort breyting hafi orðið á sveigjanleika á vinnuþéttleika. Beveridge-kúrfan sýnir hvernig samband eftirspurnar (framboð lausra starfa - lóðrétti ásin) og framboðs (atvinnuleysi - lárétti ásin) á vinnuþéttleika þróast yfir tíma. Í jafn-

11. Aukið atvinnuleysi á landsbyggðinni í upphafi árs 2001 stafar af verkefnaskorti í frystihúsum vegna verkfalls sjómanna.

12. Jafnvel þótt lausum störfum á Austurlandi sé sleppt, fjölgar lausum störfum árið 2003 um rúm 60%.

13. Langtímaatvinnuleysisir teljast þeir sem hafa verið atvinnuleysisir lengur en sex mánuði.

vægi hreyfast atvinnuleysi og fjöldi starfa í gagnstæðar áttir yfir hagsveifluna eftir niðurrhallandi línu (oft nefnd u/v lína eða NV-SA lína) í takt við breytingar á eftirspurn eftir vinnuafli. Hliðrist kúrfan út á við (NA) má draga þá ályktun að breyting hafi átt sér stað sem hefur áhrif á samstillingu framboðs og eftirspurnar eftir vinnuafli. Kúrfan getur hliðrast vegna breytinga á öðru hvoru eða hvoru tveggja í senn, eftirspurn eftir vinnuafli og framboði þess. Líklegt er að hliðrun kúrfunnar til hægri stafi af einhverjum þeim breytingum á stofnunum vinnu- markaðar sem hafa í för með sér að dregið hafi úr hæfni þeirra til að bregðast við áföllum. Oftast myndast fljótlega nýtt jafnvægi milli eftirspurnar og framboðs (ný NV-SA lína) en stafi hliðrun kúrfunnar af því að dregið hafi úr sveigjanleika gerist það við hærri atvinnuleysis- stig (jafnvægisatvinnuleysi).

2.4. Íslenska Beveridge-kúrfan

Eins og sjá má á mynd 9 hreyfðust atvinnuleysi og störf í boði á árunum 1996 til 2002 eins og búast hefði mátt við í takt við hagsveifluna.¹⁴ Árið 2003 eykst hins vegar hvort tveggja samtímis, atvinnuleysi og fjöldi starfa, og veldur því að kúrfan hliðrast til hægri. Á liðnu ári virðist samband atvinnuleysis og framboðs starfa aftur komið á rétta braut miðað við hagsveifluna, störfum fjölgar og dregur úr atvinnuleysi, en við meira atvinnuleysi. Hliðrun kúrfunnar gæti bent til að dregið hafi úr samstillingu framboðs og eftirspurnar eftir vinnuafli og vekur upp spurningu um hvort það stafi af breytingum á stofnunum vinnu- markaðar.

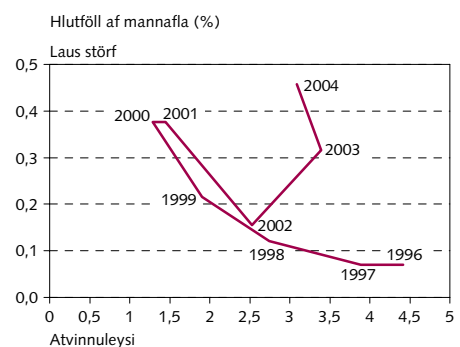
2.5. Stofnanir vinnu- markaðar

Tvær stofnanir vinnu- markaðarins, atvinnuleysisbótakerfi og verk- lýðshreyfing, eru taldar hafa mest áhrif á frammistöðu hagkerfa (Nickell og Layard, 1999). Þetta eru einmitt þær stofnanir vinnu- markaðar sem OECD hefur undanfarinn áratug talið að þurfi að breyta hér á landi til að auka sveigjanleika á vinnu- markaði. Líklega telur OECD lítið hafa áunnist í þessum efnum, því að tilmæli þeirra í ár, sem eru þau að stytta atvinnuleysisbótatímabilið og auka dreifstýr- ingu í kjarasamningum, eru efnislega hin sömu og í atvinnurannsókni stofnunarinnar (e. job study) árið 1994.¹⁵ Einnig hafa stundum fylgt með tilmæli um að draga úr greiðslum fyrir vinnu utan hefðbundins vinnutíma (t.d. árið 1998). Þau tilmæli fylgja ekki í nýjustu skýrslunni enda hafa aðilar vinnu- markaðarins í undangengnum kjarasamningum tekið skref í þá átt að draga úr þeim kostnaði.

2.5.1. Atvinnuleysisbætur

Atvinnuleysisbótakerfi getur dregið úr hvata til að taka störfum sem í boði eru og þannig aukið atvinnuleysi, sérstaklega langtímaatvinnu-

Mynd 9
Atvinnuleysi og laus störf
1996-2004



Heimild: Vinnu- málastofnun.

14. Þær tölur sem hér eru notaðar eru þær tölur sem Vinnu- málastofnun safnar saman frá vinnumiðlunum (frá árinu 1996). Marktækar eldri tölur um framboð starfa hér á landi eru ekki til. Öll laus störf eru ekki auglýst hjá vinnumiðlunum en sambandið milli starfa á skrá hjá vinnumiðlunum og atvinnuleysis ætti engu að síður að vera góður mælikvarði á sam- stillingu á vinnu- markaði.

15. Eins og fram kemur hér á eftir var gerð breyting á lengd bótatíma árið 1997, en OECD telur ekki nóg að gert og eru enn í nýjustu skýrslunni tilmæli um að stytta bótatímabilið.

leysi. Auk upphæðar bóta skiptir máli hversu viðtækur réttur er til þeirra, hver lengd bótaréttar er og hvernig reglum er framfylgt. Spurningin er hvort orðið hafi einhverjar þær breytingar tengdar bóta-kerfinu að undanfögnu sem draga úr vilja atvinnulausra til að taka störfum sem eru í boði.

2.5.2. Lengd bóta og bótaréttur

Tvær breytingar hafa verið gerðar undanfarinn áratug á atvinnuleysisbótakerfinu sem skipta máli í þessu samhengi. Árið 1993 var bótaréttur útvíkkaður til einyrkja og launafólks utan stéttarfélaganna.¹⁶ Árið 1997 var bótarétturinn hins vegar stytur í fimm ár, en bótatímabil hafði áður verið ótakmarkað í raun.¹⁷ Stytting bótatímans skýrir varla aukið langtímaatvinnuleysi. Hún ætti frekar að draga úr því.¹⁸ Einnig er ólíklegt að breyting á bótarétti fyrir tíu árum hafi áhrif nú en gæti hins vegar hafa haft áhrif á langtímaatvinnuleysi í niðursveiflunni í upphafi síðasta áratugar.

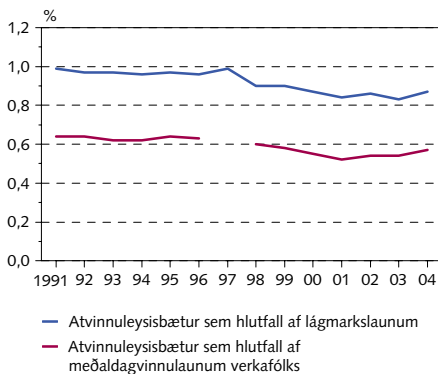
2.5.3. Upphæð bóta

Örlátt atvinnuleysisbótakerfi getur haft áhrif á það hvort atvinnulausir ráði sig til starfa strax og þeim býðst starf eða hvort þeir biða betra tilboðs eða kjósa jafnvel að vinna ekki um tíma. Eins og fram kemur í mynd 10 hefur hlutfall atvinnuleysisbóta af lágmarkslaunum lækkað stöðugt frá árinu 1997.¹⁹ Atvinnuleysisbætur hafa ekki haldið í við hækkun lágmarkslauna eftir að tengslin á milli launa og bóta voru rofin árið 1998, en samið var um verulega hækkun lágmarkslauna umfram almenn laun í kjarasamningum árin 1997 og 2000.^{20,21} Á árunum 1991-1997 var hlutfall bóta að meðaltali 97% af lágmarkslaunum en hefur síðan verið að meðaltali 87%. Hlutfall atvinnuleysisbóta af meðaldagvinnulaunum verkafólks lækkaði einnig á sama tíma en ekki jafn mikið, úr 63% af meðaldagvinnulaunum í 56%. Því verður að telja ólíklegt að samspil launa og bóta á undanfögnu árum dragi úr vilja atvinnulausra til að ráða sig til starfa umfram það sem var í síðustu niðursveiflu.

Ekkert bendir heldur til að breyting hafi orðið á framfylgd reglna að undanfögnu. Breytingar á atvinnuleysisbótakerfinu virðast því ekki skýra misgengi framboðs og eftirspurnar á vinnumarkaði. Eftir stendur sú spurning hvort breyting hafi orðið á áhrifum verkalýðshreyfingar að undanfögnu sem gætu hafa dregið úr sveigjanleika launa, en leitast verður við að svara henni í næsta kafla.

Mynd 10

Atvinnuleysisbætur sem hlutfall af dagvinnulaunum verkafólks



1. Brot varð í röðinni vegna breytinga á launakönnun Kjararannsóknarnefndar árið 1997.
Heimildir: Kjararannsóknarnefnd, Vinnuálastofnun, Samtök atvinnulífsins.

16. Réttur til atvinnuleysisbóta hafði áður verið takmarkaður við þá sem voru í stéttarfélagum.
17. Bætur voru greiddar í 52 vikur en féllu svo niður í 16 vikur en þá myndaðist nýr bótaréttur. Ef bótaþegi hins vegar fór á námskeið eða tók þátt í vinnumarkaðsaðgerð hélt hann bótum eins lengi og hann var atvinnulaus.
18. OECD telur enn að stytta þurfi bótatímabilið.
19. Munur á bótum og launum á fyrri og seinni hluta tímabilsins er í raun meiri því að fram til ársins 1996 var einnig greidd sérstök uppbót til þeirra sem höfðu verið atvinnulausir í 87 daga.
20. Miðað var við texta fiskverkfólks eftir fimm ár í starfi.
21. Sérstök hækkun lægstu launa í kjarasamningunum árið 1997 tók gildi 1. janúar árið 1998.

3. Lítið launaskrið – skortur á fólki

Lítið launaskrið hefur komið á óvart í greinum þar sem umframeftirspurn er eða hefur verið við það að myndast. Skapar atvinnuleysi í öðrum greinum þrýsting á laun, eða á það sér aðrar skýringar?

3.1. Samkeppni á vörumarkaði og vinnumarkaði

Markaðsbrestir á vinnumarkaði hafa lengi verið umfjöllunarefni hagfræðinga.²² Til dæmis hefur mismunandi frammistaða hagkerfa Evrópu og Bandaríkjanna undanfarna áratugi m.a. verið skýrð með vinnumarkaðsbrestum í Evrópu.²³ Lengst af var áhersla lögð á að skoða áhrif mismunandi stofnana vinnumarkaðar á atvinnuleysi og hagvöxt. Undir lok síðasta áratugar var farið að beina sjónum í auknum mæli að samspili markaðsbresta bæði á vinnu- og vörumörkuðum. Talið var að breytingar á vörumarkaði væru jafnvel forsenda þess að unnt væri að vinna bug á markaðsbrestum á vinnumarkaði. Niðurstöður þessara rannsókna eru ágætlega dregnar saman í eftirfarandi tilvitnun (Nicoletti o.fl., 2001):

„Kerfisumbætur sem miða að því að draga úr viðskiptahindrunum, ríkisforsjá og kostnaði fyrirtækja vegna markaðsaðgangs geta örvað framleiðslu og atvinnu þar sem eftirspurnarteygni eykst og í kjölfarið lækkar álagning á vörur og vinnumarkaður verður ekki eins niðurnjörvaður. Slíkar kerfisumbætur kunna að hafa eftl atvinnustig um 1/2 til 2 1/2 prósentur í OECD-löndum undanfarna tvo áratugi. Ljóst er að aukin samkeppni á vörumarkaði þrýstir niður launum til skamms tíma, einkum í mjög vernduðum greinum vinnumarkaðarins þar sem launþegar hafa hvað mest tækifæri til rentusóknar. Ein ástæða fyrir því hversu erfiðlega hefur gengið að gera breytingar á vinnumarkaði víða er einmitt að ákveðnir hópar hafa notið rentu af stöðu sinni og eru í góðri aðstöðu til að veita viðnám (Blanchard og Giavazzi, 2001). Til langs tíma stuðlar aukin samkeppni þó að því að bæta raunlaun sökum jákvæðra áhrifa á framleiðni.“²⁴

Undanfarinn áratug hafa átt sér stað grundvallarbreytingar á ís-ensku efnahagslífi. Samkeppni hefur aukist, dregið hefur úr eignarhaldi hins opinbera á atvinnufyrirtækjum og íslenskt efnahagslíf, þ.á m. vinnumarkaðurinn, er opnara fyrir umheiminum. Niðurstaða nýj-ustu úttektar OECD á Íslandi er einmitt sú að bætt frammistaða hagkerfisins frá miðjum síðasta áratug stafi fyrst og fremst af áhrifum aukinnar samkeppni á vörumarkaði. Spurningin er hvort áhrifa aukinnar samkeppni hafi orðið vart á launamyndun.

Samkeppni hér á landi hefur aðallega verið í gegnum verðsamkeppni innfluttrar vöru við innlenda framleiðslu og í gegnum samkeppni útfluttrar vöru við vörur á erlendum mörkuðum. Lítið hefur verið um að

22. M.a. ýmsar skýrslur frá OECD, ES og IMF.

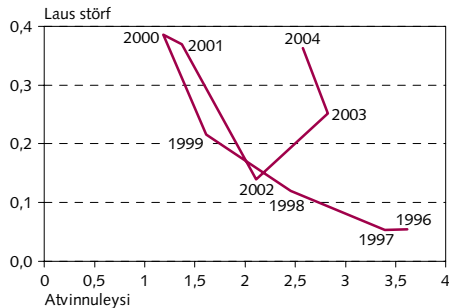
23. Sjá t.d. kafla VII Recent labour-market performance and structural reforms í *OECD Economic Outlook*, No. 67.

24. OECD 2003, bls. 12-13.

Mynd 11

Atvinnuleysi og laus störf,
landið allt án Austurlands

Hlutföll af mannafla (%)

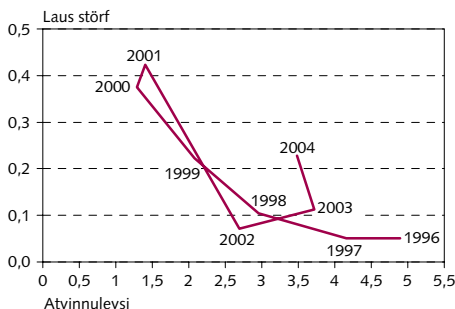


Heimild: Vinnuálastofnun.

Mynd 12

Atvinnuleysi og laus störf,
höfuðborgarsvæði

Hlutföll af mannafla (%)

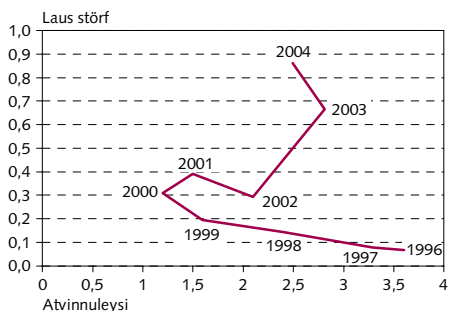


Heimild: Vinnuálastofnun.

Mynd 13

Atvinnuleysi og laus störf, landsbyggð

Hlutföll af mannafla (%)



Heimild: Vinnuálastofnun.

erlend fyrirtæki hafi komið beint inn á íslenskan markað. Samkeppni hefur verið töluverð í framleiðslugeiranum og í alþjóðlegum samöngum en minni á öðrum sviðum. Vegna smæðar markaðarins kemst samkeppni oft ekki á nema með beinni samkeppni að utan.²⁵ Niðurstöður rannsóknar Ásgeirs Jónssonar og Sigurðar Jóhannessonar sýna að samkeppni skiptir máli þegar launahækkningar eru annars vegar. Í niðursveiflunni á síðasta áratug urðu mun minni launahækkningar í samkeppnisgreinum en í vernduðum greinum og þar varð jafnframt meiri nafnlaunalækkun, bæði á grunnlaunum og meðaltímakaupi.

Aukin samkeppni gæti því skýrt hversu lítið launaskrið hefur verið, jafnvel í þeim geirum þar sem umframeftirspurn eftir vinnuafli hefur verið fyrir hendi að undanförunu. Í þessu sambandi er áhugavert að skoða sérstaklega bygginga- og verktakageirann. Þar hefur samkeppni aukist verulega milli innlendra aðila, en einnig hefur bein erlend samkeppni komið til við útboð á stórum verkum undanfarið.²⁶ Töluverð umframeftirspurn hefur verið eftir iðnaðarmönnum og sérhæfðu fólki til starfa við stóriðjuframkvæmdir og byggingavinnu. Það sama gerðist í síðustu uppsveiflu. Virðist sem fyrirtæki í þessum geira flytji í auknum mæli inn vinnuafli vegna tímabundinna hápunkta í stað þess að yfirbjóða starfsmenn annarra fyrirtækja.

3.2. Aukin samvinna

Bent hefur verið á að aukin samkeppni á vinnumarkaði geti stuðlað að hagkvæmari niðurstöðu kjarasamninga milli atvinnurekenda og verkalyðshreyfingar þar sem báðir aðilar sjái hag í að taka mið af greiðslugetu fyrirtækisins (Nickell og Layard, 1999). Niðurstaða kjarasamninga á almennum vinnumarkaði að undanförunu bendir til að samkeppni hafi haft jákvæð áhrif á þessar stofnanir vinnumarkaðarins. Í síðustu kjarasamningum var t.d. samið um töluvert aukinn sveigjanleika vinnutíma og vaktaskipulag sem ætti að geta dregið úr launakostnaði, aukid hagræðingu og stuðlað að aukinni framleiðni nýti fyrirtæki sér hann.

3.3. Auglýst störf

Hvorki breytingar á bótakerfi né samskipti aðila vinnumarkaðar virðast því hafa dregið úr sveigjanleika á vinnumarkaði. Þvert á móti virðist hann hafa aukist. Hvað orsakaði þá hliðrun Beveridge-kúrfunnar árið 2003?

Störfum á landsbyggðinni fjölgaði árið 2003 töluvert meira en á höfuðborgarsvæðinu. Hugsanleg skýring er aukinn innflutningur vinnuafis tengdur stóriðjuframkvæmdunum við Kárahnjúka, en farið var að auglýsa störf þar um mitt ár 2003. Eins og fram kemur á mynd 11 breytir þróunin á Austurlandi þó litlu um heildarmyndina.²⁷ Fjöl-

25. Sjá t.d. OECD Economic Surveys, Iceland árin 1995, 1997, 1998 og 2005.

26. Aðkoma erlendra verktaka er ekki ný af nálinni. T.d. fékk erlendir verktaki, Technoprom-export, verkefnið að leggja Búrfellslínu fyrir Landsvirkjun árið 1998.

27. Þar sem ekki var hægt að fá upplýsingar um hversu stór hluti framboðs starfa á Austurlandi var vegna Kárahnjúka var reynt að hreinsa burt áhrif framkvæmdanna. Í fyrsta lagi var gert ráð fyrir því að aukid framboð starfa á Austurlandi fylgdi sömu þróun og á landinu öllu annars vegar og á landsbyggðinni hins vegar. Einnig var skoðað sambandið milli framboðs starfa og atvinnuleysis með því að sleppa Austurlandi og er það samband sýnt í mynd 11.

un starfa á landsbyggðinni er því ekki einungis tengd stóriðjuframkvæmdum eins og sést á mynd 7 því að lausum störfum fjölgar t.d. á vormánuðum öll árin.

Þegar Beveridge-kúrfa fyrir hvert hinna gömlu kjördæma er skoðuð kemur fram hliðrun á kúrfunni árið 2003 en mismikil eftir landshlutum. Störfum fjölgar einna mest á Norðurlandi vestra og eystra og Vestfjörðum. Samkvæmt upplýsingum frá vinnumiðlunum á þessum svæðum gæti skýringin á þessari miklu aukningu að einhverju leyti legið í því að atvinnurekendur auglýsa eftir starfsfólki töluvert löngu áður en þeir þurfa það til starfa. Störfin eru því fyrir hendi á vinnumiðlunum í nokkra mánuði. Hugsanlega hafa atvinnurekendur auglýst störf árið 2003 með lengri fyrirvara en áður og þau verið lengur á skrá, þar sem atvinnuleysi var orðið töluvert og líklegra að umsóknir um atvinnuleysi fengju neikvæða umsögn væri ekki farið að ytrustu reglum.²⁸

3.4. Menntun og misgengi

Bent hefur verið á að misræmi milli eftirspurnar og framboðs á íslenskum vinnumarkaði hafi aukist (Lilja Mósesdóttir, 2004). Vinnuaflíð samanstandi annars vegar af stórum hópi ófaglærðra og hins vegar af fólki með mikla menntun.

Þegar skoðaðar eru breytingar á samsetningu atvinnulausra eftir starfsstétt frá árinu 2000 kemur fram að hlutur stjórnenda, sérfræðinga og sérmenntaðs starfsfólks eykst töluvert. Árið 2001 voru atvinnulausir í þessum hópum tæplega 13% atvinnulausra en hlutur þeirra jókst í um 17% árin 2002 og 2003 og 19% árið 2004. Einnig er athyglisvert að á árinu 2004 dró úr atvinnuleysi allra starfsstétta nema þessara. Svipað mynstur er í skiptingu atvinnulausra eftir menntun. Hlutfall fólks með háskólapróf í hópi atvinnulausra hækkaði úr 7½% árið 2001 í tæplega 10% árið 2004. Háskólamenntað fólk er jafnframt eini hópur atvinnulausra sem fjölgaði í á árinu 2004.

Samstilling starfa og þekkingar virðist því ekki hafa tekist sem skyldi að undanförmu, sem birtist m.a. í auknu atvinnuleysi háskólamenntaðs fólks og þá sérstaklega á árinu 2004 á sama tíma og dró úr atvinnuleysi annarra hópa. Atvinnuleysi er þó enn mest meðal ófaglærðra enda hefur nokkuð verið um að framleiðslustarfsemi hafi verið flutt úr landi á undanförmum árum. Innflutningur vinnuafls er einnig skýr vísbending um að ekki sé nægt framboð vinnuafls með þá þekkingu sem atvinnulífið þarf.

28. Þetta minnir okkur á að þegar aðstæður breytast jafn mikið og raun er á skömmum tíma, getur verið varasamt að lesa í hagvísu með sama hætti og áður. Tölur um framboð starfa nú geta sagt aðra sögu en þær gerðu fyrir nokkrum árum þegar laust starf hjá vinnumiðlun þýddi að starfsfólk vantaði strax, en ekki eftir nokkra mánuði. Við sjáum einnig að opinberar tölur um vinnuaflsnotkun segja ekki alla söguna. Nauðsynlegt er að upplýsingar liggi fyrir bæði um hlut innlands og innflutts vinnuafls, því að opinn vinnumarkaður er kominn til að vera.

4. Niðurstöður

Aukin samkeppni á vörumarkaði er beint eða óbeint lykillinn að svari við þversagnakenndri þróun vinnumarkaðar að undanfögnu. Leiða má líkur að því að samdráttur í vinnuafslnotkun þrátt fyrir töluverðan hagvöxt skýrist að hluta af kerfisbreytingum í íslensku efnahagslífi. Aukin samkeppni á vörumarkaði hefur breytt aðstæðum á vinnu- markaði. Atvinnurekendur þurfa að halda niðri kostnaði þar sem þeir geta ekki varpað honum út í verðlagið í sama mæli og áður. Þeir kjósa því að flytja inn vinnuafli í stað þess að yfirbjóða starfsmenn annarra fyrirtækja.

En fleira hefur komið til. Áhrif ofpenslu þjóðarbúskaparins í lok síðustu uppsveiflu, sem birtist m.a. í háu launahlutfalli, verkuðu sem hvati til hagræðingar og hafa dregið úr innlendri vinnuafslnotkun. Einnig ættu ýmsar breytingar sem gerðar hafa verið á kjarasamningum að undanfögnu að auðvelda betri nýtingu vinnuafsl. Innleiðing upplýsingatækninnar ætti einnig að hafa skilað sér í aukinni hagræðingu og minni vinnuafslnotkun hér á landi eins og annars staðar. Samdráttur í vinnuafslnotkun hefur þó líklega ekki verið eins mikill og opinberar tölur sýna, því að innflutningur vinnuafsl kemur ekki nægilega vel fram í hagtölum.

Ekkert bendir til að breytingar á atvinnuleysisbótakerfi og sambandi aðila vinnumarkaðar hafi dregið úr sveigjanleika vinnumarkaðar á undangengnum árum. Þróunin virðist frekar hafa verið í átt til aukins sveigjanleika.

Misræmi framboðs og eftirspurnar á vinnuarkaði á sér aðrar skýringar, svo sem samsetningu vinnuafslsins eftir menntun og lengri fyrirvara á auglýsingum eftir vinnuafli hjá vinnumiðlunum. Breytingar á skráningu lausra starfa ættu að leiða til þess að samband atvinnuleysis og framboðs starfa færðist nær stöðunni fyrir árið 2003, og til lengri tíma ætti að draga úr misræmi milli atvinnutækifæra og þekkingar vinnuafslsins.

Innflutningur vinnuafsl hefur, enn sem komið er, komið í veg fyrir launaskrið í geirum þar sem skortur er á starfsfólki. Ef atvinnurekendur leggja almennt áherslu á að yfirbjóða ekki starfsmenn annarra fyrirtækja heldur flytja inn vinnuafli til að mæta tímabundinni eftirspurn umfram innlent framboð dregur það úr hættu á að launakostnaður fari úr böndunum, eins og hann gerði í síðustu uppsveiflu. Aðhaldssamari og trúverðugri peningastefna í kjölfar upptöku verðbólgu- markmiðs kann einnig að leiða til þess að fyrirtækin, jafnvel í greinum þar sem samkeppni er ekki næg, geri sér grein fyrir að þau geti ekki lengur keppt um vinnuafli með yfirboðum og síðan veitt auknum launakostnaði út í verðlagið og treyst á gengislækkun til að jafna samkeppnisstöðu við útlönd. Þau verði því að hagræða í rekstri eða flytja inn vinnuafli.

Heimildir:

- Abowd, J. M. og T. Lemieux (1993). The effect of product market competition on collective bargaining agreements: the case of foreign competition in Canada, *Quarterly Journal of Economics* 108, 983-1014.
- Aiginger, K. (2004). *The relative importance of labour market reforms to economic growth – the European experience in the nineties*, Erindi flutt á NERO ráðstefnu OECD um vinnumarkað.

- Albæk, K. og H. Hansen (2004). The Rise in Danish Unemployment: Reallocation or Mismatch?, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 66, 4, 515-536.
- Arnór Sighvatsson, Már Guðmundsson og Þórarinn G. Pétursson (2000). Optimal Exchange Rate Policy: The Case of Iceland, *Central Bank of Iceland Working paper* nr. 8.
- Ásgeir Jónsson og Sigurður Jóhannesson (2002). Sveigjanleiki á vinnumarkaði og upptaka evrunnar, Rit SA 2002.
- Bernanke, B. (2003). The Jobless Recovery, ræða haldin á ráðstefnunni The Global Economic and Investment Outlook, Carnegie Mellon University 2003.
- Blanchard, O. og F. Giavazzi (2003). Macroeconomic effects of regulation and deregulation in goods and labor markets, *Quarterly Journal of Economics* 118, nr 3, 879-907.
- Lilja Mósesdóttir (2004). Policies shaping employment, skills and gender equality in the Icelandic labour market. *WELLKNOW National report*.
- Nickell, S. (1999). Product markets and labour markets, *Labour Economics* 6,1-20.
- Nickell, S. og R. Layard (1999). Labor market institutions and economic performance í bókinni *Handbook of Labor Economics*, vol 3.c. Ritstj. Ashenfelter, O.C. og Card, D.
- Nickell, S., J. Vainiomaki og S. Wadhawani (1994). Wages, unions and product market power, *Economica* 61, 457-474.
- Nicoletti, G. o.fl. (2001). Product and labour markets interactions in OECD countries, *OECD Economics Department Working Papers*, nr. 312.
- Nicoletti, G. og S. T. Scarpetta (2002). Regulation, Productivity, and Growth: OECD Evidence. Erindi flutt á 36th Economic Policy panel meeting (Kaupmannahöfn, október 2002)
- OECD Economic Outlook* No. 73 (júní 2003) Kafi V. Structural Policies and Growth.
- OECD Economic Surveys, Iceland* ár hvert 1994 til 2005.
- Solow, R. M. (1997). What is Labour-Market Flexibility? What is it Good for? *Keynes Lecture in Economics*. Proceedings of the British Academy, 97. 1998, 198-211.
- Stewart, M. B. (1990). Union wage differentials, product market influences and the division of rents. *Economic Journal* 100, 1122-1137.
- Wall, H. J. og Gylfi Zoega (2002). The British Beveridge curve: A tale of ten regions, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 64, 3, 257-276.

Peningastefnan og stjórnæki 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 stjórnæki 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 uppgjorsreikningar vegna greiðslujöfnunar milli innlánsstofnana og millibankaviðskipta, þar á meðal viðskipta við Seðlabankann. Vextir þessara reikninga mynda gólf fyrir daglávexti 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 daglávexti á millibankamarkaði.

Yfirlit vaxta Seðlabankans 28. febrúar 2005

Viðskiptaform	Vextir nú (%)	Síðast breytt	Breyting (prósentur)	Vextir fyrir ári (%)
Viðskiptareikningar	6,75	21. febrúar '05	0,50	2,8
Daglán	10,75	21. febrúar '05	0,50	7,7
Innstæðubréf (til 90 daga)	8,25	21. febrúar '05	0,50	4,8
Bindiskylda	7,75	21. febrúar '05	0,50	4,1
Endurhverfi viðskipti	8,75	22. febrúar '05	0,50	5,3

- *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, útgefin 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 stjórnæki 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 lausafjárgrótt. 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 verðbólguþolmiði sínu eða ef hann telur að gengissveiflur geti ógnað stöðugleika fjármála-kerfisins.

Annáll efnahags- og peningamála

Desember 2004

Hinn 2. desember ákvað bankastjórn Seðlabanka Íslands að hækka vexti bankans í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir um eina prósentu í 8,25% frá og með 7. desember. Aðrir vextir hækkuðu frá og með 11. desember, vextir daglána um eina prósentu og vextir viðskiptareikninga og innstæðna á bindireikningum um 1½ prósentu.

Hinn 2. desember var greint frá því í *Peningamálum* að Seðlabankinn myndi um áramót hætta kaupum á gjaldeyri á millibankamarkaði sérstaklega til styrkingar gjaldeyrisforða sínum. Hins vegar myndi bankinn halda áfram kaupum gjaldeyris til að fullnægja erlendri greiðsluþörf ríkissjóðs.

Hinn 2. desember voru fjárukalög fyrir 2004 samþykkt. Áætlaðar tekjur og gjöld ársins hækkuðu um 9 ma.kr. Þar af hækkuðu gjöld um 3 ma.kr. í meðförum þingsins en tekjur um rúmlega 1 ma.kr.

Hinn 2. desember samþykkti Alþingi að Íbúðalánasjóði væri heimilt að veita almenn 90% lán að ákveðinni hámarksfjárhæð, 14,9 m.kr.

Hinn 4. desember voru fjárlög fyrir 2005 samþykkt með 306 ma.kr. tekjum, 296 ma.kr. útgjöldum og 10 ma.kr. áætluðum rekstrarafgangi. Útgjöld hækkuðu um tvo milljarða króna í meðförum þingsins og tekjur um tæpan milljarð. Áætlaðar tekjur hækka um 5% að nafnvirði en 1% að raunvirði miðað við fjárlög og fjárukalög 2004. Gjöld eiga sömuleiðis að hækka um 5% að nafnvirði en standa nánast í stað að raunvirði. Útgjöld til fræðslumála hækka mest, um 1,7 ma.kr. að raunvirði.

Hinn 10. desember samþykkti Alþingi lög um viðtækar breytingar á lögum um tekjuskatt og eignarskatt. Tekjuskattur einstaklinga lækkar um eina prósentu í ársbyrjun 2005, um eina prósentu í ársbyrjun 2006 og um tvær prósentur 2007 og verður þá 21,75% af skattstofni. Eignarskattur einstaklinga og lögaðila er afnuminn, þannig að ekki verður lagður skattur árið 2006 á eignir í árslok 2005. Barnabætur hækka í tveimur álíka stórum áföngum á árunum 2006 og 2007. Í frumvarpi til laganna er áætlað að heildarframlög til barnabóta verði um 2,4 ma.kr. hærri á árinu 2007 en á árinu 2005.

Hinn 21. desember var dótturfélagi KB banka hf. í Finnlandi, Kaupthing Sofi Oyj, veitt bankaleyfi af finnska fjármálaeftirlitinu. Breyttist heiti dótturfélagsins í Kaupthing Bank Oyj. Þar með hafði KB banki hf. og dótturfélög hans bankaleyfi í fimm löndum.

Janúar 2005

Hinn 1. janúar hækkaði útsvarshlutfall í staðgreiðslu úr 12,83% í 12,98%. Munaði mest um að stjórnvöld í Reykjavík og Kópavogi ákváðu að fullnýta útsvarsheimildir sínar og leggja á 13,03% útsvar. Skatthlutfall í staðgreiðslu lækkaði þó um 0,85%, úr 38,58% í 37,73% vegna nýsamþykkrar lækkunar tekjuskatts.

Hinn 13. janúar var hlutafé í Íslandsbanka hf. hækkað um sem nam 1,8 ma.kr. að nafnverði. Upphaflega voru boðnir út 1.500 milljón hlutir til forgangsréttarhafa. Vegna umframeftirspurnar var ákveðið að bjóða 300 milljónir til viðbótar. Söluverð hins nýja hlutafjár var 10,65 kr. á hlut og markaðsvirði útboðsins rúmir 19 ma.kr. Heildarhlutafé Íslandsbanka hf. eftir þessa aukningu er 13 milljarðar hluta.

Hinn 20. janúar tilkynnti Landsbanki Íslands hf. að ákveðið hefði verið að stofna útibú í Bretlandi.

Febrúar 2005

Hinn 3. febrúar staðfesti alþjóðlega matsfyrirtækið Moody's Investors Service óbreyttar lánshæfiseinkunnir sínar fyrir Landsbanka Íslands hf., A3 fyrir langtímaskuldbindingar, P-1 fyrir skammtímaskuldbindingar og C fyrir fjárhagslegan styrkleika. Horfur um breytingar á matinu voru jákvæðar.

Hinn 10. febrúar hækkaði alþjóðlega matsfyrirtækið Standard & Poor's lánshæfiseinkunn ríkissjóðs á langtímaskuldbindingum í erlendri mynt úr A+ í AA- og fyrirtækið staðfesti einnig lánshæfiseinkunnina AA+ fyrir langtímaskuldbindingar í íslenskum krónum og A-1+ fyrir skammtímaskuldbindingar í erlendri mynt og íslenskum krónum. Horfur fyrir matið eru stöðugar. Lánshæfismat Íbúðalánasjóðs var hækkað samsvarandi en þó með neikvæðum horfum vegna breytinga sem orðið höfðu á stöðu sjóðsins í kjölfar komu banka inn á fasteignalánamarkað, sem leitt hafði til samdráttar í markaðshlutdeild sjóðsins.

Hinn 17. febrúar var Íslandsbanka hf. veitt leyfi til stofnunar banka af fjármálaráðuneytinu í Lúxemborg. Ráðgert er að hinn nýi banki taki til starfa á vormánuðum ársins 2005. Tilgangurinn er að víkka út starfsemi útibús bankans í Lúxemborg.

Hinn 18. febrúar sendi bankastjórn Seðlabanka Íslands greinargerð til ríkisstjórnarinnar í tilefni af verðbólgu umfram þolmörk í febrúar. Um leið var tilkynnt að bankastjórn hefði ákveðið að hækka vexti bankans í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir um ½ prósentu í 8,75% frá og með 22. febrúar. Aðrir vextir voru einnig hækkaðir um ½ prósentu frá og með 21. febrúar.

Mars 2005

Hinn 7. mars hækkaði alþjóðlega matsfyrirtækið Moody's Investors Service lánshæfiseinkunn sína fyrir Landsbanka Íslands hf. vegna langtímaskuldbindinga og innlána úr A3 í A2. Um leið staðfesti fyrirtækið P-1-einkunn vegna skammtímaskuldbindinga og C-einkunn vegna fjárhagslegs styrkleika. Horfur um breytingar á matinu voru stöðugar.

Hinn 15. mars jók Íslandsbanki hf. hlutafé sitt um rúma 134 milljón hluti að nafnverði. Hinir nýju hlutir voru greiddir út í formi arðs til þeirra hluthafa sem þess óskuðu á gengi 10,65 kr. á hlut. Skráð hlutafé félagsins á aðallista Kauphallar Íslands eftir hækkunina nam 13.134.816.315 kr. að nafnverði.

Töflur og myndir

Töflur og myndir miðast almennt við talnalegar upplýsingar sem fyrir lágu hinn 28. febrúar 2005. Gögn sem voru birt í mars voru þó notuð í töflum 2, 6, 9, 10, 11, 13, 19, 21 og 22. Skýringar á merkingu tákna eru á bls. 2.

A		Töflur
105	Tafla 1	Helstu mánaðarlegar vísbendingar
107	Tafla 2	Verðlagsþróun
108	Tafla 3	Gengisþróun
109	Tafla 4	Vextir
110	Tafla 5	Peningastærðir og útlán
111	Tafla 6	Reikningar lánakerfisins
112	Tafla 7	Fjármálamarkaður
112	Tafla 8	Vinumarkaður
113	Tafla 9	Þjóðhagslegt yfirlit
115	Tafla 10	Greiðslujöfnuður
117	Tafla 11	Erlend staða þjóðarbúsins
118	Tafla 12	Yfirlit um fjármál ríkissjóðs
119	Tafla 13	Fjármál hins opinbera
120	Tafla 14	Velta
120	Tafla 15	Raungengi íslensku krónunnar
121	Tafla 16	Fasteignamarkaður og eignaverð
121	Tafla 17	Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja
122	Tafla 18	Afkoma fyrirtækja
123	Tafla 19	Erlendur samanburður
123	Tafla 20	Alþjóðleg hagþróun
124	Tafla 21	Sögulegar hagtölur
127	Tafla 22	Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins
128	Tafla 23	Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum
B		Myndir
107	Mynd 1	Vísitala neysluverðs 1999-2005
107	Mynd 2	Vísitala neysluverðs eftir eðli og uppruna 1999-2005
108	Mynd 3	Vísitölur meðalgengis 1999-2005
108	Mynd 4	Gengi helstu gjaldmiðla gagnvart íslenskri krónu 2002-2005
109	Mynd 5	Ávöxtun á peningamarkaði 1997-2005
109	Mynd 6	Ávöxtun langtímaskuldabréfa 1997-2005
110	Mynd 7	12 mán. %-breyting peningamagns (M3), útlána innlánsstofnana og grunnfjár 1997-2005
110	Mynd 8	Útlánaflokkun innlánsstofnana 1992-2005
111	Mynd 9	Vöxtur útlána lánakerfisins 1994-2004
111	Mynd 10	Flokkun innlendra skulda lánakerfisins 1990-2004
112	Mynd 11	Þróun launa og kaupmáttar 1996-2005
112	Mynd 12	Atvinnuleysi og atvinnuþátttaka 1996-2005
113	Mynd 13	Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu og fjármunamyndunar 1980-2006
113	Mynd 14	Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun sem % af vergri landsframleiðslu 1980-2006
114	Mynd 15	Ársfjórðungslegur hagvöxtur 1998-2004
114	Mynd 16	Undirþættir hagvaxtar 1998-2004
115	Mynd 17	Vöruútflutningur og vöruinnflutningur 1996-2005
115	Mynd 18	Útflutt og innflutt þjónusta 1996-2004
116	Mynd 19	Ársfjórðungslegur viðskiptajöfnuður 1996-2004

- 116 Mynd 20 Nokkrir undirþættir fjármagnsjafnaðar 1996-2004
- 117 Mynd 21 Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða Seðlabankans 1996-2004
- 117 Mynd 22 Erlend staða Þjóðarbúsins 1980-2004
- 118 Mynd 23 Lánsfjárbörf og lántökur ríkis 1991-2005
- 118 Mynd 24 Mánaðarlegur tekjuafgangur ríkissjóðs 2002-2004
- 119 Mynd 25 Skuldir og tekjuafgangur hins opinbera 1991-2005
- 119 Mynd 26 Útgjöld og tekjur hins opinbera 1991-2005
- 120 Mynd 27 Veltubreyting milli ára 1998-2004
- 120 Mynd 28 Ársfjórðungslegt raungengi krónunnar 1980-2004
- 121 Mynd 29 Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2004
- 121 Mynd 30 Hlutabréfaverð 1998-2005
- 122 Mynd 31 Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka og sparisjóða 1995-2004
- 122 Mynd 32 Eiginfjárlutfall viðskiptabanka og sparisjóða 1995-2004
- 126 Mynd 33 Verðbólga 1939-2006
- 126 Mynd 34 Hagvöxtur 1945-2006
- 126 Mynd 35 Viðskiptajöfnuður 1945-2006
- 126 Mynd 36 Raungengi 1960-2005
- 126 Mynd 37 Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2006
- 126 Mynd 38 Raunávöxtun og peningamagn 1960-2004
- 127 Mynd 39 Hlutfallsleg atvinnuskipting 1970 og 2001
- 127 Mynd 40 Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir vöruflokkum 1970 og 2004
- 128 Mynd 41 Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir svæðum 1970 og 2004
- 128 Mynd 42 Hlutfallsleg skipting vöruinnflutnings eftir svæðum 1970 og 2004

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

	Verðlag		Gengi		Ávöxtun (í lok tímabils, %)			Peningastærðir (í lok tímabils) ⁵						
	% -breyting vísitölu neysluverðs ¹		% -breyt. meðal-gengis krónu ^{1,2}		Skuldabréfamarkaður			12 mán. %-breytingar						
	sl. 1 m.	sl. 12 m.	sl. 1 m.	sl. 12 m.	Endurhverf	3 mán. REIBOR ³	3 mán. ríkisvixlar	5 ára óverðr. ríkisbréf	10 ára spari-skrifteini ⁴	25 ára húsbíréf ⁴	Grunnfé	M3	Utlán	Erlent lánsfé
1999	.	3,4	.	0,2	9,0	11,7	9,8	9,6	4,7	4,8	75,9	16,9	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	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	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	0,9	-5,5
2003	.	2,1	.	6,4	5,3	5,1	4,8	7,5	4,3	4,6	-33,5	22,3	14,8	-5,6
2004	.	3,2	.	2,1	8,25	8,6	7,4	8,1	3,6	4,6	77,7	13,1	38,0	3,2
2003														
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	5,0	5,8
Mái	-0,2	2,2	1,2	8,9	5,3	5,3	4,8	6,6	4,4	4,8	-10,1	18,9	9,2	10,9
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	10,1	17,0
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	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	13,1	1,9
September	0,7	2,2	0,0	2,3	5,3	5,2	4,5	6,3	4,3	4,6	-5,4	23,0	12,4	-9,0
Oktober	0,5	2,2	0,6	3,2	5,3	5,1	4,6	6,9	4,2	4,6	-1,2	25,5	13,9	-16,9
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	13,6	-7,1
Desember	0,3	2,7	0,5	1,7	5,3	5,1	4,8	7,5	4,3	4,6	-33,5	22,3	14,8	-5,6
2004														
Janúar	0,0	2,4	3,3	2,7	5,3	5,3	5,1	7,3	4,4	4,7	-12,5	26,4	20,8	-19,1
Febrúar	-0,3	2,3	1,1	2,0	5,3	5,3	5,4	7,0	4,1	4,6	-30,0	22,5	21,4	-27,2
Mars	0,6	1,8	-1,7	0,5	5,3	5,4	5,0	6,8	3,9	4,4	-28,7	24,5	23,9	-25,8
Apríl	0,6	2,2	-1,5	-2,2	5,3	5,4	5,3	6,8	3,7	4,1	-7,7	21,1	23,5	-7,9
Mái	0,8	3,2	-0,3	-3,7	5,30	5,8	5,6	7,6	4,0	4,3	-32,4	18,4	19,8	-19,1
Júní	0,8	3,9	0,7	-1,1	5,75	6,1	6,0	7,6	3,9	4,2	-11,7	19,0	20,1	-17,1
Júlí	-0,5	3,6	0,3	1,4	6,25	6,5	6,0	7,7	3,9	4,7	23,8	24,7	20,5	-22,4
Ágúst	0,0	3,7	0,5	3,9	6,25	6,6	6,5	7,7	3,7	4,7	-15,8	15,4	23,6	-6,5
September	0,4	3,4	-0,3	3,6	6,75	6,9	6,8	7,6	3,7	4,7	-8,3	20,0	26,6	7,2
Oktober	0,8	3,7	0,6	3,6	6,75	7,2	7,0	7,7	3,7	4,6	3,5	17,4	32,4	7,3
Nóvember	0,2	3,8	1,4	4,6	7,25	7,7	7,5	8,0	3,6	4,6	7,4	14,9	34,9	3,3
Desember	0,5	3,9	4,5	8,7	8,25	8,6	7,4	8,1	3,6	4,6	77,7	13,1	38,0	3,2
2005														
Janúar	0,1	4,0	1,9	7,2	8,25	8,6	7,1	8,3	3,5	4,7	3,9	15,5	37,0	22,2
Febrúar	0,2	4,5	1,6	7,8	8,75	8,6	7,8	8,6	3,4	4,7	...	...	...	...

1. Árstölur eru breytingar milli ársmeðaltala. 2. M.v. opinbera gengisskráningavísitölu krónunnar og meðalgengi hvers tímabils. Jákvætt formerki táknar styrkingu gengisins. 3. Meðalávöxtun á millibankamarkaði lánaðstofnana með krónum. 4. Ávöxtun umfram verðtryggingu. 5. Árstölur eru breytingar yfir ár. Útlán til innlendra aðila eingöngu frá janúar 2002. Nýjustu tölur eru bráðabrigðatölur. 6. Erlendar skuldir innlánsstofnana.

Tafla 1 (frh.) Helstu mánaðarlegar vísbendingar

	Gjaldeyrismarkaður og gjaldeyrisforði		Utanríkisviðskipti og ytri skilyrði		Vinnumarkaður		Ríkisfjármál		Eignaverð					
	Gjaldeyrisforði Seðlabankans: Staða (má.kr.)	Hrein kaup SÍ sem hlutfall af erl. skt.sk. á markaði lánastofn. ⁸ (má.kr.)	Vöru-útlutn. (fob) (má.kr.)	Vöru-útlutn. innflutn. (fob) (má.kr.)	Útlf. verð s.j. aturða, 12 mán. %-br. ⁹	Rau- gengi ísl. krónu ¹⁰	At- vinnu- leysi	Launa- vísitala, 12 mán. %-br. ¹¹	Tekjujöfn. ríkis, % af tekjum frá áram. ¹²	12 mán. %-breyt. Úrvalsvísitala hluta- bréfa ¹³	Verð- íbúðar- húsn. ¹⁴			
1999	35,8	2,6	0,9	12,0	-22,9	144,9	167,8	-4,8	93,6	1,9	6,8	8,7	47,4	22,2
2000	34,2	2,1	0,6	-13,9	-38,0	149,3	187,3	-3,0	96,3	1,3	6,6	5,9	-19,3	13,3
2001	36,6	2,1	0,4	-29,5	-6,7	196,4	203,1	1,6	83,7	1,4	8,8	-0,2	-11,2	3,1
2002	37,2	2,5	0,2	4,5	13,1	204,3	191,2	3,3	88,5	2,5	7,2	-5,6	16,7	7,5
2003	58,1	3,5	0,3	43,2	-16,9	182,6	199,5	0,4	94,2	3,4	5,6	-3,4	56,4	9,1
2004	65,6	3,6	0,2	27,2	-37,8	202,4	240,2	0,6	97,2	3,1	4,7	0,1	58,9	23,3
2003														
Apríl	38,5	2,7	0,2	2,1	-2,4	14,1	16,5	4,2	95,9	3,9	5,6	-4,0	7,5	11,6
Mái	36,9	2,6	0,2	2,8	-1,7	15,1	16,8	0,5	97,1	3,6	5,6	-10,0	14,1	11,4
Júní	36,9	2,4	0,2	3,5	-3,2	14,3	17,5	-1,6	95,2	3,2	5,6	-7,7	14,6	14,8
Júlí	36,5	2,3	0,2	4,4	-5,0	15,0	20,0	-4,7	93,1	3,0	5,7	-11,4	19,4	13,9
Ágúst	41,0	2,5	0,2	4,0	-0,9	14,9	15,8	-1,2	91,4	2,9	5,7	-11,5	38,0	14,9
September	46,4	2,8	0,2	4,4	-4,7	14,6	19,2	0,0	91,5	2,7	5,6	-11,7	39,5	12,6
Oktober	51,7	3,1	0,3	4,4	-2,8	15,8	18,6	0,3	92,4	2,8	5,5	-9,6	48,7	12,4
Nóvember	57,8	3,5	0,3	3,8	-0,3	16,0	16,2	1,1	93,1	3,0	5,5	-10,2	52,7	12,7
Desember	58,1	3,5	0,3	3,7	-2,5	13,7	16,2	-1,4	93,6	3,1	5,4	-7,7	56,4	9,1
2004														
Janúar	56,7	3,4	0,3	7,0	0,3	16,7	16,4	-2,9	96,5	3,7	3,3	20,1	76,8	8,3
Febrúar	57,3	3,5	0,3	1,4	0,1	14,3	14,1	-2,3	97,3	3,6	3,3	18,4	89,3	9,2
Mars	66,7	3,8	0,3	1,8	-1,0	20,3	21,2	-2,7	95,8	3,5	3,8	7,2	79,8	9,7
Apríl	65,6	3,7	0,3	1,5	-3,2	16,8	20,0	-5,2	94,8	3,5	4,0	6,4	91,1	13,4
Mái	65,8	3,8	0,3	1,5	-3,6	15,0	18,6	-3,0	94,9	3,3	4,6	2,4	82,7	11,4
Júní	68,5	3,8	0,3	1,8	-7,2	16,0	23,1	-1,7	95,6	3,1	5,1	1,2	96,9	9,9
Júlí	68,1	3,8	0,3	1,4	-6,2	16,8	23,1	-0,1	95,8	3,0	5,1	-5,8	105,6	12,6
Ágúst	70,8	3,8	0,3	1,6	-6,5	14,1	20,6	3,3	96,4	2,9	5,2	-2,0	92,6	9,5
September	71,1	3,8	0,3	1,6	0,3	19,4	19,2	4,2	96,4	2,6	5,3	-3,4	109,3	14,3
Oktober	66,1	3,5	0,3	1,4	-4,5	17,1	21,6	4,7	97,1	2,7	5,3	0,1	75,1	13,8
Nóvember	67,1	3,6	0,2	4,9	-2,3	18,9	21,2	4,7	98,8	2,6	5,4	-1,8	74,4	17,3
Desember	65,6	3,6	0,2	1,4	-4,0	16,9	20,9	9,2	103,4	2,7	6,0	1,8	58,9	23,3
2005														
Janúar	65,0	3,5	0,3	0,8	-3,3	14,0	17,3	9,7	105,8	3,0	6,6	...	54,6	27,9
Febrúar	60,0	3,5	...	0,6	...	...	...	...	107,4	2,8	...	...	43,3	...

7. Gjaldeyrisforði í lok tímabils sem hlutfungi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvörunnflutnings sl. 12 mánuði. 8. Í nefnara eru erlendar skammtaskuldbindingar innlánsstofnana og fjárfestingarbanka. 9. Verð í SDR. Árstölur eru breyting milli ársméðaltala. 10. Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag á Íslandi og í 17 helstu viðskiptalöndum. 1980 = 100. Meðaltal tímabils. 11. Árstölur eru breyting milli ársméðaltala. 12. Greiðslugrunnur. Án eignasölu. Leibrétt fyrir örári bókun gjalda jan. - nov. 2004. 13. Árstölur eru breyting yfir ár. 14. Íbúðarhúsnæði á höfuðborgarsvæði (sjó sveltarfélag). Árstölur eru breyting yfir ár.

Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Ríkisbókhald, Vinnuástofofnum, Seðlabanki Íslands.

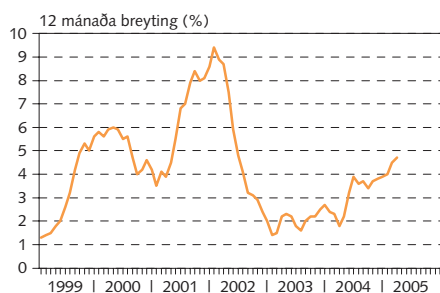
Tafla 2 Verðlagspróun

	2004						2005		
	júlí	ágúst	sept.	okt.	nóv.	des.	jan.	febr.	mars
Vísitala neysluverðs (maí 1988 = 100)	234,6	234,6	235,6	237,4	237,9	239,0	239,2	239,7	241,5
<i>1 mánaðar %-breytingar:</i>									
Vísitala neysluverðs	-0,5	-	0,4	0,8	0,2	0,5	0,1	0,2	0,8
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis	0,1	-0,4	0,6	0,2	0,1	0,6	-0,2	-0,1	-1,4
Búvara og grænmeti	0,9	1,3	-0,1	0,7	-0,7	1,3	1,1	-0,8	-2,0
Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks	-1,8	-0,8	0,9	1,8	-0,2	-0,2	-3,1	-1,1	1,6
Bensín	-2,3	3,3	-0,4	2,0	-2,2	-1,1	-5,7	0,1	2,7
Húsnæði	-0,4	0,6	0,7	0,9	1,1	1,1	1,9	2,4	2,2
Opinber þjónusta	0,6	0,4	-0,6	0,3	0,1	-	4,4	1,0	-0,2
Önnur þjónusta	0,4	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,4	0,9	0,4	0,6
Samræmd neysluverðsvísitala ESB ¹	-0,3	-0,2	0,5	0,5	0,1	0,3	-0,4	...	...
<i>12 mánaða %-breytingar:</i>									
Vísitala neysluverðs	3,6	3,7	3,4	3,7	3,8	3,9	4,0	4,5	4,7
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	2,5	1,8	2,0	1,1
Búvara og grænmeti	3,6	4,5	4,2	3,7	3,0	5,1	5,2	4,9	3,0
Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks	2,4	2,3	1,7	3,1	2,5	1,6	0,1	-0,5	-0,1
Bensín	12,7	16,4	13,0	19,2	16,6	12,6	4,3	4,9	9,9
Húsnæði	7,7	6,9	7,1	7,5	8,8	9,5	11,5	13,9	15,7
Opinber þjónusta	6,5	6,9	5,0	5,1	5,1	5,1	3,6	7,2	6,9
Önnur þjónusta	2,4	2,9	2,9	2,3	2,3	2,5	3,6	3,6	3,5
Samræmd neysluverðsvísitala ESB ¹	2,8	3,1	2,8	2,9	2,9	2,9	2,7	...	...
Vísitala byggingarkostnaðar ²	5,2	5,7	5,2	5,6	6,1	5,9	8,6	8,1	...
Fasteignaverð ³	12,6	9,5	14,3	13,8	17,3	23,3	27,9	...	...
<i>Verðlag erlendis og á heimsmarkaði, 12 mán. %-br.</i>									
Vísitala neysluverðs í Bandaríkjunum	3,0	2,7	2,5	3,2	3,5	3,3	3,0	...	...
Vísitala neysluverðs á evrusvæði ⁴	2,3	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	1,9	2,0	...
Hrávöruverð (án olíu) á heimsmarkaði	24,9	19,8	17,3	12,8	10,8	10,4	6,5	...	...
Olíuverð ⁵	34,1	42,8	59,8	68,5	49,3	32,2	42,0	46,3	...

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 (staðgreiðsluverð). 4. Samræmd neysluverðsvísitala (HICP). 5. Brent hráolía.

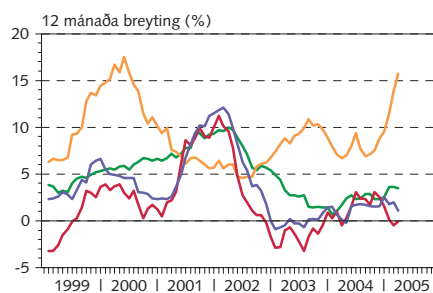
Heimildir: EcoWin, Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands.

Mynd 1
Vísitala neysluverðs
janúar 1999 - mars 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 2
Vísitala neysluverðs eftir eðli og uppruna
janúar 1999 - mars 2005



— Innlendar vörur án búvöru og grænmetis
— Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks
— Húsnæði
— Þjónusta einkaaðila

Heimild: Hagstofa Íslands.

Tafla 3 Gengisþróun

Mánaðarmeðaltöl	2004							2005		3 mán.
	júní	júlí	ágúst	sept.	okt.	nóv.	des.	jan.	febr.	%-br. til 28. febr.
<i>Vísitölur meðalgengis:</i>										
Gengisskráningarvog (31/12 '91 = 100)	122,7	122,3	121,7	122,1	121,4	119,7	114,5	112,5	110,7	7,6
Innflutningsvog (31/12 '94 = 100) ¹	103,9	103,5	103,0	103,4	102,8	101,3	97,0	95,2	93,7	7,6
Útflutningsvog (31/12 '94 = 100) ¹	105,0	104,7	104,2	104,5	103,8	102,4	98,0	96,2	94,7	7,5
<i>Gengisskráning Seðlabanka Íslands:²</i>										
Bandaríkjadalur	72,1	71,5	71,5	71,7	70,2	67,1	62,7	62,7	62,0	7,4
Evra	87,6	87,7	87,1	87,6	87,6	87,1	84,1	82,1	80,7	7,5
Japanskt jen	0,659	0,654	0,647	0,652	0,644	0,640	0,604	0,606	0,591	8,8
Sterlingspund	131,8	131,7	130,1	128,6	126,7	124,7	121,0	117,6	117,0	6,2
Dönsk króna	11,78	11,80	11,72	11,78	11,78	11,72	11,31	11,04	10,85	7,7
Norsk króna	10,57	10,36	10,46	10,48	10,64	10,70	10,23	10,00	9,70	9,2
Sænsk króna	9,58	9,54	9,48	9,64	9,67	9,68	9,36	9,07	8,88	9,2

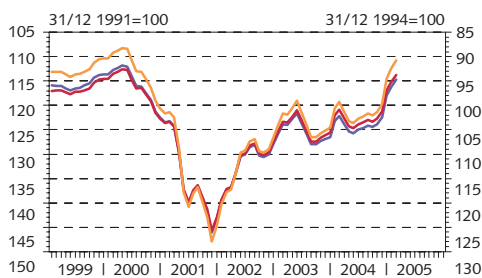
% -breytingar ³	Milli ársmeðaltala				Frá ársbyrjun til loka mán.			Sl. 12 mán. til loka		
	2001	2002	2003	2004	febr.'03	febr.'04	febr.'05	febr.'03	febr.'04	febr.'05
<i>Vísitölur meðalgengis:</i>										
Gengisskráningarvog (31/12 '91 = 100)	-16,7	3,0	6,4	2,1	2,9	2,9	3,1	12,3	1,2	9,4
Innflutningsvog (31/12 '94 = 100)	-16,4	3,1	6,6	2,3	2,8	3,0	3,1	12,5	1,6	9,3
Útflutningsvog (31/12 '94 = 100)	-17,0	3,0	6,2	1,8	2,9	2,8	3,0	12,1	0,9	9,4
<i>Gengisskráning Seðlabanka Íslands:²</i>										
Bandaríkjadalur	-19,3	6,8	19,2	9,5	3,8	1,9	1,1	29,2	11,4	15,4
Evra	-17,0	1,5	-0,6	-0,5	1,2	3,7	4,1	3,9	-3,3	7,9
Japanskt jen	-9,1	10,2	10,1	2,3	3,2	3,9	2,9	14,0	2,9	10,5
Sterlingspund	-15,3	2,6	9,4	-2,4	5,9	-1,9	1,5	15,9	-4,9	11,0
Dönsk króna	-17,0	1,2	-0,6	-0,4	1,2	3,8	4,1	3,9	-3,0	7,7
Norsk króna	-17,7	-5,2	5,9	4,1	7,4	8,2	4,0	4,1	9,6	1,3
Sænsk króna	-9,0	0,4	-1,0	-0,4	0,8	5,2	4,4	4,7	-2,5	6,0

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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Vísitölur meðalgengis
janúar 1999 - febrúar 2005



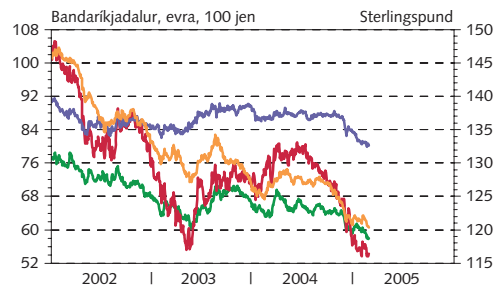
— Gengisskráningarvog (vinstri ás)
— Innflutningsvog (hægri ás)
— Útflutningsvog (hægri ás)

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Gengi helstu gjaldmiðla gagnvart íslenski krónu

Daglegar tölur, 3. janúar 2002 - 28. febrúar 2005



— Bandaríkjadalur
— Evra
— Sterlingspund
— Jen

Heimild: Seðlabanki Íslands.

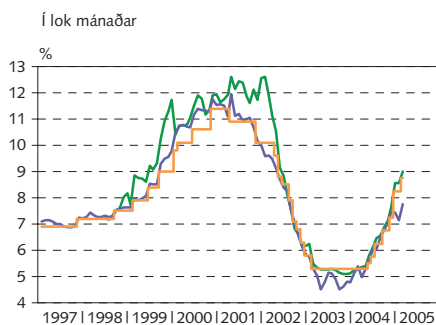
Tafla 4 Vextir

Allar tölur eru í %	Ársmeðaltöl ¹			Í lok mánaðar 2004-2005							
	2002	2003	2004	ágúst	sept.	okt.	nóv.	des.	jan.	febr.	
<i>Vextir Seðlabanka Íslands</i>											
Viðskiptareikningar lánastofnana	5,5	2,9	3,7	3,8	4,25	4,25	5,00	6,25	6,25	6,75	
Bindiskyldureikningar	7,1	4,2	4,9	5,0	5,50	5,50	6,00	7,25	7,25	7,75	
Daglán, forvextir	10,7	7,8	8,3	8,3	8,75	8,75	9,25	10,25	10,25	10,75	
Endurhverf verðbréfakaup	8,4	5,4	6,1	6,3	6,75	6,75	7,25	8,25	8,25	8,75	
<i>Ávöxtun á peningamarkaði²</i>											
REIBOR, yfir nótt	9,3	5,1	6,1	6,3	6,9	6,5	7,1	8,0	8,0	8,6	
REIBOR, 1 mán.	9,0	5,3	6,1	6,4	6,7	6,8	7,5	8,2	8,2	8,6	
REIBOR, 3 mán.	8,9	5,3	6,3	6,6	6,9	7,2	7,7	8,6	8,6	9,0	
REIBOR, 6 mán.	8,8	5,5	6,5	6,8	7,0	7,4	8,0	8,8	8,8	9,3	
Ríkisvixlar, 3 mán.	8,1	5,0	6,1	6,5	6,8	7,0	7,5	7,4	7,1	7,8	
Ríkisvixlar, 6 mán. ³	7,9	5,0	...	...	...	...	...	...	...	...
<i>Ávöxtun á skuldabréfamarkaði⁴</i>											
Ríkisbréf allt að 5 ára	8,1	6,8	7,6	7,7	7,6	7,7	8,0	8,1	8,3	8,6	
Spariskírteini, 10 ára	5,2	4,4	3,9	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	3,5	3,4	
Húsbréf, 25 ára ⁵	5,7	4,7	4,5	4,7	4,7	4,6	4,6	4,6	4,7	4,7	
Íbúðabréf, 20 ára ⁵	.	.	3,8	3,8	3,8	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4	
Íbúðabréf, 30 ára ⁵	.	.	3,8	3,7	3,7	3,8	3,6	3,6	3,5	3,5	
Íbúðabréf, 40 ára ⁵	.	.	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	
<i>Útlánsvextir banka og sparisjóða⁶</i>											
Óverðtryggð skuldabréf, meðalvextir	15,4	12,0	11,9	12,1	12,3	12,4	12,8	13,8	13,8	13,8	
Verðtryggð skuldabréf, meðalvextir	10,1	9,1	7,9	8,0	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	
<i>Vextir skv. 10. gr. laga nr. 25/1987 / laga nr. 38/2001⁷</i>											
Dráttarvextir í íslenskum krónum	21,3	17,3	17,3	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	20,0	20,0	

1. Einföld meðaltöl mánaðarlokatalna. Tölur um vexti Seðlabankans eru þó tímavegin meðaltöl. 2. REIBOR eru vextir krónulána á millibankamarkaði. 3. Ríkisvixlar til því sem næst 6 mánaða. 4. Ávöxtun í kaupþilboðum í Kauphöll Íslands. Fyrir verðtryggð skuldabréf er sýnd ávöxtun umfram verðtryggingu. 5. Útgáfu húsbréfa og húsnæðisbréfa var hætt 1. júlí 2004. Gefin voru út ný bréf, íbúðabréf og var meginhluta eldri bréfa skipt í þau. 6. Frá 1. júlí 2001 birtir Seðlabankinn vegna meðalvexti banka og sparisjóða einungis sem tölfærðilegar upplýsingar en ekki til viðmiðunar í ákvæðum lánasamninga. Sjá frétt bankans nr. 26/2001 frá 26. júní 2001. 7. 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.

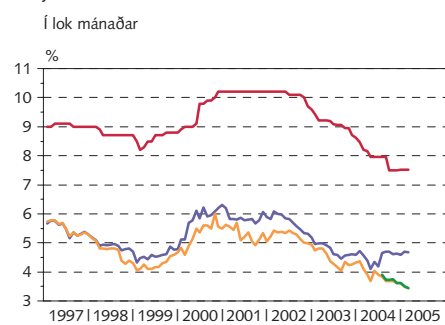
Mynd 5
Ávöxtun á peningamarkaði
janúar 1997 - febrúar 2005



— Endurhverfir verðbréfasamningar
— 3 mánaða ríkisvixlar
— 3 mánaða REIBOR á millibankamarkaði

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6
Ávöxtun langtímaskuldabréfa
janúar 1997 - febrúar 2005



— 30 ára íbúðabréf
— 15 ára spariskírteini
— 25 ára húsbréf
— Verðtryggð skuldabréfalán banka

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 5 Peningastærðir og útlán

	Staða í ma.kr. jan. '05	% -breyting yfir ár			1 mán. breyt. í ma.kr.			12 mán. %-breyting		
		2002	2003	2004	nóv. '04	des. '04	jan. '05	jan. '03	jan. '04	jan. '05
<i>Úr reikningum Seðlabankans</i>										
Erl. eignir til skamms tíma, nettó	64,8	.	.	.	1,0	-1,2	-0,8	.	.	.
Kröfur á ríkissjóð og ríkisstofnanir, nettó	-18,6	.	.	.	7,3	-8,0	-0,8	.	.	.
Kröfur á innlánsstofnanir	14,1	27,9	-65,2	32,2	12,3	-1,1	-17,6	-8,6	-42,9	-66,3
Grunnfé	33,7	17,2	-33,5	77,7	-2,9	2,9	-4,9	17,7	-12,5	3,9
Seðlar og mynt í umferð	8,3	3,4	9,4	9,1	0,0	0,9	-0,8	8,2	9,4	8,4
Sjóður og innstæður innlánsstofnana	25,3	22,3	-46,7	121,0	-3,0	2,0	-4,1	20,1	-17,7	2,5

Úr reikningum innlánsstofnana¹

Seðlabankaliðir, nettó	11,1	.	.	.	-15,2	3,0	13,5	.	.	.
Skammtímaastaða, nettó	-1,6	.	.	.	-12,3	4,2	5,2	.	.	.
Útlán og markaðsverðbréf ²	1.713,7	3,1	28,2	40,9	38,8	43,2	42,3	-0,2	33,4	39,3
Útlán ³	1.340,1	2,6	22,8	41,7	29,6	44,5	38,5	-0,3	27,5	41,7
Opinberir aðilar	14,1	8,1	1,6	-15,7	-0,4	1,4	-1,6	-8,2	12,2	-28,2
Fjármálastofnanir aðrar en bankar	11,2	-45,2	.	.	-10,7	-4,3	-3,2	.	.	-35,2
Atvinnuvegir	783,6	15,5	2,1	25,0	3,0	11,8	14,0	1,5	34,7	29,9
Einstaklingar	324,9	9,9	8,1	13,2	34,1	23,6	23,4	0,5	11,7	80,1
Erlendir aðilar	195,8	.	63,1	118,2	7,6	15,3	5,3	10,4	96,1	76,9
Markaðsskuldabréf	203,9	-3,4	38,3	20,6	14,7	-11,2	10,0	9,0	40,9	22,8
Innlend útlán og markaðsverðbréf	1.474,7	0,9	22,6	36,2	26,5	23,3	40,7	-0,8	27,9	34,1
Innlend útlán	1.144,2	0,9	14,8	38,0	21,9	29,2	33,2	-1,0	20,8	37,0
Innstæður	561,0	15,5	22,5	13,1	-3,8	-14,1	23,6	13,0	26,7	15,6
Verðbréfaútgáfa	1.024,8	6,7	106,1	79,1	60,2	88,4	30,4	1,7	113,5	73,4
Erlendar skuldir	229,5	-5,5	-5,6	3,2	-1,0	-5,4	3,8	3,9	-19,1	22,2

Úr reikningum bankakerfisins¹

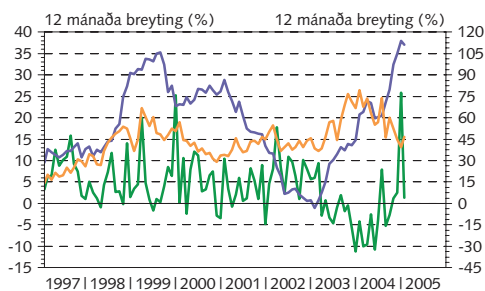
Erlendar eignir, nettó	328,3	-18,6	-223,4	183,9	46,8	72,3	-19,7	-26,3	-265,0	130,6
Innlend útlán og markaðsverðbréf	1.465,5	-1,0	22,3	37,7	32,3	14,5	40,2	0,9	28,3	36,4
Peningamagn (M1) ⁴	144,6	23,8	30,8	20,8	-2,6	-2,6	6,0	12,0	58,3	12,9
Peningamagn og alm. sparifé (M2) ⁵	255,1	9,3	28,1	17,4	-5,8	-6,1	14,9	9,4	37,7	19,6
Peningamagn og sparifé (M3) ⁶	569,3	15,3	22,3	13,1	-3,8	-13,2	22,8	12,9	26,4	15,5
Peningamagn, sparifé og verðbréf (M4) ⁷	1.594,1	11,6	56,3	48,4	56,4	75,2	53,3	8,0	62,6	47,1

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.

Mynd 7

Peningamagn (M3), útlán innlánsstofnana og grunnfé janúar 1997 - janúar 2005

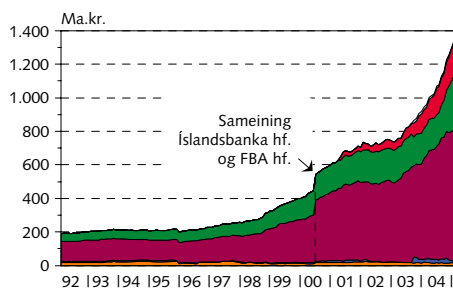


— M3 (vinstri ás)
— Útlán innlánsstofnana (vinstri ás)
— Grunnfé (hægri ás)

Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Útlánaflokkun innlánsstofnana 1992-2005¹



— Opínberir aðilar — Lánastofnanir aðrar en bankar
— Fyrirtæki — Einstaklingar
— Erlendir aðilar — Óflokkað

1. Í september 2003 hófst sjálfvirk flokkun útlána og verðbréfaeignar á atvinnugreinar skv. ÍSAT 95 staðli. Við það lækkuðu útlán til heimila, en útlán til atvinnuvega og sveitarfélaga hækkðu. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 6 Reikningar lánakerfisins ¹

Staða í ma.kr.	des.'04	% -breyting yfir ár						3 mán. %-br. til loka		
		1999	2000	2001	2002	2003	2004	júní'04	sept.'04	des.'04
Eignir										
Innlend útlán og verðbréfaeign	2.654,1	17,3	17,3	19,2	3,2	11,4	20,2	4,5	5,9	2,9
Bankakerfi ²	1.425,3	23,7	44,4	13,8	8,0	22,4	37,7	6,1	8,9	10,6
Ýmis lánaþyrntæki	634,1	17,4	-3,8	20,8	-2,0	8,0	15,1	6,3	7,0	-4,5
Íbúðalánasjóður	447,0	13,9	12,0	18,1	11,5	14,1	0,3	4,2	0,9	-8,2
Bindiskyld lánaþyrntæki ³	145,2	.	.	30,3	-41,4	-19,0	133,6	21,0	41,2	9,0
Önnur lánaþyrntæki ⁴	42,0	9,2	17,2	16,1	9,0	0,8	-2,4	2,3	0,6	-4,3
Lífeyrissjóðir	720,7	17,9	4,6	16,4	12,2	13,4	14,6	4,7	6,4	-1,5
Tryggingarfélag	66,9	10,1	24,1	12,2	6,3	14,8	4,1	0,6	2,9	-5,0
Verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir ⁵	256,5	24,1	-14,0	22,3	39,2	47,0	38,9	7,1	9,3	6,1
Útlönd	1.612,0	24,0	39,6	30,0	-4,9	29,7	42,4	10,6	9,0	9,5
Lánasjóðir ríkisins	313,5	2,2	0,0	31,9	-3,0	-3,2	-4,4	-1,5	-0,8	-5,7
Milli samtala	5.029,0	18,3	18,4	21,7	3,0	18,8	28,2	6,5	7,5	4,8
frá dragast innbyrðis viðskipti	-2.374,9	19,9	20,4	25,8	2,6	29,8	38,5	9,1	9,5	6,9
Eignir = skuldir	2.654,1	17,3	17,3	19,2	3,2	11,4	20,2	4,5	5,9	2,9

Skuldir

Innlendar skuldir	1.891,4	21,0	7,2	14,2	7,1	18,9	15,3	2,9	2,8	3,5
Innlán og seðlar	469,0	16,6	11,1	14,9	13,4	21,9	9,8	0,9	10,3	-5,7
Skuldabréf og víxlar	268,1	23,0	9,9	6,6	0,1	45,4	14,3	8,0	-3,6	5,8
Tryggingarsjóðir	50,7	9,1	11,5	15,6	4,4	4,7	2,3	-1,4	-2,2	-5,5
Lífeyrissjóðir	950,7	27,4	9,9	13,7	4,9	21,1	18,1	4,9	5,9	0,6
Eigið fé lánastofnana	378,9	-1,9	14,3	26,0	19,4	19,7	71,0	7,7	25,9	20,4
Annað, nettó	-226,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Erlendar skuldir, nettó	762,7	6,6	50,3	30,6	-4,5	-5,8	34,2	9,0	14,2	1,3

Flokkun útlána og verðbréfaeignar lánakerfisins:⁶

Ríkissjóður og ríkisstofnanir	186,7	-9,5	-8,4	25,4	1,9	-4,2	0,0	2,0	15,4	-4,5
Bæjar- og sveitarfélög ⁷	119,7	13,1	15,9	23,0	4,1	6,3	6,3	4,0	-0,4	1,0
Atvinnuvegir ⁷	1.469,0	24,9	22,5	20,7	0,6	18,2	18,2	5,4	7,2	2,6
Heimili ⁷	878,7	18,0	17,6	15,5	7,0	13,2	14,7	3,6	2,5	5,3

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur og áætlaðar tölur að hluta. 2. Í maí 2003 sameinaðist eignarleigan Glitnir Íslandsbanka og færðist við það frá bindiskyldum lánaþyrntækjum yfir til bankakerfis. 3. Bindiskyld lánaþyrntæki eru: Frjálsi fjárfestingarbankinn hf., Framtak fjárfestingarbanki hf., Lýsing, SP-fjármögnun, Europay, Greiðslumiðlun hf., MP fjárfestingarbanki (frá nóvember 2003) og Straumur fjárfestingarbanki (frá janúar 2004). 4. Önnur lánaþyrntæki eru: Lánasjóður landbúnaðarins, Framleiðnisjóður landbúnaðarins, Lánasjóður sveitarfélaga og Byggingastofnun. 5. Frá og með árslokum 2003 eru fjárfestingarsjóðir meðtaldir í þessum geira. 6. Útlánaflokkun er ætluð að hluta. 7. Frá og með september 2003 voru útlán og verðbréfaeign flokkuð sjálfvirk á atvinnugreinar skv. ÍSAT 95 staðli. Við það lækkuðu útlán til heimila, en útlán til atvinnuvega og sveitarfélaga hækkuðu.

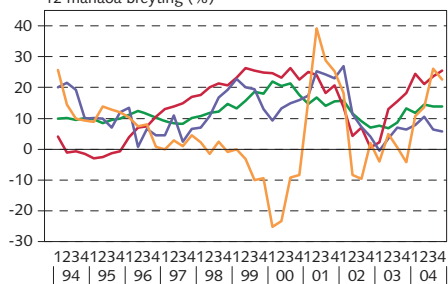
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

Vöxtur útlána lánakerfisins 1994-2004

Útlán flokkuð eftir lántakendum

12 mánaða breyting (%)



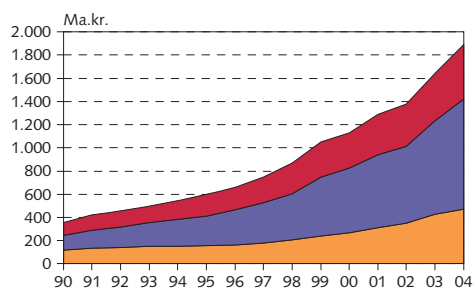
— Ríkissjóður og ríkisstofnanir
— Bæjar- og sveitarfélög
— Atvinnuvegir
— Heimili

1. Í september 2003 hófst sjálfvirk flokkun útlána og verðbréfaeignar á atvinnugreinar skv. ÍSAT 95 staðli. Við það lækkuðu útlán til heimila, en útlán til atvinnuvega og sveitarfélaga hækkuðu. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Flokkun innlendra skulda lánakerfisins 1990-2004

Staða í árslok á verðlagi hvers tíma



— Innlán og seðlar
— Eignir í lífeyrissjóðum
— Annað

Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 7 Fjármálamarkaður

Í lok tímabils	Staða í ma.kr.			1 mán. %-breytingar			12 mán. %-breytingar		
	2003	2004	jan.'05	nóv.'04	des.'04	jan.'05	nóv.'04	des.'04	jan.'05
Peningamarkaður ¹	36,9	39,4	32,5	15,1	-0,9	-17,6	-12,9	6,9	-19,7
Skuldabréfamarkaður ²	1.187,6	1.736,0	1.758,6	5,5	5,8	1,3	47,1	46,2	44,4
þar af spariskirteini ríkissjóðs	53,1	45,1	42,2	-3,6	0,1	-6,3	-14,1	-15,1	-14,5
þar af húsbref	307,7	98,2	89,5	0,4	-5,3	-8,8	-66,0	-68,1	-71,2
þar af íbúðabref	.	340,3	341,8	3,5	-0,9	0,4	.	.	.
Hlutabréfamarkaður	658,8	1.083,7	1.089,1	1,9	-2,4	0,5	76,2	64,5	47,6
Hlutdeildarskirteini verðbréfasjóða	198,1	272,7	284,7	4,9	-4,1	4,4	49,1	37,7	39,3

1. Markaðsvíxlar ríkissjóðs, banka og sparisjóða og fjárfestingarlánasjóða. 2. Spariskirteini, ríkisbréf, húsbref, húsnæðisbréf, íbúðabref, skráð skuldabref banka, sparisjóða, fjárfestingarlánasjóða, eignarleigna, fyrirtækja og sveitarfélaga og erlendra aðila. Hlutdeildarskirteini verðbréfasjóða ekki meðtalin.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 8 Vinnumarkaður

Breytingar vitalna eru í % en aðrar breytingar sýna fjölgun/fækkun leyfa og starfa	Meðaltöl			1 mán. breyting			12 mán. breyting		
	2003	2004	jan.'05	nóv.'04	des.'04	jan.'05	jan.'03	jan.'04	jan.'05
Launavísitala (1990=100)	205,9	215,6	224,9	0,2	0,7	2,2	5,5	3,3	6,6
Raunlaun (1990=100) ¹	131,8	133,7	136,3	0,0	0,2	2,1	4,0	0,9	2,6
Fjöldi útgefina atvinnuleyfa	3.299	3.750	284	26	15	-110	-128	90	-19
Laus störf hjá vinnumiðlunum um land allt	459	668	1.052	-9	65	325	-48	260	658
Höfuðborgarsvæðið	104	204	261	-9	-157	158	4	18	170

Meðaltal tímabils	2002	2003	2004	nóv.'04	des.'04	jan.'05	jan.'03	jan.'04	jan.'05
Fjöldi atvinnulausra	3.631	4.893	4.564	3.885	4.088	4.352	5.208	5.088	4.352
Atvinnuleysi (hlutfall af mannafla)	2,5	3,4	3,1	2,6	2,7	3,0	3,8	3,7	3,0
Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi (hlutfall af mannafla)	.	.	.	2,8	2,7	2,5	3,1	3,1	2,5

Ársfjórðungslegar mælingar	Meðaltöl			3 mán. %-breyting			12 mán. %-breyting		
	2003	2004	IV'04	II'04	III'04	IV'04	IV'02	IV'03	IV'04
Launavísitala (1990=100)	205,8	215,5	218,8	1,5	1,0	0,9	5,7	5,5	5,6
Laun á almennum vinnumarkaði	188,5	196,9	200,6	2,2	1,5	0,8	4,7	5,7	5,7
Laun opinberra starfsmanna og bankamanna	234,5	246,3	248,8	0,4	0,4	1,0	7,3	5,0	5,3

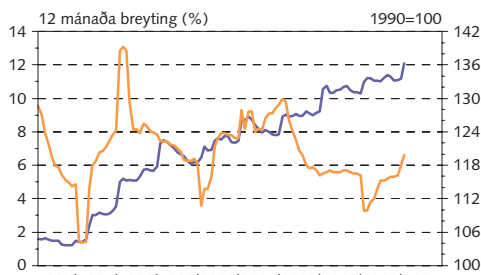
1. Staðvirk með neysluverðsvísitölu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Próun launa og kaupmáttar
janúar 1996 - janúar 2005

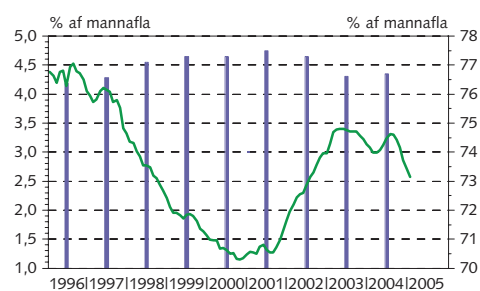
Raunlaun eru launavísitala staðvirk með vísitölu neysluverðs



— 12 mánaða breyting launavísitölu (vinstri ás)
— Raunlaun (hægri ás)

Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 12

Atvinnuleysi og atvinnuþátttaka¹
janúar 1996 - janúar 2005

— Atvinnuleysi (árstíðarleiddrétt) (vinstri ás)
■ Atvinnuþátttaka (hægri ás)

1. Áætlun Seðlabankans um atvinnuþátttöku 2003-2004.

Heimildir: Þjóðhagsstofnun, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Tafla 9 Þjóðhagslegt yfirlit - árlegar tölur

Milljarðar króna	1998	1999	2000	2001	2002	Bráðab.- tölur		Spá ¹	
						2003	Áætlun 2004	2005	2006
Verg landsframleiðsla (VLF), verðlag hvers árs	567,3	608,4	661,0	740,6	766,2	797,5	858,9	948,2	1.045,0
Viðskiptajöfnuður, verðlag hvers árs	-39,5	-42,6	-69,3	-33,7	8,7	-42,4	-69,9	-143,7	-119,6
VLF á föstu verði ársins 1990	427,2	446,0	471,4	483,6	473,5	493,5	519,1	552,2	586,0
VÞF á föstu verði ársins 1990	420,0	437,8	458,3	469,0	470,9	491,8	517,6	548,2	578,2

Magnbreytingar milli ára í %

Einkaneysla	10,4	8,1	4,4	-3,5	-1,4	6,6	7,5	8,0	6,6
Samneysla	3,4	4,9	4,3	3,2	3,2	3,5	3,6	2,5	2,5
Fjármunamyndun	32,6	-3,9	15,3	-6,4	-20,9	17,1	12,8	33,5	-7,9
Atvinnuvegir	46,7	-5,7	16,1	-14,8	-28,0	23,6	12,9	52,3	-13,0
Íbúðarhúsnæði	1,0	0,7	12,8	15,3	5,0	13,4	3,0	19,5	9,6
Hið opinbera	18,6	-0,5	14,5	7,6	-23,8	1,8	27,3	-11,0	-8,1
Þjóðarútgjöld	13,6	4,5	7,2	-3,7	-4,5	7,8	7,7	12,5	2,2
Útflutningur vöru og þjónustu	2,1	4,0	4,0	7,4	3,9	1,5	8,3	4,9	9,4
Vöruútflutningur	-2,6	7,1	-1,3	7,3	6,6	-1,2	9,2	...	...
Þjónustuútflutningur	13,9	-2,5	16,3	7,7	-1,4	6,8	6,5	...	...
Innflutningur vöru og þjónustu	23,5	4,2	8,0	-9,1	-2,7	10,4	14,3	19,6	0,0
Vöruinnflutningur	24,3	3,2	2,7	-10,0	-3,4	7,3	15,8	...	...
Þjónustuinnflutningur	21,2	6,9	21,5	-7,2	-1,2	16,9	11,6	...	...
Verg landsframleiðsla (VLF)	5,6	4,4	5,7	2,6	-2,1	4,2	5,2	6,4	6,1
Verg þjóðarframleiðsla (VÞF)	5,6	4,2	4,7	2,3	0,4	4,4	5,2	...	...
Vergar þjóðartekjur	8,0	4,3	3,7	2,2	0,8	1,2	4,6	...	...
Viðskiptakjör vöru- og þjónustuviðskipta	5,6	-0,8	-2,7	0,2	0,6	-4,3	-1,2	-5,8	0,8

Hlutföll af VLF (%)

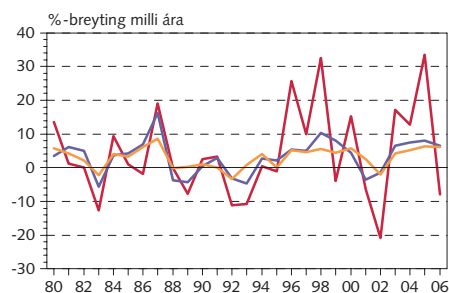
Einkaneysla	57,3	59,1	59,3	55,1	54,8	56,6	57,8	58,6	58,2
Fjármunamyndun	24,5	22,2	23,9	22,4	17,7	20,1	22,0	28,5	25,3
Viðskiptajöfnuður	-7,0	-7,0	-10,5	-4,6	1,1	-5,3	-8,1	-15,2	-11,4
Þjóðhagslegur sparnaður	17,7	15,3	13,8	17,5	18,8	14,6	13,4	...	...

1. Spá Seðlabankans í mars 2005.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 13

Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu og fjármunamyndunar 1980-2006

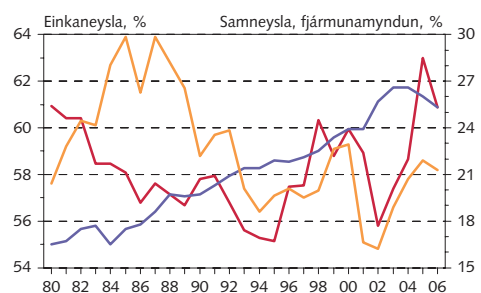


— Verg landsframleiðsla
— Einkaneysla
— Fjármunamyndun

Bráðabirgðatölur og spár 2003-2006.
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Mynd 14

Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun sem % af vergri landsframleiðslu 1980-2006



— Einkaneysla
— Samneysla
— Fjármunamyndun

Bráðabirgðatölur og spár 2003-2006.
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Tafla 9 (frh.) Þjóðhagslegt yfirlit - ársfjórðungslegar tölur

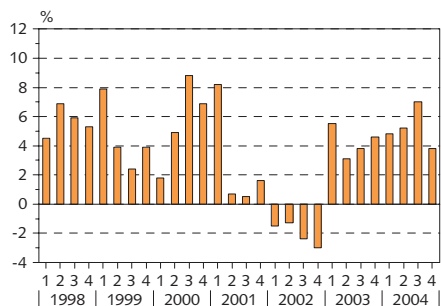
Milljarðar króna á verðlagi hvers árs	Einka- neysla	Sam- neysla	Fjármuna- myndun	Birgða- breyt.	Þjóðar- gjöld	Út- flutn.	Inn- flutn.	Verg lands- framleiðsla
2001: 1.ársfj.	97.071	41.146	42.571	-2.739	178.049	63.867	-74.648	167.268
2001: 2.ársfj.	102.091	43.990	38.107	53	184.241	70.824	-74.772	180.293
2001: 3.ársfj.	101.193	44.372	44.980	622	191.166	83.189	-83.995	190.360
2001: 4.ársfj.	107.631	47.148	39.906	-20	194.665	81.532	-73.482	202.715
2002: 1.ársfj.	99.767	47.308	34.002	-339	180.737	75.691	-71.036	185.392
2002: 2.ársfj.	105.605	48.869	33.608	-896	187.187	78.514	-75.162	190.539
2002: 3.ársfj.	104.197	48.939	33.161	825	187.122	80.092	-75.079	192.135
2002: 4.ársfj.	110.644	51.862	34.704	229	197.439	71.567	-70.833	198.173
2003: 1.ársfj.	106.838	51.033	30.678	2.235	190.784	70.818	-67.353	194.249
2003: 2.ársfj.	112.844	52.879	39.537	-369	204.892	67.827	-78.240	194.479
2003: 3.ársfj.	111.866	52.522	43.911	27	208.327	80.223	-87.137	201.413
2003: 4.ársfj.	119.688	55.363	46.552	-3.396	218.208	69.446	-80.307	207.347
2004: 1.ársfj.	116.559	54.937	36.285	3.274	211.055	72.590	-78.108	205.537
2004: 2.ársfj.	124.067	57.374	49.751	-1.936	229.257	75.017	-94.169	210.105
2004: 3.ársfj.	121.792	57.049	50.706	-527	229.021	89.485	-96.307	222.199
2004: 4.ársfj.	133.873	58.883	52.000	-4.194	240.562	79.047	-98.529	221.080

Magnbreyting frá sama ársfjórðungi árið áður (%)

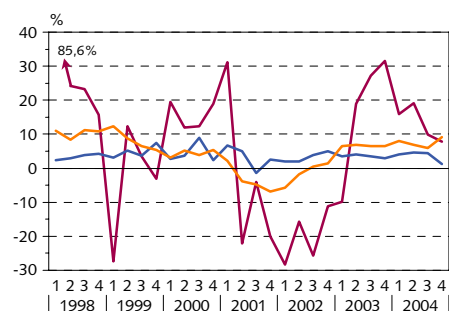
2001: 1.ársfj.	2,2	6,7	31,2	-1,8	7,3	15,0	11,5	8,2
2001: 2.ársfj.	-3,8	5,0	-22,2	-0,3	-7,1	2,4	-16,5	0,7
2001: 3.ársfj.	-4,9	-1,5	-4,0	0,8	-3,3	0,8	-8,3	0,5
2001: 4.ársfj.	-6,8	2,5	-20,1	-2,2	-10,0	13,5	-19,8	1,6
2002: 1.ársfj.	-5,7	2,0	-28,4	1,7	-8,4	3,3	-14,2	-1,5
2002: 2.ársfj.	-1,8	1,9	-15,7	-0,7	-4,7	12,1	2,3	-1,3
2002: 3.ársfj.	0,4	3,9	-25,8	0,3	-4,9	2,7	-3,4	-2,4
2002: 4.ársfj.	1,5	5,0	-11,2	0,2	-0,2	-1,8	6,4	-3,0
2003: 1.ársfj.	6,5	3,5	-9,9	0,9	3,6	5,8	0,6	5,5
2003: 2.ársfj.	6,8	4,1	18,9	0,6	9,1	-3,9	10,6	3,1
2003: 3.ársfj.	6,5	3,4	27,3	-0,7	9,0	3,5	16,1	3,8
2003: 4.ársfj.	6,6	3,0	31,6	-1,1	9,2	0,6	13,5	4,6
2004: 1.ársfj.	8,0	4,0	16,0	0,3	8,8	4,8	15,7	4,8
2004: 2.ársfj.	6,8	4,6	19,1	-0,4	8,5	5,9	13,7	5,2
2004: 3.ársfj.	5,9	4,5	9,9	-0,2	6,3	9,1	7,4	7,0
2004: 4.ársfj.	9,2	1,3	7,8	-0,1	7,2	13,2	21,3	3,8

Mynd 15
Ársfjórðungslegur hagvöxtur 1998-2004

Magnbreyting vergrar landsframleiðslu yfir fjóra ársfjórðunga

Bráðabirgðatölur 2003 og áætlaðar tölur 2004.
Heimild: Hagstofa Íslands.Mynd 16
Undirþættir hagvaxtar 1998-2004

Magnbreytingar frá sama fjórðungi árið áður

Bráðabirgðatölur 2003 og áætlaðar tölur 2004.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Tafla 10 Greiðslujöfnuður¹ (frh. á næstu síðu)

Vöruviðskipti	Milljarðar króna					Breyting frá fyrra ári ² í % m.v.		
	2001	2002	2003	2004	Jan. '05	3 mán.	6 mán.	12 mán.
Vöruskiptajöfnuður	-6,7	13,1	-16,9	-37,8	-3,3	.	.	.
Útfluttar vörur f.o.b.	196,4	204,3	182,6	202,4	14,0	13,8	14,3	10,5
Útfluttar vörur án skipa og flugvéla	193,1	202,0	181,2	201,6	14,0	13,1	14,2	10,6
Sjávarafurðir	121,8	128,6	113,7	121,7	7,5	15,4	10,6	7,1
Ál og kísiljárn	44,4	43,5	40,3	42,6	3,5	5,8	10,8	8,5
Aðrar iðnaðarvörur	19,0	14,5	21,6	28,4	2,2	12,8	27,7	20,7
Innfluttar vörur f.o.b.	203,1	191,2	199,5	240,2	17,3	29,4	23,7	20,2
Innfluttar vörur án skipa og flugvéla	190,1	180,0	195,7	231,7	17,3	25,8	21,4	18,2
Neysluvörur	60,8	59,5	66,3	77,2	.	.	.	.
Fjárfestingarvörur (án flutn.tækja)	44,4	38,6	46,1	52,8	3,6	7,5	10,5	13,9

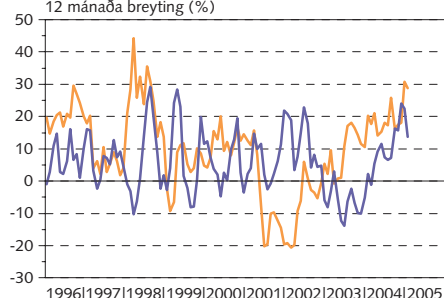
Þjónustu- og þáttaviðskipti	Milljarðar króna					Breyting frá fyrra ári ² í % m.v.		
	2001	2002	2003	2004	4. ársfj.2004	3 mán.	6 mán.	12 mán.
Þjónustujöfnuður	-1,5	-0,3	-8,8	-14,4	-8,6	.	.	.
Útflutt þjónusta, alls	102,8	101,6	105,7	113,8	25,6	12,5	13,3	9,4
Samgöngur	47,0	48,5	50,2	63,2	15,5	38,4	39,0	28,1
Ferðalög	22,9	22,8	24,5	26,1	4,6	1,0	7,9	8,1
Önnur þjónusta	33,0	30,2	31,0	24,5	5,6	-21,2	-25,0	-19,8
Innflutt þjónusta, alls	-104,4	-101,9	-114,6	-128,2	-34,2	22,4	14,8	14,4
Samgöngur	-36,7	-38,6	-39,7	-48,8	-13,0	38,3	26,8	25,7
Ferðalög	-36,4	-33,4	-39,8	-48,5	-13,3	32,8	23,9	24,5
Önnur þjónusta	-31,3	-29,9	-35,1	-30,9	-7,9	-7,3	-10,8	-9,9
Jöfnuður þáttatekna	-25,3	-6,2	-16,5	-17,7	-9,8	.	.	.
Tekjur	16,9	27,9	28,9	39,9	10,1	13,9	41,8	40,5
Laun	5,8	5,4	6,2	5,6	1,4	-4,9	-7,9	-8,3
Vextir	3,4	4,9	4,4	8,8	2,6	134,7	135,7	106,6
Ávöxtun hlutafjár ³	7,8	17,6	18,3	25,5	6,1	-2,6	36,6	41,4
Gjöld	-42,2	-34,1	-45,4	-57,6	-19,9	30,9	30,5	29,8
Laun	-0,5	-0,7	-0,5	-0,8	-0,2	150,8	135,7	79,6
Vextir	-41,3	-34,3	-31,3	-35,2	-9,6	41,2	29,6	14,9
Ávöxtun hlutafjár ³	-0,3	0,8	-13,6	-21,6	-10,1	21,1	29,8	62,4
Rekstrarframlög	-1,0	1,2	-1,2	-1,2	-0,3	-50,8	13,8	5,0
Viðskiptajöfnuður	-33,7	8,7	-42,4	-69,9	-29,6	.	.	.

Mynd 17

Útflutt og innflutt vara
janúar 1996 - janúar 2005

3 mánaða hreyfanlegt meðaltal á föstu gengi

12 mánaða breyting (%)



— Útflutt vara
— Innflutt vara

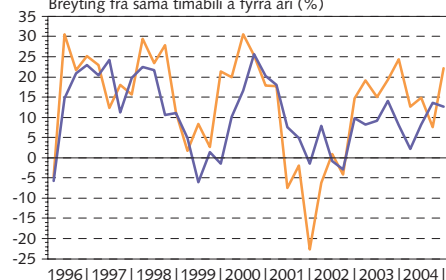
Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 18

Útflutt og innflutt þjónusta
1. ársfj. 1996 - 4. ársfj. 2004

Á föstu gengi

Breyting frá sama tímabili á fyrra ári (%)



— Útflutt þjónusta
— Innflutt þjónusta

Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 10 Greiðslujöfnuður (frh.)¹

	Milljarðar króna					Breyting frá fyrra ári ² í ma.kr. m.v.		
	2001	2002	2003	2004	4. ársfj.'04	3 mán.	6 mán.	12 mán.
Fjármagnsjöfnuður	19,3	-0,7	20,3	147,7	70,1	.	.	.
Fjárframlög	0,4	-0,1	-0,4	-0,2	-0,0	0,1	0,3	0,2
Fjármagnshreyfingar ⁴	18,9	-0,5	20,7	148,0	70,1	67,0	79,9	127,7
Hreyfingar án forða	14,1	5,1	44,1	162,2	70,8	54,7	61,6	119,0
Bein fjárfesting, nettó	-16,4	-21,2	-0,7	-146,7	-27,8	-36,9	-121,4	-146,0
Erlendis	-33,7	-29,6	-26,9	-177,3	-42,0	-27,9	-116,6	-150,9
Á Íslandi	17,3	8,3	26,1	30,6	14,2	-9,0	-4,8	4,9
Verðbréfavíðskipti, nettó	61,5	22,0	228,0	506,3	191,6	118,1	194,9	282,7
Erlend verðbréf	-5,6	-30,0	-45,3	-75,7	-26,8	-9,8	-11,6	-31,2
Hlutafé	-5,8	-25,7	-40,6	-71,2	-25,3	-9,1	-11,8	-31,4
Skuldaskjöl	0,2	-4,3	-4,7	-4,4	-1,5	-0,7	0,2	0,2
Innlend verðbréf	67,2	52,0	273,3	582,0	218,3	127,9	206,5	313,9
Hlutafé	9,8	4,5	-5,6	20,2	5,5	4,3	20,0	25,7
Skuldaskjöl	57,3	47,5	278,9	561,8	212,8	123,6	186,5	288,2
Aðrar fjármagnshreyfingar, nettó ⁴	-30,9	4,4	-183,2	-197,4	-93,1	-26,5	-11,9	-17,7
Eignir	-47,1	-30,4	-155,5	-237,5	-119,7	-29,6	-52,8	-84,9
Skuldir	16,2	34,8	-27,7	40,1	26,6	3,1	40,9	67,2
Gjaldeyrisforði (- aukning)	4,8	-5,7	-23,4	-14,2	-0,6	12,3	18,4	8,7
Skekkiur og vantalið, nettó	14,4	-8,0	22,1	-77,8	-40,5	.	.	.
<i>Liðir til skýringa:</i>								
Skuldabréf, lán o.fl., nettó	31,4	41,9	67,6	345,7	117,6	108,6	193,2	279,4
Eignir	-42,1	-40,4	-183,7	-256,1	-121,8	-18,1	-34,2	-76,0
Seðlabankinn	4,8	-5,7	-23,3	-14,2	-0,6	12,3	18,3	8,7
Hið opinbera	-	-	-	-	-	-	-	-
Innlánsstofnanir	-18,5	-33,3	-162,1	-220,8	-115,7	-19,0	-38,0	-61,8
Aðrir	-28,4	-1,4	1,7	-21,2	-5,5	-11,4	-14,5	-22,8
Skuldir	73,5	82,3	251,3	601,9	239,5	126,7	227,3	355,4
Seðlabankinn	-5,8	4,8	-15,9	0,0	-0,3	-0,3	4,0	15,6
Hið opinbera	42,3	17,5	-10,4	10,5	6,0	5,8	13,5	20,7
Innlánsstofnanir	9,1	51,4	264,3	582,3	229,0	121,7	220,7	323,1
Aðrir	27,9	8,6	13,2	9,0	4,9	-0,6	-10,9	-3,9

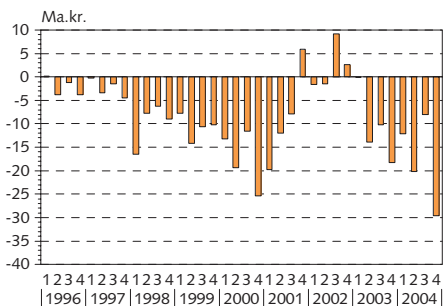
1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur. 2. Breytingar á undirlíðum vöruskipta- og þjónustujafnaðar eru sýndar í % en á undirlíðum fjármagnsjafnaðar sem krónur. Allar breytingar eru reiknaðar á föstu gengi. 3. Arðgreiðslur og endurfjárfesting hagnaðar í beinni fjárfestingu. 4. Flæði til landsins er með 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.

Mynd 19

Ársfjórðungslegur viðskiptajöfnuður
1. ársfj. 1996 - 4. ársfj. 2004

Á gengi hvers tíma

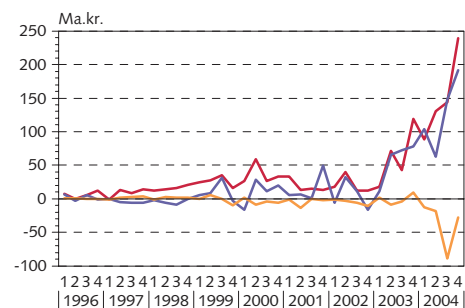


Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 20

Nokkrir undirþættir fjármagnsjafnaðar
1. ársfj. 1996 - 4. ársfj. 2004

Á gengi hvers tíma



— Bein fjárfesting, nettó
— Erlend verðbréfafjárfesting
— Skuldir (lán, verðbréfaútgáfa), nettó

Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 11 Erlend staða þjóðarbúsins

Ma.kr.	Staða í lok tímabils									
	2000	2001	2002	2003	2004	mars'04	jún'04	sept.'04	des.'04	
Hrein staða við útlönd	-451,0	-590,8	-593,6	-553,4	-694,0	-577,6	-628,0	-680,4	-694,0	
Erlendar eignir	314,4	421,5	395,6	707,0	1.116,8	776,2	867,0	984,0	1.116,8	
Bein fjárfesting	56,2	86,8	87,5	121,3	237,8	127,2	146,7	223,1	237,8	
Eigið fjármagn	41,0	66,8	67,6	109,9	210,4	106,4	122,9	195,8	210,4	
Lán til tengdra félaga	15,2	19,9	19,9	11,5	27,4	20,8	23,8	27,2	27,4	
Erlend markaðsverðbréf	185,0	202,9	159,7	262,3	345,5	289,6	303,4	311,8	345,5	
Hlutabréf	178,4	188,4	149,3	239,2	317,6	265,9	278,1	285,7	317,6	
Skuldaskjöl	6,6	14,6	10,4	23,1	27,9	23,7	25,3	26,2	27,9	
Aðrar fjáreignir en forði	39,1	95,2	111,2	265,2	468,0	292,7	348,5	378,0	468,0	
Gjaldeyrisforði	34,2	36,6	37,2	58,1	65,6	66,7	68,5	71,1	65,6	
Erlendar skuldir alls	765,4	1.012,3	989,2	1.260,4	1.810,8	1.353,9	1.495,1	1.664,5	1.810,8	
Bein fjárfesting á Íslandi	41,5	70,8	64,3	86,0	112,1	80,7	85,9	99,9	112,1	
Eigið fjármagn	33,1	63,4	56,1	61,8	88,1	56,2	61,0	75,6	88,1	
Lán frá tengdum félögum	8,5	7,4	8,2	24,3	24,1	24,5	24,8	24,3	24,1	
Innlend markaðsverðbréf	347,7	471,3	490,3	776,2	1.300,8	914,2	992,9	1.159,2	1.300,8	
Hlutfé	2,3	12,1	35,9	42,6	86,5	51,6	58,7	91,9	86,5	
Skuldaskjöl	345,4	459,2	454,4	733,6	1.214,3	862,6	934,2	1.067,3	1.214,3	
Aðrar erlendar skuldir	376,2	470,2	434,6	398,3	397,8	358,9	416,3	405,4	397,8	
Löng lán	289,0	377,0	296,2	252,0	207,3	234,8	264,6	246,8	207,3	
Skammtímaskuldir	87,2	93,2	138,4	146,3	190,5	124,2	151,7	158,7	190,5	
Ýmsar kennitölur										
Áhættufjármagn, nettó	190,7	192,2	136,6	231,9	356,8	260,7	280,2	317,0	356,8	
Skuldabréf, lán o.fl., nettó	-641,7	-783,0	-730,2	-785,3	-1.050,8	-838,4	-908,3	-997,5	-1.050,8	
Seðlabankinn	18,6	21,7	20,8	58,1	65,5	66,5	68,3	70,7	65,5	
Hið opinbera	-167,2	-239,8	-227,2	-213,7	-206,3	-220,3	-211,7	-215,2	-206,3	
Innlánsstofnanir	-329,4	-373,7	-361,8	-471,1	-772,8	-528,2	-605,3	-709,0	-776,9	
Aðrir gearar	-163,7	-191,2	-162,0	-158,6	-137,1	-156,3	-159,5	-143,9	-133,0	
Hlutföll af landsframleiðslu (%)¹										
Hrein erlend staða	-64,1	-76,2	-82,1	-69,6	-86,6	-65,1	-69,4	-77,4	-86,6	
Hreinar erlendar skuldir ²	91,2	101,0	101,0	98,8	131,1	94,4	100,4	113,4	131,1	
Vergar erlendar skuldir ²	102,5	119,8	123,0	142,4	201,1	137,6	149,3	167,4	201,1	
Langtímaskuldir	83,6	97,6	94,9	108,6	158,1	109,6	117,0	132,6	158,1	
Skammtímaskuldir	18,9	22,2	28,1	33,8	43,0	28,0	32,3	34,8	43,0	

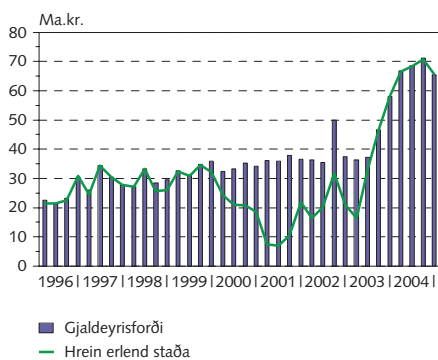
1. Tölur um skuldastöðu og verga landsframleiðslu eru færðar á sambærilegt gengi m.v. SDR. Skuldastaða í lok ársfjórðungs er reiknuð beint í hlutfalli við áætlaða landsframleiðslu ársins. 2. Án áhættufjármagns.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 21

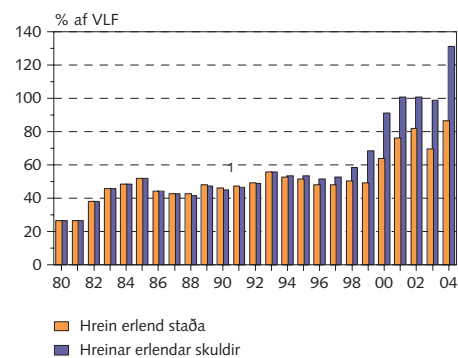
Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða Seðlabankans, 1. ársfj. 1996 - 4. ársfj. 2004

Á gengi hvers tíma



Mynd 22

Erlend staða þjóðarbúsins í árslok 1980-2004



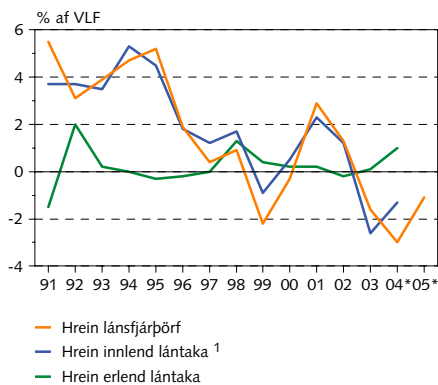
Tafla 12 Yfirlit um fjármál ríkissjóðs¹

Fjárhæðir eru í ma.kr.	Rekstrargrunnur (skv. ríkisreikn.)			Jan.-des.		% -breyt. milli ára	Okt.-jan.		% -breyt. milli ára
	2001	2002	2003	2003	2004		2003-2004	2004-2005	
Tekjur	237,4	237,4	237,4	259,8	280,7	8,1	96,0	109,4	13,9
Gjöld	228,7	228,7	228,7	268,7	280,4	4,3	96,7	92,8	-4,0
Afgangur	8,6	8,6	8,6	-8,9	0,3	.	-0,6	16,6	.
Viðskiptareikningar, nettóinnheimta	-6,5	-24,8	-6,1	9,8	-0,6	.	15,3	-3,8	.
Lánveitingar, nettó (innstreymi)	-12,6	-12,6	-12,6	6,5	26,4	.	2,2	18,5	.
Hlutfjárviðskipti og stofnfé	-11,3	-11,5	-11,5	4,5	-0,4	.	0,7	-0,2	.
Afgangur fyrir lántökur	-21,8	-40,3	-21,5	11,8	25,7	.	17,6	31,2	.
Lífeyrissjóðir og ógreiddir vextir ²	-16,1	0,0	-18,8	-7,5	-10,8	.	-2,5	-2,3	.
Hreinar, formlegar lántökur	39,0	41,6	41,6	-6,0	-6,6	.	-10,7	-22,0	.
Stuttar innlendar	6,0	6,0	6,0	8,5	-6,0	.	0,5	-15,1	.
Langar innlendar	-0,8	1,8	1,8	1,6	8,5	.	-6,0	0,2	.
Erlendar	33,9	33,9	33,9	-16,0	-9,1	.	-5,1	-7,1	.
Greiðslujöfnuður	1,2	1,4	1,4	-1,6	8,3	.	4,4	6,8	.
<i>Helstu tekna- og útgjaldaliðir</i>									
Tekjur alls	237,4	259,2	274,6	259,8	280,7	8,1	96,0	109,4	13,9
Tekjuskattur einstaklinga	52,5	55,1	58,0	55,8	62,6	12,0	22,6	25,3	12,0
Aðrir tekju- og eignarskattar ³	27,0	27,5	30,8	28,1	32,8	16,8	17,7	19,5	9,7
Virðisaukaskattur	72,1	76,3	80,9	80,3	91,1	13,5	28,3	31,9	12,7
Vörugjöld og innflutningsskattar ⁴	15,9	15,4	17,6	17,5	20,8	18,7	5,9	7,0	17,4
Tryggingagjöld	21,9	23,4	26,3	25,2	27,8	10,3	8,5	10,1	18,1
Aðrir skattar ⁵	22,3	22,9	25,2	23,7	25,7	8,7	7,1	8,1	13,0
Vextir, arður og leiga	16,6	18,7	14,4	11,0	12,0	9,3	3,4	3,9	14,7
Eignasala/endurmat fyrirtækja	1,1	11,7	12,0	11,6	0,2	-98,5	-0,9	0,1	-114,7
Aðrar tekjur ⁶	7,9	8,3	9,3	6,7	7,8	17,3	3,2	3,5	7,9
Gjöld alls ⁷	228,7	267,3	280,7	268,7	280,4	4,3	96,7	92,8	-4,0
Rekstrargjöld	91,7	116,8	110,1	120,6	136,1	12,8	50,5	44,8	-11,2
Rekstrar- og neyslutilfærslur	96,1	112,6	129,5	108,7	111,5	2,6	34,3	37,6	9,6
Fjármagnskostnaður	17,9	16,0	15,3	14,9	13,1	-12,5	3,4	3,7	9,6
Viðhald	5,7	6,1	6,3	5,0	3,7	-26,9	2,0	0,6	-68,4
Fjárfesting	17,3	15,8	19,6	19,4	16,1	-17,4	6,4	5,9	-7,3

1. Fyrstu þrjú dálkar 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, sérstakt og almennt vörugjöld af bensini, vörugjöld af ökutækjum, almenn innflutningsgjöld. 5. Þyngst vega bifreiðagjöld og tekjur af áfengi. 6. Dómsmálagjöld, leyfsgjöld, sektir o.fl. 7. Breytt bókun gjalda gerir samanburð 2003 til 2005 varhugaverðan.

Heimildir: Ríkisreikningur og mánaðaryfirlit Fjársýslu ríkisins.

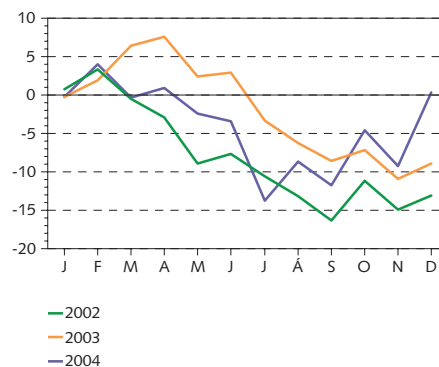
Mynd 23
Lánsfjárbörf og lántökur
ríkissjóðs 1991-2005



1. Þ.m.t. hækkun lífeyrisskuldbindinga og ógreiddra vaxta til langs tíma.
Heimildir: Ríkisreikningur, fjármálaráðuneytið og áætlanir Seðlabankans.

Mynd 24
Mánaðarlegur tekjuafgangur ríkissjóðs
2002-2004

Frá ársbyrjun til loka mánaðar



Heimild: Mánaðaryfirlit Fjársýslu ríkisins.

Tafla 13 Fjármál hins opinbera¹

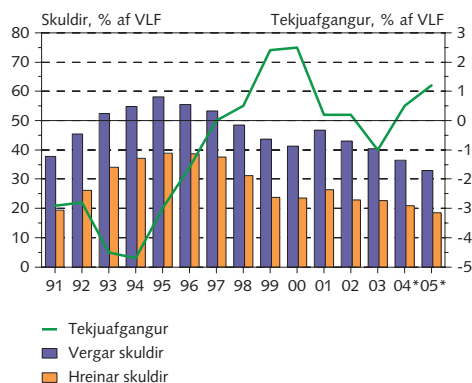
Í milljörðum króna	Áætlun									
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Hið opinbera										
Tekjur	197,2	213,2	242,9	278,6	301,1	328,5	351,2	372,4	411,4	440
Útgjöld	205,0	213,3	240,0	264,0	284,6	327,2	349,7	380,7	406,8	428
Tekjuafgangur/halli	-7,7	-0,1	2,8	14,6	16,6	1,3	1,5	-8,3	4,6	11
Hreinar skuldir	191,5	196,5	180,7	147,0	158,7	199,3	182,2	187,0	182,0	176
Vergar skuldir	274,4	279,4	280,5	271,5	278,0	354,6	340,7	334,0	319,0	315
Ríkissjóður										
Tekjur	155,7	162,4	183,9	213,8	228,7	245,4	257,3	274,4	306,1	321
Útgjöld	163,0	159,6	177,8	198,2	211,7	240,9	260,7	288,2	297,4	311
Tekjuafgangur/halli	-7,3	2,7	6,2	15,6	16,9	4,6	-3,4	-13,8	8,6	10
Hreinar skuldir	168,2	172,3	151,3	118,8	127,4	168,8	149,5	158,0	149,0	143
Vergar skuldir	239,2	241,6	237,8	226,0	228,5	298,3	281,1	277,0	255,0	250
Sveitarfélög										
Tekjur	46,9	55,5	62,9	69,9	77,7	89,5	100,4	107,2	113,5	127
Útgjöld	47,4	58,5	67,2	72,8	80,3	94,8	97,1	102,8	118,3	126
Tekjuafgangur/halli	-0,4	-3,0	-4,3	-2,9	-2,6	-5,3	3,4	4,5	-4,8	1
Hreinar skuldir	24,2	25,0	30,1	28,7	31,7	30,7	32,8	28,6	33,8	33
Vergar skuldir	35,7	38,4	43,3	46,1	49,8	56,6	60,2	57,5	64,2	65
Hið opinbera, % af VLF										
Tekjur	40,6	41,5	42,7	45,7	45,4	44,1	45,1	45,9	47,9	45
Útgjöld	42,2	41,5	42,2	43,3	42,9	44,0	44,9	46,9	47,4	44
Tekjuafgangur/halli	-1,6	0,0	0,5	2,4	2,5	0,2	0,2	-1,0	0,5	1
Hreinar skuldir	38,7	37,5	31,2	23,7	23,5	26,3	22,9	23	21	18
Vergar skuldir	55,5	53,3	48,4	43,7	41,2	46,8	42,9	40	36	32

1. Hið opinbera er ríki, sveitarfélög og almannatryggingar. Tekjur og gjöld eru hér samkvæmt uppgjöri Hagstofunnar samkvæmt þjóðhagsreikningakerfi Sameinuðu þjóðanna. Stærstu frávikin frá ríkisreikningi eru: 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. Áælanir 2004 og 2005 eru framreikningur Seðlabankans á áætlunum fjárlaga og fjárhagsáætlana út frá þjóðhagsspá Seðlabankans.

Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands og áætlanir Seðlabankans.

Mynd 25

Skuldir og tekjuafgangur hins opinbera
1991-2005

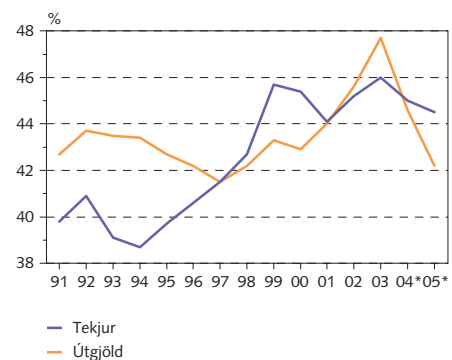


Heimildir: Hagstofa Íslands, fjármálaráðuneytið og áætlanir Seðlabankans.

Mynd 26

Útgjöld og tekjur hins opinbera 1991-2005

Hlutföll af VLF¹



1. Breytt framsetning í mars 2004 hækkaði bæði hlutföll um 3-5%.
Heimildir: Hagstofa Íslands, fjármálaráðuneytið og og áætlanir Seðlabankans.

Tafla 14 Velta¹

M.kr.	Janúar-október			% -breyting frá fyrra ári, janúar-október		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Samtals iðnaður	268.151	258.086	280.749	-0,8	-5,6	5,6
Iðnaður án fiskiðnaðar	166.629	170.837	183.008	-2,6	0,6	4,0
Iðnaður án fiskiðnaðar og stóriðju	128.371	138.679	148.500	-4,3	6,0	4,0
Smásöluverslun (án eldsneytis)	145.654	150.423	161.948	-1,7	3,7	6,4
Heildsala	233.755	254.978	293.246	-3,1	8,5	12,8
Heildsala án eldsneytis	198.651	219.045	251.919	-2,5	10,7	13,7
Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð	61.219	74.669	90.415	-19,0	19,6	17,5
Samtals	1.068.524	1.094.767	1.238.036	-2,1	0,5	9,8
Samtals án eldsneytis	1.033.419	1.058.834	1.196.709	-1,9	2,9	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.

120

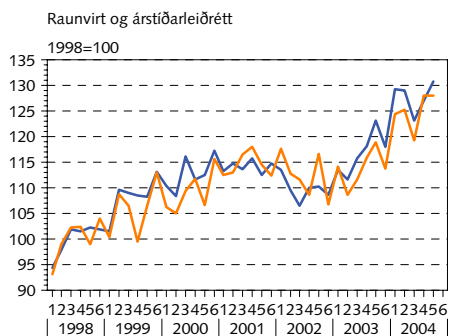
Tafla 15 Raungengi íslensku krónunnar¹

Raungengi (1980 = 100)	Meðalstaða árs					4. ársfj. 2004	% -breyting frá fyrra ári		
	2000	2001	2002	2003	2004		II '04	III '04	IV '04
m.v. hlutfallslegt neysluverðlag	96,3	83,7	88,5	94,2	97,2	100,0	-1,2	5,2	7,2
m.v. hlutfallslegan launakostnað á einingu	91,6	80,4	85,3	89,4	90,8	90,2	-2,8	2,7	7,8
% -breyting frá fyrra ári	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Brb. 2004	Áætlun 2005
Nafngengi	1,2	1,5	0,0	0,2	-16,6	2,5	6,2	1,8	10,5
Erlent verðlag	2,1	1,6	1,6	2,3	2,1	1,7	2,0	1,8	0,8
Innlent verðlag	1,8	1,7	3,4	5,1	6,6	4,8	2,1	3,2	3,4
Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag	0,9	1,6	1,8	2,9	-13,0	5,7	6,3	3,2	13,3
Erlend framleiðni	1,5	1,2	1,2	1,8	1,3	1,2	1,3	1,4	1,5
Innlend framleiðni	2,0	1,8	1,4	3,4	0,6	0,0	5,5	4,0	2,0
Erlend laun	3,2	3,0	3,3	3,2	3,3	3,1	2,9	2,0	1,8
Innlend laun	5,8	7,1	5,5	5,7	8,0	5,8	5,5	4,5	6,0
Raungengi miðað við hlutfallsleg laun	3,3	5,3	1,7	1,2	-12,2	6,1	4,7	1,6	14,5

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur og áætlanir.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

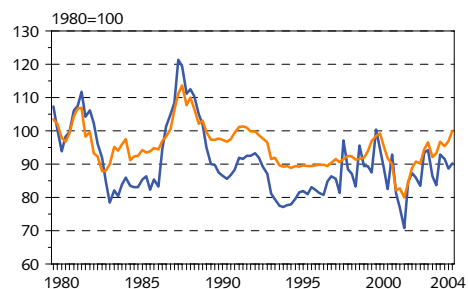
Mynd 27
Veltubreyting milli ára 1998/1 -2004/5



— Heildarvelta
— Velta innanlandsgreina

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 28
Ársfjórðungslegt raungengi krónunnar
1. ársfj. 1980 - 4. ársfj. 2004



— Miðað við hlutfallslegt verðlag
— Miðað við hlutfallsleg laun

Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 16 Fasteignamarkaður og eignaverð

Fasteignamarkaður ¹	2002	2003	2004	jan.'05	1 mán. %-br.		12 mán. %-breytingar			
					des.'04	jan.'05	jan.'03	jan.'04	jan.'05	
Verðvísitala íbúðarhúsnæðis á höfuðb.svæði ²	158,9	177,7	200,5	234,1	2,5	3,8	8,0	10,0	22,8	
Verð í fjölbýli á höfuðborgarsvæði ²	160,7	179,9	201,3	232,1	2,2	3,7	8,8	9,4	20,4	
Afgreidd húsbref, markaðsvirði (ma.kr.) ³	28,6	32,2	49,6	...	...	...	3,7	22,4	...
Fjöldi afgreiddra umsókna Íbúðalánasjóðs ⁴	2.846	2.535	3.271	...	...	...	-23,6	38,1	...
Verð veiðiheimilda (meðalverð tímabils, kr./kg.)										
Verð varanlegra þorsheimilda (kr./kg.)	709	930	1.223	1.175	1,3	-	62,2	4,2	-6,0	
Verð skammtíma þorsheimilda (kr./kg.)	117	156	132	125	4,2	-	-	-25,8	8,7	
Hlutafjármarkaður										
Vísitölur, 31. des. 1997 = 1.000	Í árslok				28. febr.	% -breyting til 28. febr. 2005				
	2001	2002	2003	2004	2005	1 m.	3 m.	6 m.	12 m.	
Úrvalsvisitala	1.305,9	1.159,0	1.352,0	2.114,3	3.768,1	1,9	9,5	11,1	43,3	
Heildarvisitala aðallista	1.303,3	1.180,8	1.436,2	2.075,2	3.535,1	1,6	9,3	11,2	39,3	
Atvinnugreinavísitölur, 31. des. 1997 = 100										
Sjávarútvegur	74,5	86,7	107,3	100,0	123,5	2,7	0,8	11,2	17,7	
Fjármál og tryggingar	163,4	157,9	164,3	252,4	538,7	1,6	11,4	17,8	65,9	
Samgöngur	117,6	80,5	118,8	139,4	279,4	4,5	20,8	20,1	50,6	
Iðnaður og framleiðsla	156,3	120,3	142,8	172,8	274,3	6,4	4,3	3,9	37,7	

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

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

Tafla 17 Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja

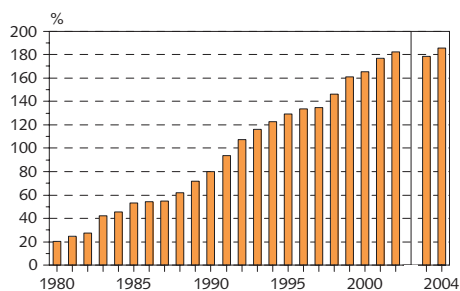
Í ma.kr. nema annað sé tekið fram	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Áætlun		% -br. milli ára '03-'04
							2003	2004	
Íbúða- og bifreiðaeign heimila ¹	676,0	724,1	842,6	953,2	1.043,9	1.108,3	1.235,8	1.342,4	8,6
Eignir heimila í líffeyrissjóðum	345,6	398,2	507,3	557,3	640,1	664,6	786,0	874,8	11,3
Skuldir heimila við lánakerfið ²	386,2	442,6	522,0	613,8	710,4	758,6	776,2	850,4	9,6
Skuldir heimila sem % af ráðstöfunartekjum ²	134,7	146,1	160,9	165,4	176,8	182,4	178,6	185,8	.
Skuldir fyrirtækja við lánakerfið ²	420,7	509,4	668,8	801,1	962,3	973,1	1.161,2	1.429,0	23,1
Skuldir sjávarútvegsfyrirtækja	123,5	139,7	160,3	165,2	195,5	191,9	185,5	203,5	9,7

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.

Mynd 29

Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2004¹

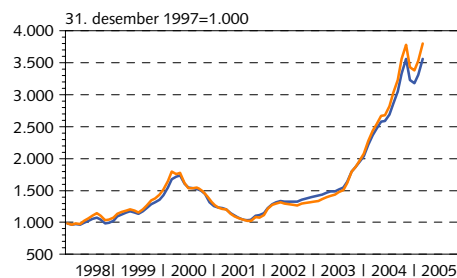


1. Breytt lánaflökkun frá árinu 2003 (sjá neðanmálsgrein 2 við töflu 17.)
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 30

Hlutabréfaverð 1998-2005

Mánaðarleg meðaltöl janúar 1998 -febrúar 2005



— Úrvalsvisitala (ICEX-15)
— Heildarvisitala aðallista

Heimild: Kauphöll Íslands.

Tafla 18 Afkoma fyrirtækja

Úr reikningum hlutafélaga í Kauphöll Íslands ¹	Jan.-des.		Jan.-des.		Breyting '03-'04	% af veltu	
	2002	2003	2003	2004		2003	2004
Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna							
Hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnsliði	33,4	34,8	32,5	40,0	7,5	12,2	11,7
Sjávarútvegsfyrirtæki	10,8	8,4	7,4	7,9	0,5	20,8	17,7
Iðnaður og framleiðsla	2,6	3,2	1,6	2,6	1,0	7,0	10,7
Upplýsingatækni	8,1	9,8	8,2	10,2	2,0	19,2	19,6
Verslun, þjónusta og verktakar	8,7	9,9	11,8	16,4	4,6	16,7	18,7
Hagnaður eftir skatta	16,7	16,1	12,2	20,7	8,5	4,6	6,1
Sjávarútvegsfyrirtæki	8,7	3,5	3,1	5,4	2,3	8,5	12,1
Iðnaður og framleiðsla	2,3	4,4	0,5	1,0	0,5	2,3	4,1
Upplýsingatækni	1,2	1,6	1,9	4,2	2,3	4,5	8,2
Verslun, þjónusta og verktakar	5,3	5,8	5,8	9,2	3,4	8,2	10,4
Eiginfjárlutfall fyrirtækja í Kauphöll Íslands	37,0	35,5	36,4	34,9	.	.	.
Arðsemi eigin fjár félaga í Kauphöll Íslands	13,0	15,5	11,0	14,3	.	.	.
Fjöldi hlutafélaga í úrtaki	24	24	24	24	.	.	.

Úr reikningum viðskiptabanka og sparisjóða ²							% -breyting milli ára	
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	'02-'03	'03-'04
Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna								
Hreinar vaxtatekjur	18,0	21,1	29,4	29,6	36,0	54,2	21,8	50,6
Aðrar rekstrartekjur	13,4	13,4	10,3	27,9	45,6	78,7	63,4	72,6
Hreinar rekstrartekjur	31,4	34,6	39,6	57,5	81,6	132,9	42,0	62,9
Rekstrargjöld	19,6	22,7	25,4	34,1	44,9	60,2	31,6	34,1
Framlag í afskriftareikning	3,6	4,0	7,4	9,3	13,2	13,2	41,9	-
Matsverðsbreytingar	-	1,7	-	-	-	-	.	.
Tekju- og eignarskattur	1,5	1,9	-0,1	1,2	2,9	8,9	145,8	206,9
Hagnaður ársins	6,7	4,4	6,9	12,5	18,6	43,1	48,4	131,7
Heildareignir í lok tímabils	627,0	789,7	941,0	1.161,1	1.597,3	3.128,8	37,6	95,9
Eigið fé í lok tímabils	44,2	49,1	60,8	84,5	113,5	256,6	34,4	126,1
% í lok tímabils								
Arðsemi eigin fjár	17,8	9,8	13,9	18,5	22,5	30,9	.	.
Kostnaðarhlutfall ³	62,3	65,6	64,0	59,4	55,0	45,3	.	.
Eiginfjárlutfall alls	10,3	9,7	11,3	12,2	12,3	12,8	.	.
Eiginfjárlutfall án víkjandi lána	7,9	6,6	8,0	9,1	9,2	9,5	.	.

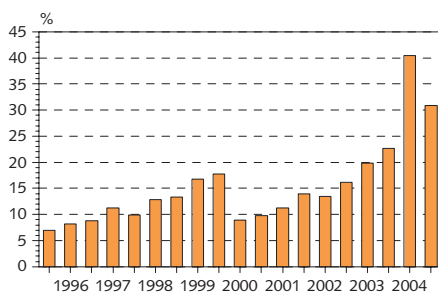
1. Byggt á reikningum allra félaga í Kauphöll Íslands nema fjármála- og tryggingarfyrirtækja. 2. Byggt á reikningum viðskiptabanka (án Sparisjóðabanka Íslands) og sex stærstu sparisjóðanna. 3. Rekstrargjöld sem hlutfall af hreinu rekstrartekjum.

Heimildir: Fjármálaeftirlitið og Seðlabanki Íslands.

Mynd 31

Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka og sparisjóða,¹ 1995/2 - 2004/2

Hálfsárslegar tölur

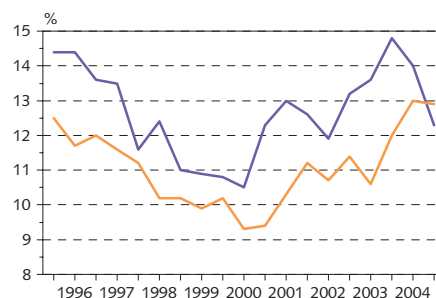


1. Byggt á reikningum viðskiptabanka (án Sparisjóðabanka Íslands) og sex stærstu sparisjóða. Frá 1998 er FBA meðalinn en þar áður Fiskveiðisjóður og Lánlánasjóður.
Heimildir: Fjármálaeftirlitið og árs- og árslytareikningar viðskiptabanka og sparisjóða.

Mynd 32

Eiginfjárlutfall, alls¹ 1995/2 - 2004/2

Hálfsárslegar tölur (í lok júní og desember)



— Viðskiptabankar
— Sparisjóðir

1. Byggt á reikningum viðskiptabanka (án Sparisjóðabanka Íslands) og sex stærstu sparisjóða.
Heimildir: Fjármálaeftirlitið og árs- og árslytareikningar viðskiptabanka og sparisjóða.

Tafla 19 Erlendur samanburður

Skv. nýjustu upplýsingum fyrir hvert land	ESB-25	E-12	USA	UK	Japan	Svíþjóð	Noregur	Finnland	Danmörk	Ísland
Verðbólga sl. 12 mån.	2,0	1,9	3,0	3,2	-0,1	0,7	1,0	0,2	1,3	4,7
Atvinnuleysi ¹	8,8	8,8	5,4	4,7	4,5	5,5	4,4	8,9	6,1	2,8
Hagvöxtur ²	1,9	1,6	3,9	2,8	0,8	2,6	2,9	3,6	2,1	3,8
Óverðtryggðir langtímavextir (nafnávöxtun) ³	.	3,0	4,2	4,8	0,6	3,2	3,4	3,3	3,1	7,9
Verðtryggðir langtímavextir (raunávöxtun) ³	.	.	1,3	1,9	.	1,6	.	.	.	3,4
Skammtímavextir ⁴	.	2,1	2,8	4,9	0,0	2,0	1,9	2,1	2,1	9,1
Fyrir árið 2004 (nema annað sé tilgreint):										
VLF/mann m.v. kaupm.jafnvægi US\$ (ppp) ⁵	.	25,6	36,1	27,9	26,9	27,3	35,5	26,5	29,2	28,4
Vergur sparnaður, % af VLF, 2002 ⁶	.	.	14,6	14,7	25,7	21,6	30,8	24,2	22,7	13,4
Jöfnuður hins opinbera, % af VLF	.	-2,9	-4,4	-3,2	-6,5	0,5	8,2	2,3	0,9	...
Vergar skuldir hins opinbera, % af VLF	.	78,3	63,5	43,4	163,5	61,2	34,9	51,8	48,4	...
Útgjöld hins opinbera, % af VLF	.	48,6	35,6	44,4	36,7	57,5	46,7	50,5	55,6	...
Viðskiptajöfnuður, % af VLF	0,1	0,7	-5,7	-2,2	3,5	7,4	14,2	4,9	3,1	-8,1

1. Árstíðarleiðrétt. 2. Hagvöxtur yfir fjóra ársfjórðunga. Árstíðarleiðrétt, 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 2002 fyrir Bandaríkin og Japan.

Heimildir: EcoWin, Eurostat, OECD.

Tafla 20 Alþjóðleg hagþróun

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Bráðab. 2004	Spár 2005	2006	
Hagvöxtur, % á ári ¹										
Heimsframleiðsla	2,8	3,7	4,7	2,4	3,0	3,9	5,0	4,3	...	
Evrusvæði	2,9	2,8	3,5	1,6	0,8	0,5	2,0	1,7	2,0	
Bretland	3,1	2,9	3,9	2,3	1,8	2,2	3,1	2,5	2,4	
Bandaríkin	4,2	4,4	3,7	0,8	1,9	3,0	4,4	3,5	3,4	
Japan	-1,2	0,2	2,8	0,4	-0,3	2,5	2,9	1,1	1,8	
Önnur nýmarkaðs- og þróunarriki ²	3,0	4,0	5,9	4,0	4,8	6,1	6,6	5,9	...	
Vöxtur heimsverslunar, % á ári	4,4	5,9	12,5	0,2	3,3	5,1	8,8	7,2	...	
Verðbólga ³										
Evrusvæði	1,1	1,1	2,0	2,4	2,3	2,1	2,1	1,8	1,7	
Bretland	1,6	1,4	0,8	1,2	1,3	1,4	1,4	1,7	1,8	
Bandaríkin	1,5	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	2,4	2,2	
Japan	0,6	-0,3	-0,9	-0,8	-0,9	-0,2	0,0	0,0	0,3	
Atvinnuleysi										
Evrusvæðið	10,2	9,4	8,5	8,0	8,5	8,9	8,9	8,9	8,6	
Bretland	6,3	6,0	5,5	5,1	5,2	5,0	2,8	2,7	2,8	
Bandaríkin	4,5	4,2	4,0	4,8	5,8	6,0	5,5	5,2	5,2	
Japan	4,1	4,7	4,7	5,0	5,4	5,3	4,7	4,6	4,4	
Jöfnuður hins opinbera, % af VLF ⁴										
Evrusvæðið	-2,3	-1,3	0,1	-1,7	-2,4	-2,8	-2,9	-2,6	-2,4	
Bretland	0,1	1,1	3,8	0,7	-1,7	-3,5	-3,2	-3,2	-3,3	
Bandaríkin	0,4	0,9	1,6	-0,4	-3,8	-4,6	-4,4	-4,1	-4,2	
Japan	-5,5	-7,2	-7,5	-6,1	-7,9	-7,7	-6,5	-6,4	-6,3	
Langtímavextir ⁵										
Evrusvæðið	4,7	4,6	5,4	5,0	4,9	4,1	4,1	4,1	4,3	
Bretland	5,5	5,1	5,3	4,9	4,9	4,5	5,0	5,2	5,2	
Bandaríkin	5,3	5,6	6,0	5,0	4,6	4,0	4,3	4,7	5,3	
Japan	1,5	1,7	1,7	1,3	1,3	1,1	1,5	1,8	2,5	

1. Raunbreyting landsframleiðslu á milli ára. 2. Í maí 2004 breytti Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn landaflokkun sinni. Í hópnum 'Önnur nýmarkaðs- og þróunarriki' eru 146 ríki. 3. Breyting neysluverðs. 4. Hlutfall af vergri landsframleiðslu. Tekjujöfnuður hins opinbera; ríkis, sveitarfélaga og almannatrygginga. 5. Ávöxtun 10 ára ríkisskuldabréfa.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Consensus Forecasts, OECD.

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

Ár	Verðlag ¹		Gengi		Vextir		Peningastærðir		Hlutfall gjaldeyrisforða og vörumfl. ⁵	Erlendar skuldir % af VLF ⁶	Hagvöxtur		
	Vísitala neyðslu- verðs ¹	Verð- bólga	Medal gengis- vísitala ²	Raugengi krónu ³ m.v. neyslverð	Medal- ávöxtun spariskrteina ⁴	Alm. skuldabréfa- lán banka (raunáv.) óverðr.	M3	Útlán innlánsst.				Útlán lánaferfis	
1976	1,8	32,4	8,5	103,3	106,4	5,8	-7,4	32,5	26,8	32,2	2,2	40,7	6,0
1977	2,4	30,3	9,7	113,1	114,2	3,5	-9,5	43,9	40,5	41,8	2,0	37,6	8,8
1978	3,5	44,0	13,9	105,3	106,6	3,3	-13,4	48,7	47,3	62,8	2,6	39,2	5,9
1979	5,0	44,5	18,7	100,0	100,7	3,5	-15,4	55,9	58,1	46,4	2,5	39,7	4,9
1980	8,1	61,8	25,9	100,0	100,0	3,5	-8,3	65,4	66,4	71,1	2,4	35,9	5,7
1981	12,2	50,8	34,7	104,4	106,3	3,2	-1,7	70,5	72,2	54,1	3,0	36,5	4,3
1982	18,4	51,0	54,5	95,8	102,2	3,5	-9,4	58,0	92,0	100,2	2,1	46,4	2,1
1983	33,9	84,2	100,0	90,3	84,3	3,8	-14,2	78,7	85,6	82,9	2,5	57,2	-2,2
1984	43,7	29,2	116,3	94,7	83,4	7,0	3,4	33,4	43,0	40,2	2,1	60,2	4,1
1985	57,9	32,4	148,7	93,2	84,5	6,9	-2,3	47,6	29,7	35,2	2,8	63,6	3,3
1986	70,2	21,3	171,0	95,0	86,4	8,5	4,3	35,0	19,1	20,1	3,6	56,5	6,2
1987	83,4	18,8	177,3	104,1	109,0	8,7	4,7	35,2	42,1	31,4	2,4	49,4	8,6
1988	104,6	25,4	202,6	109,4	113,4	8,7	11,8	24,0	37,2	34,0	2,4	51,3	-0,1
1989	126,7	21,1	254,7	100,6	98,1	7,4	6,5	27,2	25,2	33,8	3,0	56,8	0,3
1990	145,5	14,8	283,7	97,3	87,4	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	89,6	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	92,5	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	84,3	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	77,6	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	81,0	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	81,9	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	84,5	5,3	11,1	8,7	16,8	11,8	2,6	64,8	4,7
1998	183,3	1,7	313,6	91,9	89,0	4,7	11,8	15,2	25,6	15,1	2,2	70,0	5,6
1999	189,6	3,4	313,1	93,6	90,5	4,4	8,0	16,9	22,8	17,3	2,6	82,5	4,4
2000	199,1	5,0	313,3	96,3	91,6	5,1	12,7	11,2	26,2	17,3	2,1	102,5	5,7
2001	212,4	6,7	376,3	83,7	80,1	5,1	9,4	14,9	13,4	19,2	2,1	119,8	2,6
2002	222,6	4,8	365,2	88,5	86,4	5,2	13,7	15,3	0,9	3,2	2,5	123,0	-2,1
2003	227,3	2,1	343,3	94,2	90,4	4,4	9,3	22,3	14,8	11,4	3,5	142,4	4,2
2004	234,6	3,2	336,3	97,2	92,5	3,9	8,1	13,1	38,0	20,2	3,6	198,3	5,2

1. Sjúnd eru ársmeðaltöl (maí 1988=100) og breyting milli ársmeðaltala. 2. 1983=100. Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu miðað við viðskiptavagna körfu helstu viðskiptalanda. Ásmeðaltal. 3. 1980=100. 4. Árleg meðaltöl ávöxtunar verðtryggðra spariskrteina ríkissjóðs. Ávöxtun í Kauphöll Íslands frá 1987. Áður vextir í frumsölu. 5. Gjaldveyriförðir í lok tímabils sem hlutfall af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvörumflutnings sl. 12 mánuði. 6. Vergar skuldir án áhrættufjármagns.

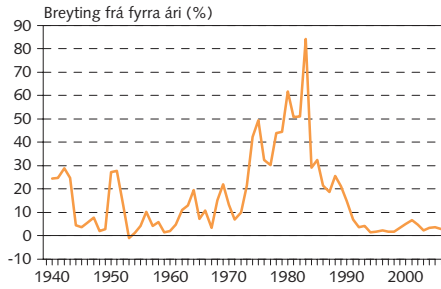
Tafla 21 (frh.) Sögulegar hagtölur

Einkaneysla	Þjóðhagssæðir (%-breyt. milli ára)		Utannkísivískaði (%-breyt. milli ára) ⁷			Viðskjöftin, % af VLF		Hið opinbera (% af VLF) ⁸		Vinnutakaður (% af mannafla)		Laun (%-breyt. milli ára)		
	Fjármuna-myndun	Þjóðar-útgjöld	Útflutn.	Innflutn.	Viðskjöftin, % af VLF	Viðskjöftin, % af VLF	Viðskjöftin, % af VLF	Jöfnuð	Tekjur	Útgjöld	Atv.leysi	Atv.þátttaka	Raunlaun ⁹	Kaupm. tekna
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	1,7	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	3,1	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	4,4	76,4	4,0	4,1
1997	5,0	10,0	5,5	5,3	7,7	2,1	-1,8	0,0	41,5	41,5	3,9	76,6	3,6	2,5
1998	10,4	32,6	13,6	2,1	23,5	5,6	-7,0	0,5	42,7	42,2	2,8	77,1	7,6	8,7
1999	8,1	-3,9	4,5	4,0	4,2	-0,8	-7,0	2,4	45,8	43,4	1,9	77,3	3,3	3,0
2000	4,4	15,3	7,2	4,0	8,0	-2,7	-10,5	2,5	45,6	43,1	1,3	77,3	1,6	1,3
2001	-3,5	-6,4	-3,7	7,4	-9,1	0,2	-4,6	0,2	44,3	44,2	1,4	77,5	2,0	1,6
2002	-1,4	-20,9	-4,5	3,9	-2,7	0,6	1,1	0,2	45,8	45,6	2,5	77,3	2,2	-0,1
2003	6,6	17,1	7,8	1,5	10,4	-4,3	-5,3	-1,0	46,7	47,7	3,4	76,6	3,4	5,3
2004	7,5	12,8	7,7	8,3	14,3	-1,2	-8,1	0,5	47,9	47,4	3,1	76,7	1,4	3,3

7. Viðskipti með vöru og þjónustu. %-breytingar milli ára eru magnbreytingar. 8. Hið opinbera er ríki, sveitarfélög og almannatryggingar. 9. Launavísitala Hagstofu frá 1989. Áður launavísitala til greiðslufórnar. Raunvirk með neysluverðsvísitölu. Heimildir: Fjármálaáuneytið, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 33
Verðbólga 1939-2006

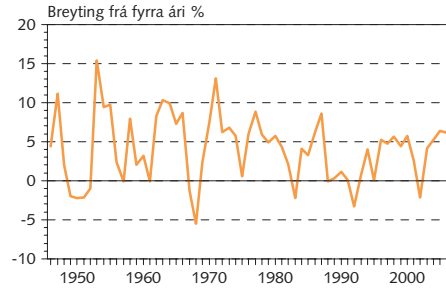
Árleg meðaltöl vísitölu neysluverðs



Spá fyrir árin 2005-2006.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 34
Hagvöxtur 1945-2006

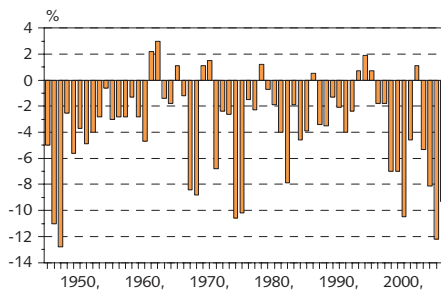
Magnbreyting vergrar landsframleiðslu milli ára



Bráðabirgðatölur og spá 2003-2006.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

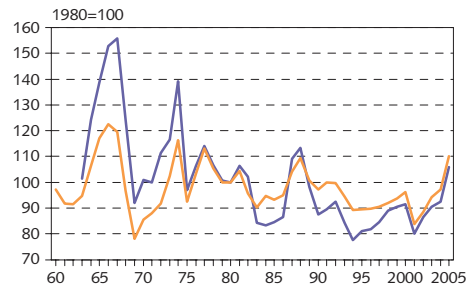
Mynd 35
Viðskiptajöfnuður 1945-2006

% af vergri landsframleiðslu



Bráðabirgðatölur og spá 2003-2006.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

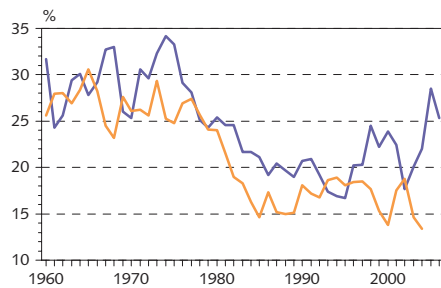
Mynd 36
Raungengi 1960-2005



— Miðað við verðlag
— Miðað við laun
Bráðabirgðatölur og spár 2003-2005.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 37
Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2006

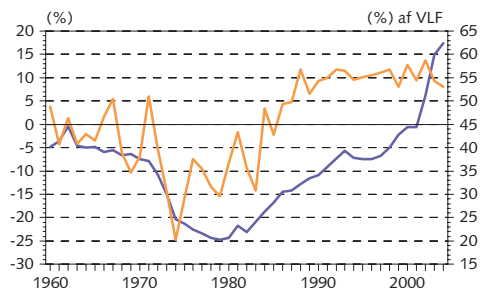
% af vergri landsframleiðslu



— Þjóðhagslegur sparnaður
— Fjármunamyndun
Bráðabirgðatölur og spá 2003-2006.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 38
Raunávöxtun og peningamagn 1960-2004

Raunávöxtun óverðtryggðra útlána banka og M3 sem hlutfall af VLF



— Raunávöxtun (vinstri ás)
— Peningamagn (hægri ás)
Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 22 Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins

I. Mannfjöldi og vinnuafli (þús. manna)		
Mannfjöldi í árslok ²	1970	2004
yngri en-16 ára	70,6	70,1
16-74 ára	127,3	206,4
eldri en 74 ára	7,0	16,0
Árleg fjölgun síðustu 5 ára (%)	1,1	1,0
Vinnuafli (þús. manns)		
þ.a. karlar	54,7	84,9
þ.a. konur	28,0	62,8
II. Hlutfallsleg atvinnuskipting (%)		
Landbúnaður	1970	2001
Fiskveiðar	12,4	3,3
Fiskvinnsla	6,6	3,9
Iðnaður, annar en fiskiðnaður	7,8	5,1
Byggingarstarfsemi og rekstur veitna	15,2	12,1
Verslun, veitinga- og hótélrekstur	11,3	10,3
Samgöngur	13,5	16,7
Peningastofnanir og tryggingar	8,4	6,7
Opinber starfsemi	4,0	9,5
Ópinber starfsemi	12,4	18,9
Ýmis þjónusta og önnur starfsemi	8,3	13,4
III. Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings		
Skipting eftir vöruflokkum (%):		
Sjávarafurðir	1970	2004
Iðnaðarvörur	77,1	60,2
þar af ál og kísiljárn	18,4	35,1
Landbúnaðarvörur	13,2	21,1
Landbúnaðarvörur	3,4	2,1
Skipting eftir ríkjum (%):		
Bandaríkin	30,0	9,3
Evrópusambandið	52,8	75,2
Annað	17,2	15,5

1. Bráðabirgðatölur. Séu þær ekki til fyrir árið 2004 er tilgreint það ár sem við á. 2. Miðað við 1. júlí 2004, þar sem tölur um aldurskiptingu mannfjölda í árslok 2004 liggja ekki fyrir. 3. Umreiknað í Bandaríkjadali á gengi sem leiðréttir fyrir verðlagsmuni milli ríkja. 4. HÞF er hrein þjóðarframleiðsla, þ.e. verg þjóðarframleiðsla að frádrögnum afskriftum. 5. Á þjóðhagsreikningagrunni.

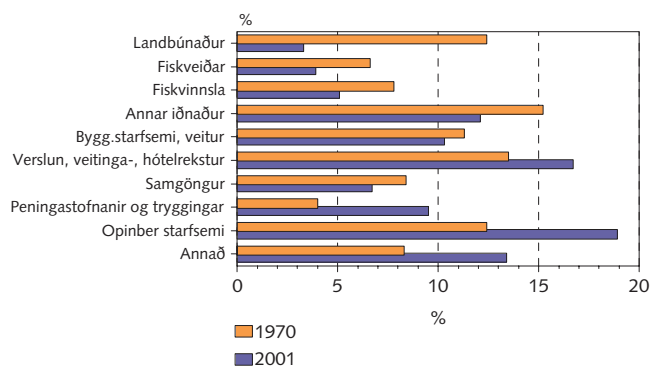
Heimildir: Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Þjóðhagsstofnun, OECD, Seðlabanki Íslands.

IV. Þjóðartekjur og -útgjöld		
Verg landsframleiðsla (VLF), ma.kr.	1970	2004 ¹
Verg landsframleiðsla, ma. US\$	0,4	858,9
Þjóðartekjur á íbúa í þús. US\$	0,5	12,2
Þjóðartekjur á íbúa í þús. US\$ m.v. kaupmáttarjafnvægi (ppp) ³	2,0	41,0
Verg fjármunamyndun, % af VLF	2,7	32,6
Vergur þjóðhagslegur sparnaður, % af VLF	25,3	22,0
Hreinn þjóðhagslegur sparnaður, % af HÞF ⁴	26,1	13,4
Útflutningur vöru og þjónustu, % af VLF	13,8	1,3
Samneysla, % af VLF	46,4	36,8
Heildarútgjöld hins opinbera, % af VLF ⁵	12,7	26,6
Heildarskattar, % af VLF ⁵	28,9	47,4
28,9	41,1	

V. Fjármagn og skuldir

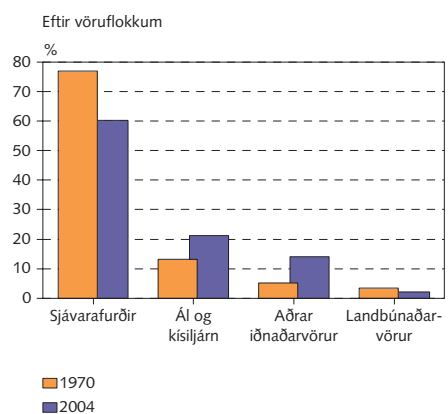
% af VLF nema annað sé tekið fram		
Fjármunaeign, hlutfall af VLF (2003)	1970	2004 ¹
Fjármunaeign í ma. US\$ (2003)	3,4	2,9
Hreinar erlendar skuldir	1,8	42,0
Greiðslubyrði erl. langtímaskulda, % útfl.tekna	20,1	129,3
Heildarskuldir hins opinbera	11,3	56,9
Hreinar skuldir hins opinbera	13,0	36,2
Peningamagn (M3)	-2,3	26,9
Útlán og markaðsskuldabréf lánakerfis	37,5	62,4
Skuldir atvinnuvega	484,8	303,1
Skuldir heimila	53,6	167,7
Markaðsverðmæti hlutabréfa	21,2	100,3
.	123,7	

Mynd 39
Hlutfallsleg atvinnuskipting 1970 og 2001



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 40
Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings 1970 og 2004



Heimild: Hagstofa Íslands.

Tafla 23 Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum¹

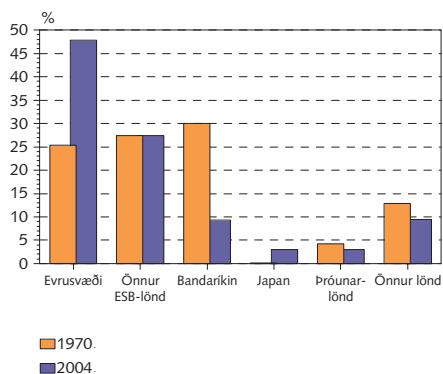
	% af heild						Ma.kr.	
	1970	1980	1990	2000	2004	Janúar 2005	2004	Janúar 2005
Vöruútflutningur, fob								
Evrópusambandið	52,8	52,3	70,7	67,4	75,2	79,0	152,2	11,1
Evrusvæði	25,4	30,2	37,6	42,3	47,8	49,8	96,8	7,0
Önnur Evrópusambandslönd	27,4	22,0	33,1	25,1	27,4	29,3	55,4	4,1
þar af Bretland	13,2	16,5	25,3	19,3	19,0	18,3	38,5	2,6
Önnur Vestur-Evrópulönd	2,8	2,3	3,4	7,8	6,1	5,9	12,4	0,8
Austur-Evrópa og fyrrum Sovétríki	9,6	8,8	2,9	1,4	1,2	1,9	2,4	0,3
þar af Rússland	6,8	5,4	2,5	0,4	1,1	2,7	2,3	0,4
Bandaríkin	30,0	21,6	9,9	12,2	9,3	7,1	18,8	1,0
Japan	0,1	1,5	6,0	5,2	3,0	2,0	6,1	0,3
Önnur OECD-lönd	0,5	0,6	0,5	2,0	1,5	1,2	3,0	0,2
Þróunarlönd ²	4,2	12,9	5,5	3,0	3,0	2,7	6,1	0,4
Önnur lönd	0,0	0,0	1,1	1,0	0,7	0,3	1,4	0,0
Alls	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	202,4	14,0
Vöruinnflutningur, cif								
Evrópusambandið	64,9	58,0	59,9	57,0	60,9	57,5	158,6	10,8
Evrusvæði	32,0	33,2	35,5	33,5	34,2	28,6	89,2	5,4
Önnur Evrópusambandslönd	33,0	24,8	24,4	23,6	26,6	28,9	69,4	5,4
þar af Bretland	14,3	9,5	8,1	9,0	6,8	6,1	17,8	1,1
Önnur Vestur-Evrópulönd	5,4	8,1	5,2	9,7	12,3	13,7	32,1	2,6
Austur-Evrópa og fyrrum Sovétríki	10,4	10,9	6,5	5,7	1,2	0,6	3,2	0,1
þar af Rússland	7,2	9,7	5,0	1,8	1,0	1,1	2,7	0,2
Bandaríkin	8,2	9,4	14,4	11,0	10,1	9,9	26,3	1,8
Japan	2,9	4,0	5,6	4,9	3,8	4,6	10,0	0,9
Önnur OECD-lönd	0,4	5,8	3,7	4,5	3,3	3,7	8,5	0,7
Þróunarlönd ²	7,2	2,7	3,1	5,6	7,2	8,9	18,7	1,7
Önnur lönd	0,6	1,1	1,4	1,5	1,2	1,1	3,1	0,2
Alls	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	260,4	18,8

1. Tölur fyrir árið 2000 miðast við sömu landasamsetningu svæða og árið 2000. 2. Fylgt er skilgreiningu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 41

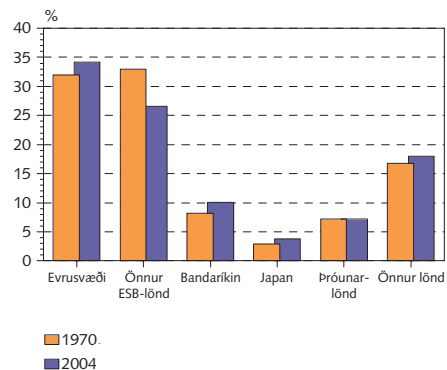
Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir svæðum 1970 og 2004



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 42

Hlutfallsleg skipting vöruinnflutnings eftir svæðum 1970 og 2004



Heimild: Hagstofa Íslands.