



# PENINGAMÁL

2005 • 3

## Efnisyfirlit

- 3 *Inngangur*  
Strangt peningalegt aðhald lengur en væntingar standa til
- 7 *Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum*  
Verðbólguhorfur enn óviðunandi  
*Rammagreinar:*  
Þjóðhagsstærðir - keðjutenging og endurskoðun fyrir árin 1990-2003 21  
Skekkjuliður greiðslujafnaðar 37  
Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum 43  
*Viðaukar:*  
Frávik verðbólgu frá verðbólgu markmiði: Samanburður milli verðbólgu markmiðslanda 57  
Gengisvísitölur: Hvað mæla þær? 62
- 67 *Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans*  
Viðburðaríkt sumar  
*Rammagrein:*  
Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum 68
- 73 *Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram þolmörk*
- 77 *Gjaldeyriforði seðlabanka*  
Haukur C. Benediktsson og Sturla Pálsson
- 85 *Álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins*
- 91 *Peningastefnan og stjórnþæki hennar*
- 93 *Annáll efnahags- og peningamála*
- 97 *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

Rannveig Sigurðardóttir

Elín Guðjónsdóttir

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

24. rit. September 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.

# Strangt peningalegt aðhald lengur en væntingar standa til

Ójafnvægi í þjóðarbúskapnum hefur aukist frá því að *Peningamál* komu síðast út 3. júní sl. og er það meira um þessar mundir en um langt skeið. Aðstæður í þjóðarbúskapnum nú eru að ýmsu leyti áþekkar þeim sem ríktu á árunum 1999 og 2000. Töluverðar sviptingar fylgdu í kjölfarið þegar efnahagslífið leitaði jafnvægis á ný á árunum 2001 og 2002. Ójafnvægið er jafnvel meira nú: viðskiptahalli meiri, raungengi hærra, íbúðaverð lengra yfir langtímajafnvægi og skuldsetning heimila, fyrirtækja og þjóðarbúskaparins í heild töluvert meiri. Ýmislegt er frábrugðið. Mikill vöxtur einkaneyslu sl. tvö ár hefur fremur verið knúinn áfram af skuldasöfnun heimilanna en vexti ráðstöfunartekna, sem jukust töluvert hraðar árin 1998 til 2000 en nú. Áhrif aukins launakostnaðar á verðbólguna eru ekki jafn mikil, en þáttur hækkunar húsnæðisverðs er áhrifameiri. Ytri skilyrði þjóðarbúsins eru einnig töluvert ólík. Á árunum 1999 og 2000 lagðist aukið aðhald í helstu viðskiptalöndunum á sveif með auknu aðhaldi Seðlabankans, en nú eiga óvenju lágir vextir í Evrópu og víðar snaran þátt í að kynda undir innlendri útlánþenslu. Þeir hafa tafið miðlun peningastefnunnar og beint henni að stórum hluta um gengisfarveginn. Vandamálin sem við er að glíma nú eru því jafnvel meiri en um aldamótin. Á móti kemur að gjörbreytt umgjörð peningastefnunnar frá fyrra tímabilinu felur í sér aukið svigrúm hennar til þess að takast á við verðbólgu.

Á næstu árum verða aðstæður í þjóðarbúskapnum óvenju erfiðar frá sjónarhóli peningastefnunnar. Hvernig tekst að beita henni til þess að koma í veg fyrir að verðbólga umfram markmið festi rætur verður nokkur prófsteinn á hve vel núverandi umgjörð hennar hentar litlu, opnu hagkerfi. Seðlabankinn telur brýnt að peningastefnan standist þessa prófraun og að verðbólga víki ekki nema skamma hrið umtalsvert frá verðbólgu markmiði hans. Að öðrum kosti er hætt við að trúverðugleiki bankans og peningastefnunnar bíði skaða sem erfitt getur reynst að bæta úr.

Það eru því nokkur vonbrigði að þrátt fyrir verulega hækkun stýrivaxta bankans allt frá því í maí á sl. ári eru verðbólguhorfur til næstu tveggja ára enn óviðunandi, einkum þegar einnig er tekið tillit til þeirrar verðbólguhættu sem fólgin er í mögulegri lækkun gengis krónunnar. Verðbólguhorfur til næsta árs hafa beinlínis versnað frá því fyrr á árinu þrátt fyrir að sterk króna hafi haldið aftur af hækkun vöruverðs. Leggst þar allt á eitt: mikil húsnæðisverðbólga sem byggð er inn í vísitöluna næstu mánuði, áhrif hratt vaxandi eftirspurnar, aukin framleiðsluspenna og meiri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu en áður var talið. Þessir þættir vega þyngra en styrkur krónunnar.

Krafturinn í vexti innlendrar eftirspurnar hefur hvað eftir annað komið á óvart. Einkum hefur vöxtur einkaneyslu verið hraður

undanfarna þrjá ársfjórðunga. Á öðrum fjórðungi þessa árs nam ársvöxtur einkaneyslu 14%, en það er meiri vöxtur en nokkru sinni frá því að hafið var að birta ársfjórðungslega þjóðhagsreikninga. Viðskiptahallinn á sama fjórðungi nam 14% af landsframleiðslu. Ekkert bendir til þess að dregið hafi að marki úr vexti einkaneyslu á þriðja fjórðungi ársins eða að viðskiptahallinn sé farinn að hjaðna. Þvert á móti má gera ráð fyrir enn meiri viðskiptahalla á síðari hluta ársins. Þótt töluverður hluti hallans skýrist af fjárfestingu í áliðnaði og virkjunum sem mun auka útflutningstekjur til frambúðar má áætla að þegar honum er sleppt standi eftir halli á þessu ári er nemur allt að 7% af landsframleiðslu. Því verður að telja ólíklegt að aðlögunarpörfin nú verði minni en í kjölfar þensluskeiðsins 1999 til 2000.

Þar með er ekki sagt að aðlögunarferlið verði eins. Fyrir utan ófyrirsjáanlegar breytingar á ytri skilyrðum, sem kunna að hafa umtalsverð áhrif á hve hröð aðlögun að jafnvægi verður, mun breytt umgjörð peningastefnunnar móta aðlögunarferlið. Aðhald hefur verið aukið hraðar og gengi krónunnar óhindrað hækkað meira en árin 1999 til 2000. Það hefur dregið úr verðbólgu og verðbólguvæntingum og úr getu fyrirtækja til að hækka laun og velta hækkun kostnaðar út í verðlag. Jafnframt hefur það gert erlenda lántöku óhagstæðari en ella að teknu tilliti til gengisáhættu. Ef peningastefnan væri enn í fjötrum fastgengisstefnu væru verðbólga og verðbólguvæntingar enn meiri. Við núverandi aðstæður á vinnumarkaði fæli það í sér meiri hækkun launakostnaðar sem fyrirtæki ættu auðveldara með að velta út í verðlag. Slík þróun leiðir að lokum til versnandi samkeppnisstöðu, grefur undan gengisstefnunni og leiðir í versta falli til gjaldeyriskreppu.

Slík hætta er síður fyrir hendi nú. Hins vegar er ekki útilokað að gengisaðlögun verði á einhverju tímabili hraðari en samrýmist verðbólgu markmiðinu. Seðlabankinn gæti þurft að bregðast við þeirri framvindu með því að hækka stýrivexti. Erfitt er að sjá fyrir hve háir vextirnir þurfa að verða á aðlögunarskeiðinu. Í spám ýmissa rýnenda á markaði virðist í mörgum tilvikum gengið út frá því að bankinn muni ekkert aðhafast þótt gengisþróun samrýmist ekki verðbólgu markmiði hans. Slík háttsemi væri hins vegar ekki í samræmi við lögboðna skyldu Seðlabankans.

Mikilvægt er að draga lærdóma af framkvæmd peningastefnunnar í kringum aldamótin. Tvennt ber þar hæst. Í fyrsta lagi er ljóst að fastgengisstefnan leiddi til þess að peningalegt aðhald var of lítið þegar þensluskeiðið stóð sem hæst.<sup>1</sup> Í öðru lagi var aðlögunarpörf gengis krónunnar eftir að hún fór á flot lengi vel vanmetin og það leiddi einnig til ónógs peningalegs aðhalds. Að hluta til skýrist þetta af því að Seðlabankinn hafði þegar gengið töluvert á gjaldeyrisforða sinn til þess að verja krónuna falli áður en horfið var frá fastgengisstefnunni í mars 2001.

Líklegt er að aðlögunin hefjist fyrr að þessu sinni, verði ekki eins hröð og gefi Seðlabankanum meira ráðrúm til að bregðast við og tryggja framgang verðbólgu markmiðsins. Um aldamótin urðu

6. Þó verður að minnast þess að full vitneskja um hve mikil ofþenslan var á árinu 2000 lá ekki fyrir fyrr en nokkuð var liðið á árið 2001.

stýrivextir Seðlabankans hæstir 11,4% og raunstýrivextir ríflega 7%. Nokkuð vantar enn á að aðhald peningastefnunnar sé orðið álíka mikið og það varð mest á þessu tímabili. Jafnframt er ljóst að ofpenslan á þessu ári mun verða enn meiri en þá. Vert er að huga vel að þessu því að eftir á að hyggja virðist aðhald peningastefnunnar á árunum 1999 til 2001 ekki hafa verið nægilegt.

Ef verðbólguvæntingar hefðu haldist í samræmi við verðbólguþéttmiðið mætti hugsanlega ná sambærilegu aðhaldi með lægri stýrivöxtum. Annað er hins vegar uppi á teningnum. Verðbólguvæntingar umfram markmið virðast hafa grafið um sig, jafnvel til lengri tíma lítið. Greiningardeildir og aðrir sem móta viðhorf virðast gera ráð fyrir því að Seðlabankinn muni leyfa verðbólgu að aukast langt upp fyrir verðbólguþéttmið bankans og haldast þar án þess að aðhafast nokkuð. Fyrir vikið gæti hann þurft að hækka stýrivexti sína meira en áður hefur þótt sennilegt til að ná verðbólguvæntingum niður í átt að markmiðinu. Jafnframt er líklegt að lengur þurfi að beita ströngu aðhaldi en áður hefur verið talið. Væntingar markaðsaðila um að stutt sé í að stýrivextir nái hámarki og muni fljótlega lækka á ný eru óraunsæjar og tefja fyrir miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið.

Í september var verðbólga í annað skipti á þessu ári meira en 1½% yfir verðbólguþéttmiði Seðlabankans. Greinargerð til ríkisstjórnarinnar sem birt var hinn 19. þessa mánaðar af því tilefni er að finna í ritinu. Samkvæmt grunnspánni sem kynnt er í þessu hefti *Peningamála* verður verðbólguþéttmiðinu ekki náð fyrr en á árinu 2008 verði stýrivextir ekki hækkaðir frekar. Það er lengri tími en hægt er að sætta sig við, sérstaklega í ljósi þess að gert er ráð fyrir að gengi krónunnar haldist mjög sterkt í þeirri spá. Seðlabankinn mun því ótrauður vinna áfram að því að verðbólguþéttmiðinu verði náð á ný á spátímabilinu. Til þess hefur bankinn nægilega öflug tæki þótt sviptivindar á gjaldeyrismörkuðum kynnu að bera verðbólgu tímabundið af rétttri leið. Spá sem byggist á markaðsvæntingum um vexti og breytilegu gengi undirstrikar óvissuna sem tengist gengisþróuninni.

Verðbólguþéttmiðir eru hins vegar aðeins tæki til greiningar – ekki endanlegur sannleikur. Óvissan um líklega langtímaaðlögun gengis krónunnar, eignaverðs, ytri jafnaðar og erlendra vaxta veldur því að spár til tveggja ára kunna að gefa ranga mynd af því sem þá verður uppi á teningnum. Nýlegir hagvísar og verðbólguhorfur benda þó ótvírætt til þess að þörf sé á að auka aðhald enn frekar. Bankinn hefur því ákveðið að hækka stýrivexti sína um 0,75 prósentur. Með því að taka svo stórt skref að þessu sinni tekst vonandi að sannfæra einstaklinga, fyrirtæki og fjármálamarkaðinn um að Seðlabankanum sé full alvara með að halda verðbólgu sem næst verðbólguþéttmiði bankans á næstu tveimur árum og til lengri tíma þótt það kunni um tíma að koma hart niður á ýmsum atvinnugreinum. Dýrkeyptara verður að láta reka á reidanum og leyfa verðbólgunni að festa sig í sessi því að þá verður enn kostnaðarsamara að ná henni niður síðar. Draga má úr hliðaráhrifum strangs peningalegs aðhalds með aðhaldi í atvinnulífi og hjá hinu opinbera og síðast en ekki síst með varfærni í útlánum lánastofnana.



# Verðbólguhorfur enn óviðunandi

Ójafnvægi í þjóðarbúskapnum hefur aukist verulega frá því að Seðlabankinn gaf út þjóðhags- og verðbólguþá í byrjun júní. Vöxtur þjóðarútgjalda, einkum einkaneyslu, hefur aukist, eignaverð og gengi krónunnar hækkað enn meira yfir langtímafjafnvægi og viðskiptahalli stefnir í að verða meiri en áður hefur þekkt frá því að gerð þjóðhagsreikninga hófst. Verulegrar hækkunar stýrivaxta Seðlabankans undanfarið ár hefur lítið gætt utan styttri enda óverðtryggða vaxtarófsins og í gengi krónunnar. Verðbólga hefur aukist undanfarna mánuði og líklegt er að það muni hafa neikvæð áhrif á verðbólguvæntingar sem gæti, ef ekkert er að gert, grafið undan aðhaldsstigi peningastefnunnar. Eins og greint er frá hér á eftir hafa verðbólguhorfur að óbreyttum stýrivöxtum versnað frá því í júní. Meiri húsnæðisverðbólga, sem halda mun uppi verðbólgu næstu mánuði, og aukin framleiðsluspenna munu veða þyngra en áhrif herra gengis krónunnar. Ef tekið er mið af væntingum markaðsaðila um þróun stýrivaxta virðast horfurnar jafnvel enn lakari til lengri tíma lítið. Því virðist ósennilegt að verðbólguþámiðinu verði náð nema stýrivextir bankans hækki meira og haldist lengur háir en markaðsaðilar hafa reiknað með til þessa.

## I Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþá

### Forsendur nýrrar spár

Eins og endranær byggist grunnsþá Seðlabankans á því að stýrivextir haldist óbreyttir (9,5%) út spátímabilið og gengisvísitala krónunnar óbreytt frá spádegi, 12. september, þ.e. nálægt vísitölugildinu 108. Gengið sem miðað er við í spánni er 7½% herra en í síðustu spá, en nálægt því gengi sem miðað var við í spánni sem birtist í mars sl. Einnig er birt spá sem byggist á stýrivaxtaferli sem lesa má út úr framvirkum vöxtum og gengisferli sem tekur mið af framvirkum vaxtamun.<sup>2</sup> Verðbólguþá nær nú til þriðja ársfjórðungs 2007 og þjóðhagsþá fyrir árið 2007 er nú birt í fyrsta sinn.

### Horfur á enn meiri vexti innlendra eftirspurnar en áður var spáð

Samkvæmt endurskoðuðum tölum frá Hagstofu Íslands var hagvöxtur á síðasta ári töluvert meiri en áður var talið og munar þar mestu um meiri vöxt fjármunamyndunar. Spáð er áframhaldandi kröftugum hagvexti á næstu þremur árum, þótt heldur dragi úr vextinum á árinu 2007. Á yfirstandandi ári er reyndar gert ráð fyrir heldur minni hagvexti en í síðustu spá bankans, þrátt fyrir nánast sama vöxt innlendra eftirspurnar. Gætir þar áhrifa herra gengis krónunnar sem eykur innflutning og ytir þar með eftirspurninni út úr þjóðarbúskapnum.

Gert er ráð fyrir verulegum vexti innlendra eftirspurnar á þessu og næsta ári, sem drifinn er áfram af miklum vexti einkaneyslu bæði árin og fjármunamyndunar í ár. Á næsta ári eru hins vegar horfur á

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem fyrir lágu 21. september 2005, en spár byggjast á upplýsingum til 12. september.

2. Framvirku vextirnir gefa vísbendingu um væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta á næstu árum. Með sambærilegum framvirkum erlendum vöxtum fæst væntur vaxtamunur við útlönd sem gefur væntan gengisferil út frá óvörðu vaxtafjafnvægi (e. uncovered interest rate parity). Nánari skýringu á þessum ferlum er að finna í kafla VIII.

Tafla I-1 Þjóðhagsspá Seðlabanka Íslands

Forsendur um stýrivexti og gengi<sup>1</sup>

|   | Núverandi spá |       |       |       | Breyting frá síðustu spá (prósentur) <sup>2</sup> |      |      |      |
|---|---------------|-------|-------|-------|---|------|------|------|
|   | 2004          | 2005  | 2006  | 2007  | 2004  | 2005 | 2006 | 2007 |
| Stýrivextir Seðlabankans (%)                    | 6,14          | 9,16  | 9,50  | 9,50  | -   | 0,31 | 0,50 | .    |
| Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla <sup>3</sup> | 121,0         | 109,8 | 108,0 | 108,0 | -   | -4,2 | -6,9 | .    |

|   | Núverandi spá                  |       |       |       | Breyting frá síðustu spá (prósentur) <sup>2</sup> |      |      |      |
|---|--------------------------------|-------|-------|-------|---|------|------|------|
|   | Magnbreyting frá fyrra ári (%) |       |       |       |   |      |      |      |
|   | 2004                           | 2005  | 2006  | 2007  | 2004  | 2005 | 2006 | 2007 |
| <i>Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar</i>                     |                                |       |       |       |   |      |      |      |
| Einkaneysla   | 6,9                            | 10,3  | 8,2   | 4,3   | -0,6  | 2,3  | 1,2  | .    |
| Samneysla   | 2,8                            | 3,5   | 3,0   | 2,7   | -0,8  | 1,0  | 0,4  | .    |
| Fjármunamyndun  | 21,0                           | 31,1  | -4,0  | -16,0 | 8,2   | -3,1 | 4,0  | .    |
| Atvinnuvegafjárfesting  | 23,3                           | 54,7  | -6,7  | -26,9 | 10,4  | 1,9  | 7,2  | .    |
| Án stóriðju, skipa og flugvéla  | 17,3                           | 5,4   | -5,4  | 5,4   | 10,6  | 3,7  | -3,8 | .    |
| Fjárfesting í íbúðarhúsnæði   | 5,7                            | 12,0  | 10,0  | 0,2   | 2,7   | -9,9 | 0,1  | .    |
| Fjárfesting hins opinbera   | 26,9                           | -7,3  | -9,1  | 22,9  | -0,4  | 4,3  | -4,4 | .    |
| Þjóðarútgjöld   | 8,4                            | 13,1  | 4,0   | -1,0  | 0,7   | 0,7  | 1,6  | .    |
| Útflutningur vöru og þjónustu   | 8,3                            | 4,4   | 6,1   | 14,5  | -   | 0,4  | -1,5 | .    |
| Innflutningur vöru og þjónustu  | 14,2                           | 23,0  | 0,1   | -1,0  | -0,1  | 4,5  | 1,3  | .    |
| Verg landsframleiðsla   | 6,2                            | 5,5   | 6,7   | 4,8   | 1,0   | -1,1 | 0,5  | .    |
| <i>Aðrar lykilstærðir</i>   |                                |       |       |       |   |      |      |      |
| Landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (ma.kr.)                          | 885                            | 998   | 1.115 | 1.212 | 26  | 12   | 34   | .    |
| Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)                               | -8,4                           | -14,2 | -11,3 | -6,1  | -0,3  | -2,2 | -1,2 | .    |
| Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)                                | 1,5                            | 3,6   | 4,8   | 2,7   | 0,4   | 0,3  | 0,4  | .    |
| Launakostnaður á almennum vinnumarkaði (breyting milli ársmeðaltala, %) | 4,7                            | 6,1   | 6,4   | 5,5   | 0,2   | 0,1  | 0,3  | .    |
| Framleiðni vinnuafis (breyting milli ársmeðaltala, %)                   | 4,0                            | 2,0   | 1,9   | 1,8   | 0,9   | -0,5 | -0,6 | .    |
| Atvinnuleysi (% af mannafla)  | 3,1                            | 2,0   | 1,9   | 2,4   | -   | -0,1 | -    | .    |

1. Ársmeðaltöl miðað við óbreytta vexti og gengi frá spádegi. 2. Breyting frá *Peningamálum* 2005/2. 3. Breyting frá síðustu spá er prósentubreyting gengisvísitölu.

að fjárfesting dragist saman, en útflutningur aukist. Þáttur útflutnings í hagvexti mun aukast enn frekar á árinu 2007, álútflutningur mun aukast verulega, en innlend eftirspurn dragast saman. Það má meðal annars rekja til aðhalds peningastefnunnar sem birtist í hækkanði langtímaraunvöxtum og háu raungengi. Sökum aukins útflutnings eru þó horfur á ágætum hagvexti á því ári.

Eins og áður er hagvöxtur drifinn áfram af hagstæðum ytri skilyrðum, greiðum aðgangi að tiltölulega ódýru lánsfé innanlands og utan, hækkun eignaverðs og mikilli bjartsýni. Þessi mikli vöxtur er langt umfram vöxt framleiðslugetu og kemur því fram í verulegri og vaxandi spennu á innlendum vöru- og vinnumarkaði. Spennan mun ná hámarki á næsta ári en tekur síðan að hjaðna á árinu 2007, enda verður innlend eftirspurn þá farin að dragast saman, auk þess sem framleiðslugeta eykst verulega þegar byggingu álvera lýkur.

### Verðbólguhorfur til skemmri tíma hafa versnað þrátt fyrir hátt gengi krónunnar

Þrátt fyrir hærri stýrivexti og sterkara gengi hafa verðbólguhorfur til næsta árs versnað töluvert frá síðustu spá Seðlabankans. Nú sýnir grunnspáin að verðbólga verði rúmlega 4% eftir eitt ár, samanborið



við rúmlega 3% í síðustu spá m.v. sama ársfjórðung. Skýrist það af meiri þenslu á innlendum vöru- og vinnumarkaði en áður var talið. Þar vegur hækkun húsnæðisverðs þungt en sterkt gengi krónunnar heldur aftur af hækkun vöruverðs. Þegar líða tekur á spátímabilið er gert ráð fyrir að áhrif beggja þessara þátta hjaðni smám saman en aukin framleiðsluspenna geri það að verkum að verðbólga helst mikil. Miðað við óbreytta vexti og gengi eru horfur á að verðbólga eftir tvö ár verði einnig um 4%, sem er áþekk verðbólga og í síðustu spá. Haldist gengi krónunnar álíka sterkt og nú og aðhaldsstig peningastefnunnar óbreytt, þ.e. stýrivextir verði ekki hærri en 9,5%, eru horfur á að verðbólga verði komin í 2,5% verðbólgu markmið Seðlabankans um mitt ár 2008.

Tafla I-2 Verðbólgu spá Seðlabanka Íslands

Breyting vísitölu neysluverðs á milli tímabila

|                            | Breyting frá fyrri<br>ársfjórðungi | Ársfjórðungsbreyting<br>á ársgrundvelli | Breyting frá sama<br>ársfjórðungi árið áður |
|----------------------------|------------------------------------|---|---|
| <i>Liðin verðbólga (%)</i> |                                    |   |   |
| 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                     | 0,5                                | 2,0                                     | 3,2   |
| <i>Verðbólgu spá (%)</i>   |                                    |   |   |
| 2005:3                     | 1,4                                | 5,8                                     | 4,2   |
| 2005:4                     | 1,6                                | 6,5                                     | 4,5   |
| 2006:1                     | 0,3                                | 1,3                                     | 3,9   |
| 2006:2                     | 0,8                                | 3,2                                     | 4,2   |
| 2006:3                     | 1,0                                | 4,1                                     | 3,7   |
| 2006:4                     | 1,0                                | 4,1                                     | 3,2   |
| 2007:1                     | 0,9                                | 3,5                                     | 3,7   |
| 2007:2                     | 1,2                                | 4,8                                     | 4,1   |
| 2007:3                     | 0,7                                | 2,8                                     | 3,8   |

|                            | Breyting<br>milli ára | Breyting<br>yfir árið |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>Liðin verðbólga (%)</i> |                       |                       |
| 2003                       | 2,1                   | 2,4                   |
| 2004                       | 3,2                   | 4,0                   |
| <i>Verðbólgu spá (%)</i>   |                       |                       |
| 2005                       | 4,1                   | 4,5                   |
| 2006                       | 3,7                   | 3,3                   |
| 2007                       | 3,7                   | 3,0                   |

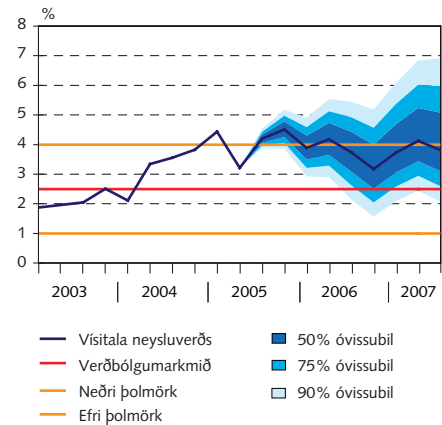
Við túlkun grunnspár bankans þarf að hafa í huga þær forsendur sem hún byggist á, þ.e.a.s. að stýrivextir og gengi krónunnar breytist ekki á spátímabilinu, launaskrið verði innan hóflegra marka og að eignaverð gefi ekki snögglega eftir. Gert er ráð fyrir að smám saman dragi úr hækkun húsnæðisverðs þannig að raunverð húsnæðis verði tiltölulega stöðugt á seinni hluta spátímabilsins. Allir þessir þættir eru háðir verulegri óvissu og um suma þeirra ríkir óvenjumikil óvissa um þessar mundir.

Mat Seðlabankans er að ofangreindir óvissuþættir, ásamt óvissu um aðhald í opinberum fjármálum, leiði til þess að líkur á meiri verð-

Mynd I-1

Verðbólgu spá Seðlabankans

Spátímabil: 3. ársfj. 2005 - 3. ársfj. 2007



bólgu en í grunnspánni hafa aukist frá síðustu spá. Ef ekkert er að gert telur bankinn því að dregið hafi úr líkum á að verðbólguþröskuldrinu verði náð á spátímabilinu.

Spá sem byggist á breytilegum vöxtum og gengi styður þessa sýn enn frekar. Í þeirri spá er gengið út frá því að vextir breytist nokkurn veginn í samræmi við væntingar markaðsaðila um stýrivaxtaþróun næstu tveggja ára og að gengisbreytingar ráðist út frá óvörðu vaxtaföfnægi. Spáin sýnir að markaðs- og greiningaraðilar virðast mjög bjartsýnir á hvenær unnt verður að hefja lækkun stýrivaxta. Í því dæmi fara raunvextir lækkandi þar sem hækkun stýrivaxta er ekki nægilega mikil til að halda aftur af verðbólgunni sem myndast þegar gengi krónunnar fer að gefa eftir. Aðhald peningastefnunnar er því í raun veikara en í grunnspá bankans og vöxtur eftirspurnar og verðbólguþrýstingur meiri. Því blasir við að auka þurfi aðhald peningastefnunnar mun meira en markaðsaðilar virðast vænta.

## II Ytri skilyrði

### Horfur á hagvexti í heiminum nokkuð góðar þrátt fyrir hækkandi olíuverð

Svo virðist sem hagvöxtur hafi víðast hvar náð hámarki á árinu 2004 og því minni hagvaxtar að vænta í heiminum á þessu ári. Hátt verð á olíu hefur dregið úr hagvexti í stóru iðnríkjunum á öðrum fjórðungi ársins. Þó eru horfurnar að mörgu leyti betri en þær voru við vinnslu síðustu *Peningamála*.

Hagvöxtur í Norður-Ameríku og Asíuríkjum, sem hefur að miklu leyti leitt heimshagvöxtinn til þessa, virðist enn vera töluverður. Eins og í flestum öðrum iðnríkjum hægði á hagvexti í Bandaríkjunum á öðrum ársfjórðungi, en hann var þó yfir 3% langtíameðaltalinu níunda ársfjórðunginn í röð. Hagvöxtur í Kína var aftur á móti mun meiri á öðrum ársfjórðungi en gert var ráð fyrir og hafa spár um hagvöxt á árinu hækkað. Á sama tíma hafa hagvaxtarhorfur fyrir Japan glæðst. Þar að auki hefur hækkun hrávöruverðs eftl. hagvöxt í ýmsum þróunarlöndum. Hagvaxtarhorfur á evrusvæðinu eru einnig betri en þær voru við útgáfu síðustu *Peningamála*. Þótt dregið hafi úr hagvexti á öðrum ársfjórðungi var hann meiri en búist var við. Spáð er því meiri hagvexti á evrusvæðinu á seinni hluta ársins og hafa ýmsir nýlegir hagvísar styrkt þá spá. Aftur á móti hefur útlitið í Bretlandi versnað til muna og var hagvöxtur annars ársfjórðungs hinn minnsti sem þar hefur verið á einum ársfjórðungi í tólf ár.

Hækkun hráolíuverðs á seinni hluta þessa árs gæti þó veikt útkomuna verulega. Hráolíuverð hefur aldrei verið hærra að nafnvirði en það var í kjölfar fellibylsins Katrínar og þrátt fyrir að hafa lækkað eitthvað er það um 60% hærra en það var að meðaltali árið 2004. Ótryggt ástand í Mið-Austurlöndum og ótti um að ekki takist að auka framleiðslu sem nemur vexti eftirspurnar olli hækkunum á olíuverði í ágúst. Sá ótti magnaðist eftir að fellibylurinn Katrín olli því að framleiðsla stöðvaðist við Mexíkóflóa. Þótt framleiðslan liggi aðeins niðri tímabundið munu áhrif þess á olíuverð væntanlega vara um nokkurt skeið. Verð hefur þó lækkað frá methæðum skömmu eftir að fellibylurinn gekk yfir þar sem ýmsar þjóðir hófu að ganga á birgðir sínar og juku þar með framboð. Eftirspurn mun líklega verða meiri á næsta ári en áður var spáð, þegar þau ríki sem nú hafa minnkað birgðir sínar fara að auka þær á ný. Því mun olíuverð líklega haldast hátt um nokkurt skeið. Framvirkir samningar gefa til kynna að olíuverð muni hækka örlítið frá núverandi verði út árið og halda áfram að hækka í byrjun næsta árs (sjá töflu II-1 hér á eftir). Bensínverð hefur fylgt hækkun olíuverðs eftir en ekki lækkað alveg jafn mikið nú í september. Það er um þessar mundir 65% hærra en að meðaltali á árinu 2004.

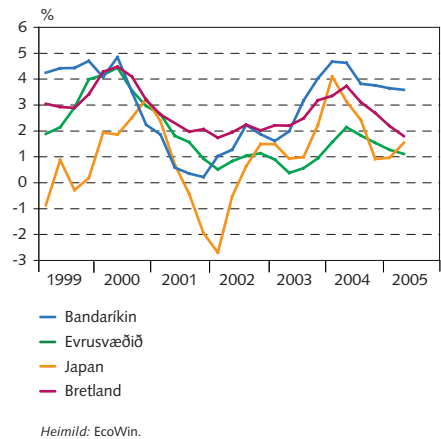
### Þýskaland er enn dragbítur á hagvöxt á evrusvæðinu

Ástæður lítills hagvaxtar á evrusvæðinu á fyrri helmingi þessa árs eru af svipuðum toga og á seinni helmingi sl. árs: Hátt olíuverð, sterk staða evrunnar (jafnvel þótt hún hafi veikt eitthvað frá lokum árs 2004), minni hagvöxtur í heiminum í heild, auk þess sem eftirspurn er áfram veik í flestum evrulöndum. Hagvöxtur jókst á Ítalíu og

Mynd II-1

Hagvöxtur í Bandaríkjunum, Japan, Bretlandi og á evrusvæði 1. ársfj. 1999 - 2. ársfj. 2005

Magnbreyting VLF frá sama ársfjórðungi á fyrra ári

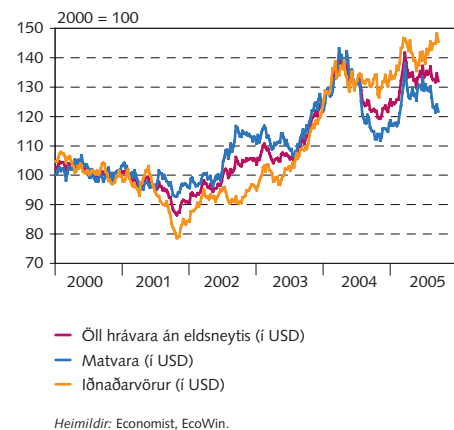


Heimild: EcoWin.

Mynd II-2

Hrávöruverð á heimsmarkaði 2000-2005

Vikulegar tölur

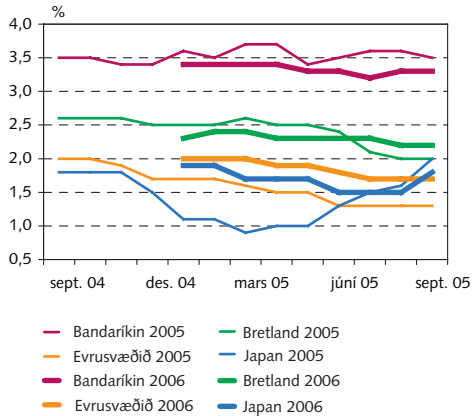


Heimildir: Economist, EcoWin.

Mynd II-3

Hagvaxtarspár fyrir Bandaríkin, Bretland, evrusvæðið og Japan sept. 2004 - sept. 2005

Tímaás sýnir mánuðinn sem spáin er gerð í



Heimild: Consensus Forecasts.

í Hollandi á öðrum ársfjórðungi, eftir samdrátt á þeim fyrsta, en stöðnun í þýska þjóðarþúskapnum vó upp á móti auknum vexti þar. Vöxtur eftirspurnar í Þýskalandi var lítill. Einkaneysla dróst saman, fjárfesting jókst aðeins lítillega og á sama tíma var hreinn útflutningur ekki nægur til að halda uppi hagvexti. Hagvöxtur í Frakklandi var einnig minni á öðrum ársfjórðungi en þeim fyrsta. Á Spáni hélt vöxtur fjármunamyndunar og einkaneyslu, sem að nokkru leyti er drifin áfram af háu fasteignaverði, uppi töluverðum hagvexti á fyrri hluta þessa árs. Minni hagvöxt í Bretlandi á öðrum ársfjórðungi má rekja til hærra olíuverðs, en einnig minni þenslu á fasteignamarkaði og aukins atvinnuleysis sem hefur haft áhrif á einkaneyslu. Í kjölfarið hafa hagvaxtarspár fyrir Bretland verið lækkaðar.

Þrátt fyrir lítinn hagvöxt á evrusvæðinu á fyrri hluta árs benda ýmsir hagvísar til þess að hann muni glæðast á seinni helmingi ársins. Evran hefur veikst gagnvart Bandaríkjadal og hagvöxtur í heiminum ekki minnkað jafnmikið og áður var talið. Smásala hefur aukist og atvinnuleysi minnkað. Væntingar atvinnulífsins á evrusvæðinu hafa glæðst verulega og pantanir aukist. Iðnaður virðist því vera að taka við sér. Lægra gengi evru ætti að örva útflutning. Hagvöxtur á evrusvæðinu á þó enn erfitt uppráttar. Enn er því spáð fremur dræmum hagvexti á þessu ári og hann gæti orðið minni ef olíuverð helst hátt.

Hvort hagvöxtur í Þýskalandi tekur almennilega við sér veltur að miklu leyti á innlendri eftirspurn. Hagvísar benda til þess að þýska hagkerfið muni halda áfram að berjast í bökkinum á næstu mánuðum. Aukinn kostnaður heimilanna sökum hærra olíuverðs og mikið atvinnuleysi munu halda aftur af vexti eftirspurnar.

### Horfur enn góðar í Bandaríkjunum og batnandi í Japan

Efnahagshorfur í Bandaríkjunum eru að mörgu leyti góðar, en hátt olíuverð mun halda aftur af hagvexti í ár og fram á það næsta. Fjárfesting fyrirtækja er enn í nokkuð örum vexti og einkaneysla er sem fyrr drifjöður hagvaxtar, þótt eitthvað hafi hægt á vexti hennar. Væntingar neytenda hafa ekki dvínað, sem að hluta til skýrist af sterkum vinnumarkaði. Atvinnuleysi í Bandaríkjunum hefur ekki verið minna í fjögur ár. Afleiðingar fellibylsins Katrínar munu þó væntanlega segja til sín á næstu mánuðum. Einkaneysla mun að öllum líkindum halda áfram að hægja á sér meðal annars sökum hærri vaxta og olíuverðs. Spáð er að hagvöxtur í Bandaríkjunum verði minni á árinu 2006 þar sem draga muni úr vexti einkaneyslu og húsnæðismarkaðurinn dala.

Eftir samdráttarskeið á síðasta ári virðist hagvöxtur í Japan vera farinn að taka við sér á ný. Á fyrri helmingi þessa árs hefur landsframleiðsla aukist, einkum sökum vaxtar einkaneyslu og að einhverju leyti aukinnar fjármunamyndunar. Vöxturinn stafar af hagstæðri þróun grunnþátta: Stöðugum vexti tekna, minna atvinnuleysi og góðri arðsemi fyrirtækja. Útlit er fyrir áframhaldandi vöxt einkaneyslu það sem eftir lifir árs. Á sama tíma eykst fjárfesting fyrirtækja og því ætti hagvöxtur að halda áfram á seinni hluta þessa árs. Ekki er gert ráð fyrir miklum vexti á árinu 2005, en hagvaxtarspár fyrir árið hafa þó verið hækkaðar.

Fyrr á árinu var almennt gert ráð fyrir að hagvöxtur í Kína mundi smám saman hægja á sér. Nú er útlit fyrir að aðlögunin verði mildari en áður var talið og að hún muni ekki eiga sér stað fyrr en á næsta ári. Verðbólguþrýstingur hefur minnkað á undanförunum mánuðum og því hafa kínversk stjórnvöld ekki eins miklar áhyggjur af openslu í kínverska þjóðarbúskapnum og áður. Vöxtur fjárfestingar hins opinbera hefur farið minnkandi en er enn mjög mikill.

### Útflutningsverðlag sjávarafurða hækkar

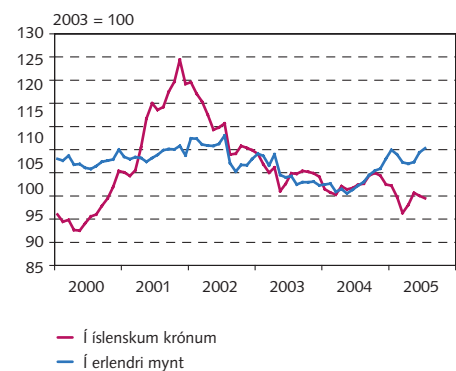
Lítill hagvöxtur á meginlandi Evrópu og versnandi útlit á Bretlandi hefur haft lítil sem engin áhrif á markaðsaðstæður íslenskra sjávarafurða og virðast þær vera góðar fyrir flestar afurðir. Markaður fyrir botnfiskafurðir einkennist af verulegri umframeftirspurn sem hefur haft mjög jákvæð áhrif á verð og hefur verð flestra sjávarafurða hækkað talsvert á seinustu mánuðum. Mið-Evrópumarkaður, sérstaklega Þýskalandsmarkaður, hefur verið tregur undanfarin ár en er að taka við sér á ný. Austur-Evrópumarkaður hefur stöðugt verið að styrkjast og er aftur orðinn einn af meginmörkuðum fyrir íslenskar sjávarafurðir. Þar hefur eftirspurn eftir unnum verðmætari afurðum farið sívaxandi. Horfur á mjöl- og lýsismörkuðum eru einnig góðar vegna minnkandi framboðs af mjöli frá öðrum Norður-Evrópuríkjum og aukinnar eftirspurnar eftir fiskeldismjöli frá Austur-Asíu. Eftirspurn eftir ferskum fiskafurðum hefur haldið áfram að aukast og skila þær að öllu jöfnu meiri framlegð en frystar afurðir. Staða saltfiskmarkaðar í Suður-Evrópu er einnig mjög góð. Samkeppnisstaða íslenskra saltfiskafurða er óvenjusterk um þessar mundir þar sem framboð gæðaframleiðslu frá helstu samkeppnislöndum er lítið.

Góð markaðsskilyrði valda því að verð sjávarafurða í erlendri mynt er óvenju hátt og hefur ekki verið jafn hátt frá árinu 2001. Á þetta við um nær allar tegundir sjávarafurða. Verð sjávarafurða í heild var 7,4% hærra á fyrstu átta mánuðum þessa árs en á sama tíma ári áður. Þessi mikla hækkun hefur verið drifin áfram af hækkun frystra og ferskra botnfiskafurða. Einkum hefur verð sjófrystra afurða hækkað mikið, eða um tæplega 27% á tólf mánuðum til ágústloka. Verð landfrystra botnfiskafurða hefur hækkað um 5% á sama tíma. Verð á bræðsluafurðum (mjöli og lýsi) er einnig óvenjuhátt um þessar mundir. Horfur til áramóta eru nokkuð góðar og er gert ráð fyrir að verð frystra botnfiskafurða muni hækka um 6-8% yfir þetta ár. Búist er við töluvert meiri verðhækkun bræðsluafurða, eða um 16% yfir þetta ár. Í heild sinni er gert ráð fyrir að meðalverð sjávarafurða verði allt að 8% hærra á þessu ári en í fyrra. Miðað við að gengi krónunnar haldist stöðugt frá spádegi felur það í sér að verðlag sjávarafurða í íslenskum krónum verði að jafnaði 2% lægra á þessu ári en í fyrra enda vinnur styrking krónunnar vega á móti erlendri verðhækkun.

### Verðmæti aflans minna en í fyrra

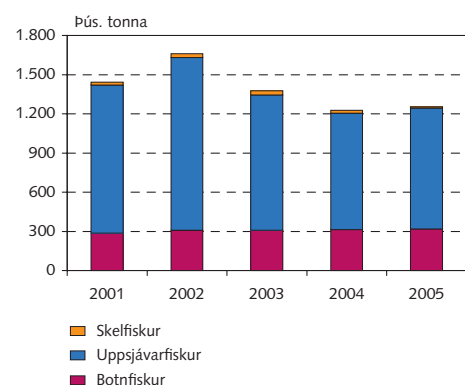
Heildarafli fyrstu átta mánuði þessa árs var um 2% meiri en á sama tíma í fyrra. Botnfiskafliinn jókst um 2%, en 62% samdráttur varð í skelfiskafli. Þessi mikli samdráttur stafar einkum af 15 þúsund tonna samdrætti rækjuafli miðað við sama tíma í fyrra. Samsetning aflans hefur breyst talsvert frá því í fyrra. Afli verðmætustu tegunda

Mynd II-4  
Áætlað verðlag sjávarafurða  
janúar 2000 - júlí 2005



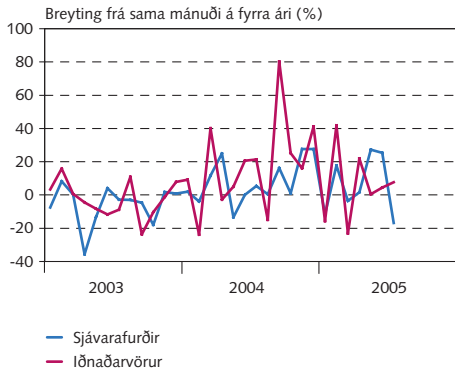
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-5  
Aflamagn í janúar-júlí 2001-2005



Heimildir: Fiskistofa Íslands.

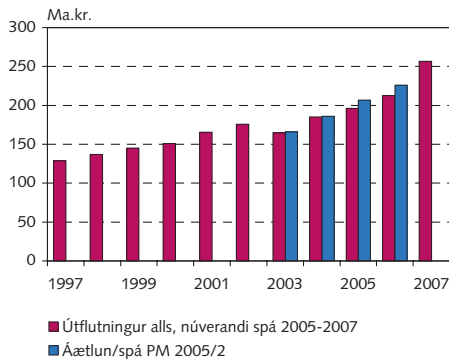
Mynd II-6  
Vöxtur vöruútflutnings janúar 2003 - júlí 2005<sup>1</sup>



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

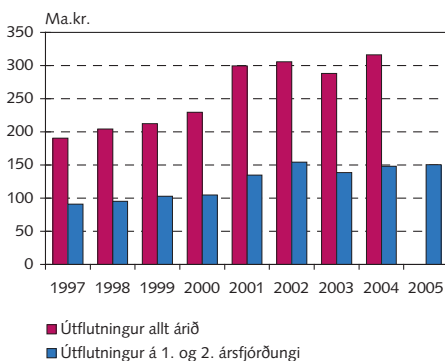
Mynd II-7  
Vöruútflutningur 1997-2007

Samanburður á núverandi spá og spá í *Peningamála* 2005/2



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-8  
Útflutningur vöru og þjónusta á fyrri helmingi árs og allt árið 1997-2005



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

botnfisks (þorsks og grálúðu) hefur dregist saman, en ýsu-, ufsa- og karfaafli hefur aukist. Þá hefur afli úthafskarfa dregist saman um 20 þúsund tonn. Aflaverðmætið á þessu sama tímabili var 1,7% minna á föstu verðlagi en það var á sama tíma í fyrra og munar þar mest um óhagstæðari aflasamsetningu botnfisks, verulegan samdrátt í úthafskarfa og mun minni rækjuafli.

Aflaheimildir í botnfiski á núverandi fiskveiðiári, sem hófst í septemberbyrjun, eru um 18 þúsund tonnum meiri en á síðasta fiskveiðiári. Aukningin er aðallega í ýsu og ufsa, en aflaheimildir í þorski drógust saman. Hámarksafli úr norsk-íslensku síldinni var aukinn töluvert eða um 43 þúsund tonn í 158 þúsund tonn. Nokkru minni kolmunnaafli var úthlutað í ár, en það mun ekki koma að sök þar sem aflahámarki hefur ekki verið náð á undanfönum árum. Einnig hefur aflahámark rækju verið lækkað um helming. Rækjuveiði hefur verið með eindæmum dræm og líklegt að aflahámarkið verði ekki nýtt. Ekki hefur enn verið gefinn út hámarksafli í loðnu þar sem stofnrannsóknir hafa gengið illa hingað til. Hámarksafli í öðrum tegundum er svipaður og í fyrra.

Í júnispá *Peningamála* var gengið út frá nokkru meiri þorskafla en reyndin hefur verið og forsendur hámarksafla á nýbyrjuðu kvótaári gera ráð fyrir. Þá liggur fyrir að úthafskarfaafli verði um 20 þúsund tonnum minni í ár en í fyrra og verulega minni en væntingar stóðu til. Lítil hluti hámarksafla kolmunna mun nást og loðnuaflinn verða minni en vonir stóðu til. Þetta ásamt hruni í rækjuveiðum veldur því að spá um útflutningsframleiðslu sjávarafurða hefur lækkað töluvert. Nú er spáð að enginn vöxtur verði á þessu ári en í júnispánni var reiknað með 3% vexti. Á árinu 2006 er gert ráð fyrir um 3% vexti, einkum vegna aukningar í botnfiskafla, og 2% vexti árið 2007.

### Horfur um vöxt útflutnings í ár svipaðar og áður þrátt fyrir minni vöruútflutning

Horfur eru á aðeins meiri vexti útflutnings á þessu ári en í júnispánni, nokkru minni vexti vöruútflutnings en meiri vexti þjónustuútflutnings. Ein helsta ástæða minni vöruútflutnings er að horfur eru á að sjávarvöruútflutningur verði minni en áður var gert ráð fyrir, eins og nefnt var hér að ofan. Horfur eru á að útflutningur áls verði svipaður og fyrri spá gerði ráð fyrir en útflutningur annarrar iðnaðarvöru mun minni. Í júní var reiknað með því að útflutningur almennrar iðnvöru myndi aukast verulega á þessu ári. Fyrstu sjö mánuði ársins dróst þessi útflutningur hins vegar saman um tæplega 13%. Þetta frávik skýrist að verulegu leyti af miklum samdrætti í útflutningi lyfja og rafeindavoga. Einnig varð samdráttur í útflutningi ýmiss konar iðnaðarvöru þvert á fyrri spár. Ástæður samdráttarins virðast vera að einhverju leyti tímabundnar. Til að mynda hefur framleiðsla nýrra lyfja tafist. Einnig má gera ráð fyrir að hækkun raungengis hafi haft töluvert áhrif. Á móti slakari horfum um vöruútflutning í ár hefur útflutningur þjónustu aukist verulega. Á fyrri helmingi ársins jókst þjónustuútflutningur um 6½% að raungildi, sökum aukinna tekna af samgöngum. Í heild er gert ráð fyrir að útflutningur vöru og þjónustu aukist um tæplega 4½% á þessu ári og um 6% á því næsta, en þá fer einnig að gæta aukins álutflutnings síðari hluta ársins. Á árinu

2007 er gert ráð fyrir að útflutningur aukist um rúm 6%, en þá mun álútflutningur aukast verulega.

### Raugengi hækkar á ný

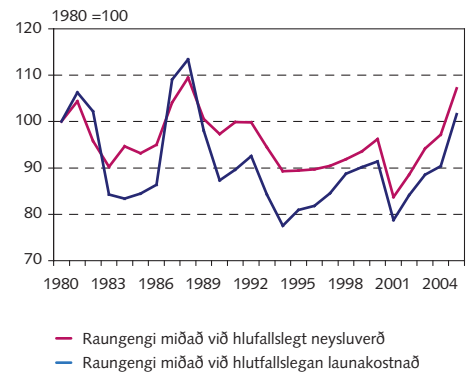
Gengi krónunnar hefur hækkað á ný undanfarna mánuði eftir að hafa náð lágmarki á þessu ári um miðjan maí síðastliðinn. Náði gengi krónunnar nýju hámarki nú um miðjan september. Í spá Seðlabankans að þessu sinni er gert ráð fyrir óbreyttu gengi frá 12. september, en það felur í sér að í ár verði meðalgengi krónunnar um 7½% hærra en miðað var við í síðustu spá og um 9,2% hærra en á síðasta ári.

Eftir að hafa náð hámarki á fyrsta ársfjórðungi, lækkaði raugengi á öðrum ársfjórðungi þegar gengi krónunnar veiktist á ný og heldur dró úr verðbólgu. Á þriðja ársfjórðungi hækkaði raugengi á ný, bæði sakir hærra nafngengis og aukinnar verðbólgu. Að gefnu óbreyttu nafngengi frá 12. september mun raugengi, skilgreint sem hlutfallslegt neysliverðlag, verða að meðaltali rúmlega 10% hærra í ár en í fyrra og hækka um 6½% á næsta ári.

Á fyrstu sjö mánuðum ársins jókst útflutningur þrátt fyrir hátt gengi krónunnar. Hins vegar hefur útflutningur verið veikastur í þeim mánuðum sem gengi krónunnar hefur verið sterkast. Þetta kann að stafa af hliðrun útflutnings þegar gengið er talið hafa styrkst tímabundið, en einnig er hugsanlegt að ákveðinn þröskuldur sé við tiltekið stig raugengis. Útflutningsgreinar munu því sennilega eiga á brattann að sækja á næstunni haldist gengi krónunnar hátt. Hækkun raugengis gæti jafnvel verið heldur meiri en þær raugengisvísitölur sem Seðlabankinn hefur reiknað undanfarin ár gefa til kynna. Nýjar gengisvísitölur sem greint er frá í viðauka 2 sýna meiri hækkun. Skýrist það einkum af meira vægi evru í nýju vísitölunum en þeirri eldri.

Mynd II-9

Raugengi krónunnar 1980-2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla II-1 Helstu forsendur um þróun ytri skilyrða

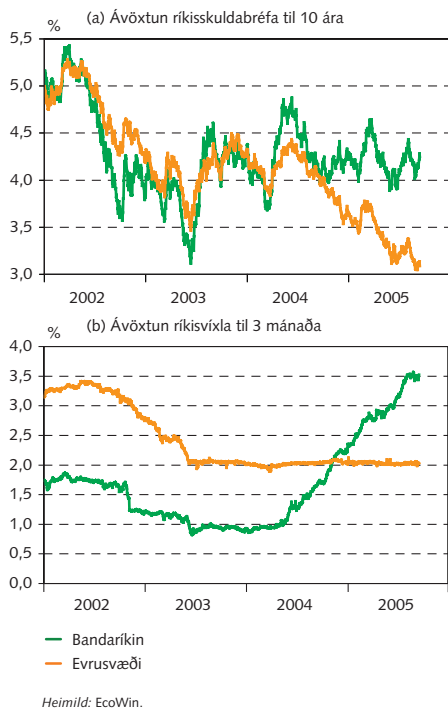
|  | Núverandi spá <sup>1</sup> |      |      | Breyting frá síðustu spá (prósentur) <sup>2</sup> |      |      |
|--|----------------------------|------|------|---|------|------|
|  | 2005                       | 2006 | 2007 | 2005  | 2006 | 2007 |
| Útflutningsframleiðsla sjávarafurða              | 0,0                        | 3,0  | 2,0  | -3,0  | 1,0  | .    |
| Verð sjávarafurða í erlendri mynt                | 8,0                        | 5,0  | 3,0  | 2,0   | 2,0  | .    |
| Verð áls í erlendri mynt                         | 6,6                        | 2,0  | -0,6 | 3,7   | 5,4  | .    |
| Verð útfluttrar vöru og þjónustu í erlendri mynt | 7,9                        | 4,5  | 0,3  | 0,2   | 3,9  | .    |
| Verð innfluttrar neysluvöru í erlendri mynt      | 2,5                        | 2,3  | 2,0  | -   | -    | .    |
| Eldsneytisverð í erlendri mynt                   | 38,5                       | 13,8 | -4,9 | 10,6  | 4,2  | .    |
| Viðskiptakjör vöru og þjónustu                   | 1,3                        | 1,6  | 0,9  | -2,1  | 3,7  | .    |
| Erlendir skammtíamavextir                        | 2,5                        | 2,8  | 2,9  | -0,1  | -0,2 | .    |

1. Breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti. 2. Breyting frá Peningamálum 2005/2.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-1

Erlend vaxtaþróun  
1. janúar 2002 - 19. september 2005  
(daglegar tölur)



### III Fjármálaleg skilyrði

Fjármálaleg skilyrði hafa orðið lítið eitt aðhaldssamari frá vormánuðum. Innlendir skammtímavextir hafa hækkað nokkuð og vextir á óverðtryggðum útlánum bankanna hafa hækkað umfram stýrivaxtahækkun Seðlabankans í byrjun júní. Ætla má að hátt gengi krónunnar að undanfögnu geri erlenda lántöku ívið minna fýsilega en í vor, enda auknar líkur á að gengið haldi ekki þessum styrkleika út líftíma lána til nokkurra ára. Á móti vegur að herra gengi lækkar greiðslubyrði erlendra lána sem þegar hefur verið stofnað til. Aðhald sem felst í sterku gengi krónunnar bitnar fyrst og fremst á fyrirtækjum landsins, sem jafnan hafa leitað á erlenda lánamarkaði í töluverðum mæli, en síður á einstaklingum. Einstaklingar hafa þó á þessu ári tekið gengistryggð lán í auknum mæli. Ekki er víst að þeir hafi gert sér fyllilega grein fyrir áhættu sem í slíkri lántöku er fólgin.

**Skilyrði erlendar lántöku hafa versnað frá vormánuðum vegna herra gengis krónunnar en heldur hagstæðari erlendir vextir vega á móti**  
Erlend fjármálaleg skilyrði eru enn með hagstæðasta móti. Á evrusvæðinu hafa þau jafnvel orðið ívið aðhaldsminni frá því að *Peningamál* voru gefin út sl. vor. Skammtímavextir hafa lítið breyst, enda hefur Seðlabanki Evrópu ekki breytt vöxtum í 2½ ár. Langtímavextir hafa undanfarið verið ívið lægri en sl. vor og eru töluvert lægri en í ársbyrjun. Burt séð frá gjaldmiðlaáhættu eru skilyrði til langtímalántöku í evrum því áfram mjög góð. Langtímavextir í Bandaríkjunum hafa lítið breyst frá vormánuðum og eru enn lágir þrátt fyrir hækkun skammtímavaxta um u.þ.b. ½ prósentu frá því í maí.

Gengi krónunnar sem miðað er við í spám bankans í þessu hefti er 7½% sterkara en í uppfærðum þjóðhags- og verðbólguþáttum Seðlabankans sem voru birtar í byrjun júní. Það felur í sér að skilyrði til nýrrar lántöku hafa versnað að því gefnu að gengið leiti jafnvægis á ný.

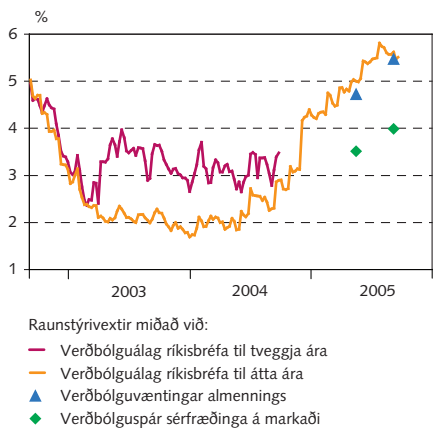
#### Raunstýrivextir Seðlabankans hafa hækkað

Seðlabankinn hækkaði stýrivexti sína í byrjun júní um 0,5 prósentur í 9,5%. Til þess að meta aðhaldsstig aðgerða Seðlabankans hefur meðal annars verið lagt mat á raunstýrivexti miðað við verðbólguvæntingar (sjá umfjöllun um verðbólguvæntingar í kafla VIII). Sá mælikvarði á verðbólguvæntingar sem Seðlabankinn hefur lagt einna mesta áherslu á er mismunur ávöxtunarkröfu verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa svipaðrar tímalengdar. Þótt ekki sé fyrir hendi verðtryggður ríkisskuldabréfaflokkur til tiltölulega skamms tíma sem hægt er að nota til að meta verðbólguvæntingar til næstu 2-5 ára eru til u.þ.b. tíu ára sambærileg bréf sem gefa vísbendingu um verðbólguvæntingar til tiltölulega langs tíma. Út frá þeim tölum má ætla að raunstýrivextir séu um 5½%. Sambærileg niðurstaða fæst ef miðað er við verðbólguvæntingar almennings, sem kannaðar voru um mánaðamót ágúst og september. Við útgáfu síðustu *Peningamála* voru raunstýrivextir um 5% og því má ætla að raunstýrivextir hafi hækkað síðan þá um sem nemur nafnhækkun stýrivaxta í júnibyrjun.

Mynd III-2

Raunstýrivextir Seðlabankans

Vikulegar tölur 17. september 2002 - 19. september 2005



Verðbólguvæntingar almennings miðast við verðbólgu næstu tólf mánuði og verðbólguþátt sérfræðinga við tólf mánuði til ársloka 2006.

Heimild: Seðlabanki Íslands.



Raunstýrivextir miðað við liðna verðbólgu eru ívið hærrí en hafa lækkað nokkuð frá maímánuði. Sé miðað við nýja grunnverðbólguþspá Seðlabankans eru raunstýrivextir einnig um 5½%, hvort sem litið er eitt eða tvö ár fram í tímann. Miðað við spá bankans með breytilegum vöxtum og gengi eru raunstýrivextir bankans hins vegar nokkru lægri eða 4,8% eitt ár fram í tímann og einungis 4,3% tvö ár fram í tímann. Ef verðbólguþmarkmið bankans væri talið fyllilega trúverðugt næstu tvö árin væru raunstýrivextir í námunda við 7%.

Sé litið til væntinga markaðsaðila og heimila virðist á heildina litið mega álykta að aðhald stýrivaxta Seðlabankans hafi aukist nokkuð frá maímánuði. Hins vegar ber að hafa í huga að verðbólga hefur aukist verulega undanfarna mánuði, sem kann að hafa haft neikvæð áhrif á verðbólguvæntingar. Enn er nokkuð langt í að aðhaldsstigið verði jafnmikið og í síðustu uppsveiflu.

### Áhrif síðustu vaxtahækkunar greinilegri á óverðtryggðum útlána-vöxtum bankanna en á vaxtarófi óverðtryggðra ríkisbréfa

Meðalvextir óverðtryggðra lána bankanna hækkuðu strax í júní sem nam u.þ.b. stýrivaxtahækkun Seðlabankans í byrjun mánaðarins. Í ágúst hafa þeir svo hækkað enn frekar eða um 0,2 prósentur. Hugsanlegt er að um aukið áhættuálag vegna væntrar verðbólgu sé að ræða.

Eftir vaxtahækkun bankans í júní gætti áhrifa hennar einkum á skemmri enda óverðtryggðra vaxtarófsins. Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa með tveggja og fimm ára líftíma hækkaði nokkuð, en lítilla sem engra breytinga varð vart á bréfum með átta ára líftíma. Frá vaxtahækkun bankans í júní hækkaði meðalávöxtun ríkisbréfa með tveggja ára líftíma um 0,2 prósentur í tæplega 9,2% og á bréfum með fimm ára líftíma hækkaði ávöxtunin einnig um 0,2 prósentur í 7,7%. Ávöxtun bréfa með átta ára líftíma stóð hins vegar í stað við liðlega 7,5%. Því virðist sem ekki hafi verið gert ráð fyrir jafnmikilli stýrivaxtahækkun á skuldabréfamarkaði og raun varð á í byrjun júní (sjá umfjöllun í næsta kafla). Hækkun ávöxtunarkröfu skuldabréfa með fimm ára líftíma má túlka sem svo að fjárfestar hafi eftir hækkunina ekki gert ráð fyrir eins hraðri lækkun vaxta og þeir gerðu ráð fyrir fyrr á árinu.

Fyrri hluta september lækkaði ávöxtunarkrafa ríkisbréfa með líftíma til tveggja og fimm ára töluvert og stóð í 8,9% og 7,2% þann 16. september. Líklegt er að þessa lækkun megi að stórum hluta rekja til erlendar stöðutöku tengdrar skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í krónum (sjá umfjöllun á bls. 68). Þessi þróun hefur unnið gegn viðleitni Seðlabankans til að hækka langtímavexti og þannig dregið nokkuð úr aðhaldssemi peningastefnunnar.

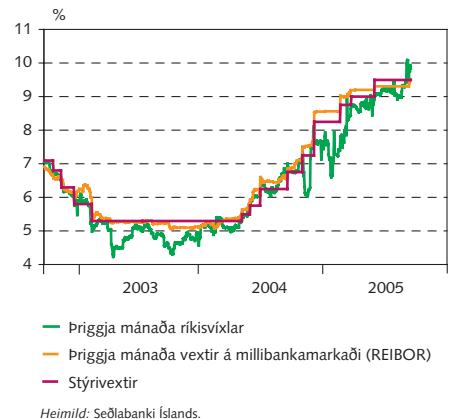
### Áframhaldandi vaxtahækkunir þegar verðlagðar í markaðsvöxtum

Hækkun stýrivaxta í júní sl. um 0,5 prósentur virðist hafa verið heldur meiri en markaðsaðilar væntu miðað við fólgnu framvirka vexti sem metnir eru út frá vaxtaferli óverðtryggðra vaxta. Virðist markaðurinn fremur hafa reiknað með að núverandi vaxtastigi yrði náð í tveimur skrefum, því fyrra við útgáfu síðustu *Peningamála* og því seinna í lok júní. Jafnframt var áframhaldandi hækkun stýrivaxta verðlögð inn í vaxtaferilinn til hausts um 0,25-0,5 prósentur.

Mynd III-3

Stýrivextir og aðrir skammtímamarkaðsvextir

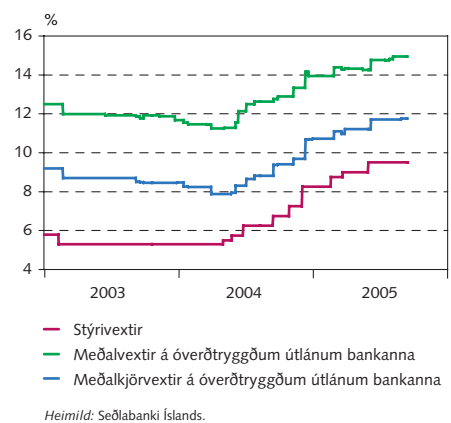
Daglegar tölur 19. september 2002 - 19. september 2005



Mynd III-4

Stýrivextir og óverðtryggðir útlánsvextir bankanna

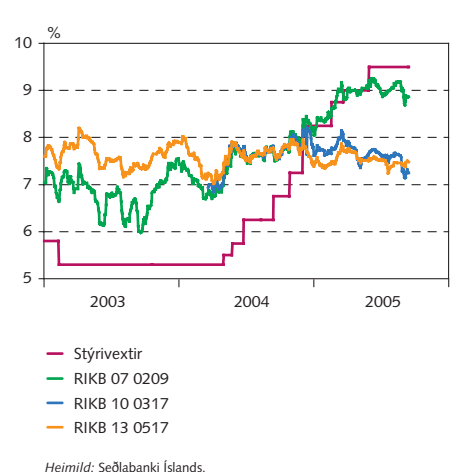
Tölur 1., 11. og 21. hvers mánaðar  
1. janúar 2003 - 11. september 2005



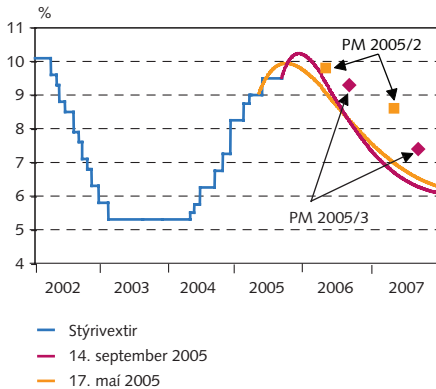
Mynd III-5

Stýrivextir og ávöxtunarkrafa ríkisbréfa

Daglegar tölur 1. janúar 2003 - 19. september 2005



Mynd III-6  
Stýrivextir Seðlabankans 2002-2007



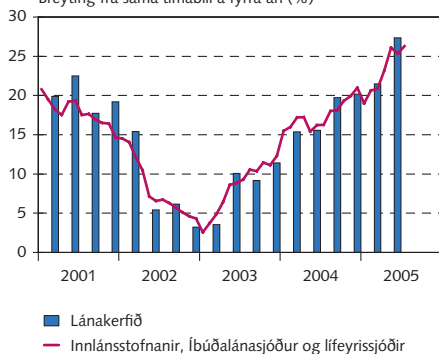
Gular og rauðar línur sýna framvirka vexti. Kassar sýna vaxtaspar samkvæmt könnunum meðal greiningaraðila fyrir útgáfu *Peningamála* 2005/2 og 2005/3.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7  
Vöxtur útlána janúar 2001 - júlí 2005

Útlán lánaðs í lok hvers ársfjórðungs, útlán innlánsstofnana, íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða í lok hvers mánaðar

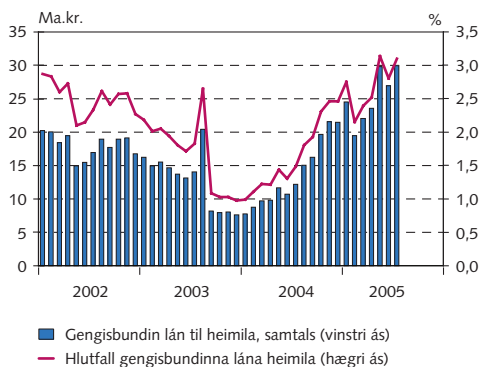
Breyting frá sama tímabili á fyrra ári (%)



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8  
Gengisbundin lán heimila og hlutfall þeirra af heildarlánum janúar 2002 - júlí 2005

Hlutfall gengisbundinna lána heimila af útlánum innlánsstofnana, íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða í lok hvers mánaðar



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Inn í vaxtaferilinn frá 13. september sl. var verðlögð 0,75 prósentna hækkun vaxta fram til áramóta, þar af 0,25 prósentna hækkun við útgáfu *Peningamála* nú. Markaðsaðilar virðast því vænta þess að stýrivextir nái hámarki í lok þessa árs í 10,25% en að þeir taki síðan fljótlega að lækka og verði u.þ.b. 8% eftir eitt ár og rúmlega 6% eftir tvö ár. Eins og áður er þetta heldur hraðari lækking vaxta en lesa má út úr svörum greiningaraðila (sjá rammagrein 3) en þeir gera ráð fyrir að stýrivextir verði um 9,25% eftir eitt ár og 7,5% eftir tvö ár. Áfram virðist því gæta meiri bjartsýni meðal markaðsaðila en sérfræðinga á markaði um hve hratt Seðlabankinn muni draga úr aðhaldsstigi peningastefnunnar.

### Vöxtur útlána orðinn enn meiri

Þótt fjármálaleg skilyrði virðist orðin ívið aðhaldssamari en þau voru á vormánuðum sér þess ekki stað í útlánavexti. Þvert á móti hefur útlánavöxturinn aukist verulega. Innlend útlán og verðbréfaeign lánaðs voru í júnílok 27% meiri en fyrir ári. Útlán til fyrirtækja jukust mikið, eða um 37%, útlán til einstaklinga hafa einnig aukist hröðum skrefum. Bankarnir hafa á þessu ári aukið markaðshlutdeild sína verulega, einkum á kostnað íbúðalánasjóðs. Í ágústlok voru útlán innlánsstofnana rúmlega 50% meiri en í ágúst í fyrra og tæplega 53% meiri sé leiðrétt fyrir gengis- og verðuppfærslu. Útlán innlánsstofnana til einstaklinga höfðu á sama tíma aukist um tæplega 128% sem að stærstum hluta má rekja til nýrra húsnæðisveðlana. Á móti hefur dregið úr húsnæðisveðlunum íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða til einstaklinga. Samanlögð útlán innlánsstofnana, lífeyrissjóða og fjárfestingarlánasjóða (þ.m.t. íbúðalánasjóðs) til einstaklinga jukust um tæplega 18% á einu ári til júliloka.

Gengistryggð útlán innlánsstofnana hafa aukist mikið eins og önnur útlán að undanfögnu og nam tólf mánaða vöxtur þeirra til ágústloka rúmlega 60%. Ekki er því að sjá að hátt gengi krónunnar hafi dregið mikið úr lántöku í erlendum gjaldmiðlum. Þó ber að hafa í huga að fyrirtækin sem taka þessi lán hafa mörg hver gjaldeyristekjur eða verja lánunum til erlendra fjárfestingar. Hraður vöxtur gengisbundinna útlána til innlendra fyrirtækja er því ekki endilega merki um mikla innlenda fjárfestingu. Því er óvíst að hve miklu leyti má túlka þennan mikla vöxt sem vísbendingu um vöxt innlendra eftirspurnar. Töluverður hluti vaxtarins kann að tengjast svokallaðri útrás íslenskra fyrirtækja. Gengisbundin útlán innlánsstofnana námu í lok ágúst rúmlega 53% útlána þeirra, sem er svipað og fyrr á árinu.

### Þróun peningamagns

Vöxtur peningamagns og sparifjár (M3) hefur aukist verulega frá vormánuðum og var rúmlega 24% í júlílok á tólf mánuðum. Lítil skammtímatengsl eru á milli vaxtar peningamagns og verðlagsþróunar. Langvarandi vöxtur peningamagns umfram nafnvöxt landsframleiðslu getur eigi að síður verið vísbending um langtímaþrýsting á verðlag. Þó ber að túlka vöxt M3 og annarra mælikvarða á peningamagn af varúð vegna þess að við viss skilyrði getur t.d. flótti fjárfesta úr áhættusömum í áhættuminni eignir leitt til þess að M3 þenst út. Þetta gerðist

t.d. víða um heim í kjölfar þess að gengi hlutabréfa féll um aldamótin. Þá jukust innstæður á peningamarkaðsreikningum, sem eru hluti M3, mikið um tíma. Slíkar skýringar eiga þó varla við um þessar mundir, enda hefur verð hlutabréfa hækkað mikið undanfarin ár og almenn bjartsýni ríkir á fjármálamarkaði.

### Fjármálaleg skilyrði fyrirtækja eru nokkru aðhaldssamari en á vormánuðum

Stór hluti skulda og lántöku fyrirtækja er í erlendum gjaldmiðlum. Breytingar á gengi krónunnar og erlendum vöxtum hafa því fyrst og fremst áhrif á fjárhagsleg skilyrði fyrirtækja. U.þ.b. 56% af skuldum fyrirtækja við innlánsstofnanir voru t.d. í erlendum gjaldmiðlum í júlilok. Erlendir vextir eru enn afar lágir. Vextir langtímaríkisskuldabréfa á evrusvæðinu hafa lækkað frá vormánuðum. Styrking krónunnar ætti hins vegar að gera nýja lántöku ófýsilegri, eins og áður hefur komið fram, þótt afborganir eldri lána léttist með hærra gengi. Styrking krónunnar þrengir fyrst og fremst að útflutningsfyrirtækjum, t.d. í sjávarútvegi og ferðaþjónustu, og einnig innlendri atvinnustarfsemi sem býr við samkeppni erlendra aðila á heimamarkaði. Kostnaður þessara fyrirtækja eykst umfram tekjur þeirra, sem annaðhvort eru í erlendum gjaldmiðlum eða geta ekki fylgt kostnaðarbreytingum eftir vegna samkeppni frá erlendum keppinautum.

Þau lán fyrirtækja sem ekki eru gengisbundin skiptast nokkuð jöfnum höndum í verðtryggð og óverðtryggð lán. Vextir verðtryggðra lána hafa almennt lækkað en vextir óverðtryggðra lána, t.d. yfirdráttarlána, í stórum dráttum hækkað í samræmi við hækkun stýrivaxta eins og áður hefur komið fram. Hækkun vaxta óverðtryggðra lána er öllu þyngri á metunum. Því má ætla að samanlögð áhrif gengisbreytinga og vaxtabreytinga feli í sér heldur óhagstæðari fjármálaleg skilyrði að hausti en í vor.

### Fjármálaleg skilyrði heimila hafa versnað lítillega frá vormánuðum

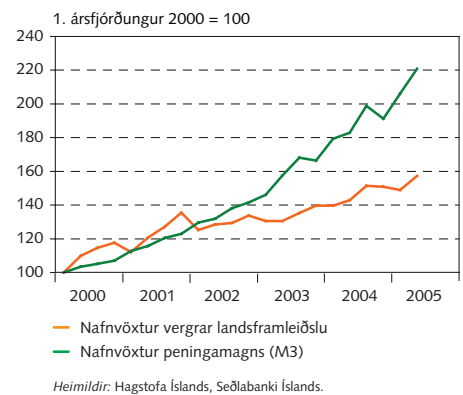
Ætla má að fjármálaleg skilyrði einstaklinga séu heldur aðhaldssamari um þessar mundir en þau voru í vor. Fjármálaleg skilyrði þeirra ráðast að mestu af vöxtum verðtryggðra langtímalána, einkum húsnæðisveðlana. Vextir þessara lána hafa ekki breyst í sumar. Hækkun vaxta á óverðtryggðum lánum, meðal annars yfirdráttarlánnum, vegur ekki eins þungt. Einstaklingar virðast ekki hafa notað möguleika til endurfjármögnunar húsnæðisveðlana til að greiða upp yfirdráttarlán sín því að þau voru á fyrstu átta mánuðum þessa árs að meðaltali 7% hærri en á sama tíma fyrir ári og jukust um 5% á tólf mánuðum til ágústloka.

Þar til nýlega hefur hlutdeild gengistryggðra lána í skuldum einstaklinga verið lítil. Á þessu varð nokkur breyting á síðastliðnu ári. Af útlánum innlánsstofnana til einstaklinga sem voru í lok ágúst tæplega 460 ma.kr. voru tæplega 30 ma.kr. gengisbundin. Gengisbundnar skuldir þeirra við innlánsstofnanir voru í lok síðasta árs rúmlega 21 ma.kr. og hafa því aukist um rúmlega 40% það sem af er ári. Ætla mætti að lántakendur líti svo á að hátt gengi krónunnar feli ekki í sér meiri gjaldmiðlaáhættu en nemur vaxtamun á innlendum og erlendum lánum. Þessi viðhorf einstaklinga kynnu að breytast

Mynd III-9

Nafnvöxtur peningamagns og vergrar landsframleiðslu 1. ársfj. 2000 - 2. ársfj. 2005

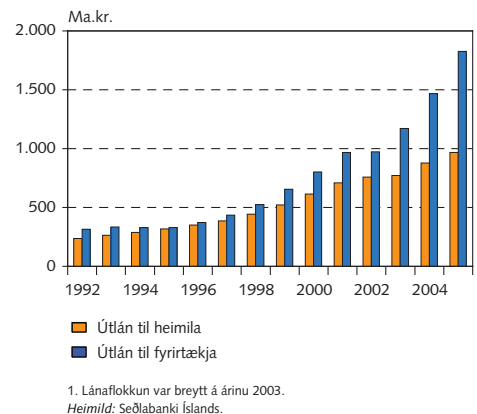
Daglegar tölur 22. maí 2002 - 20. maí 2005



Mynd III-10

Útlán til heimila og fyrirtækja 1992-2005

Staða útlána lánakerfis til heimila og fyrirtækja í lok árs, tölur fyrir 2005 eru í lok júní<sup>1</sup>



snögglega ef krónan lækkaði umtalsvert. Gengisbundin lán eru t.d. notuð í auknum mæli í bílaviðskiptum og sem húsnæðisveðlán. Þessi lán bera að auki almennt breytilega vexti og virðast því hagstæðari um þessar mundir en þau kunna að reynast síðar.

## IV Innland eftirspurn og framleiðsla

### Horfur á að framleiðsluspenna verði nokkru meiri en áður var talið

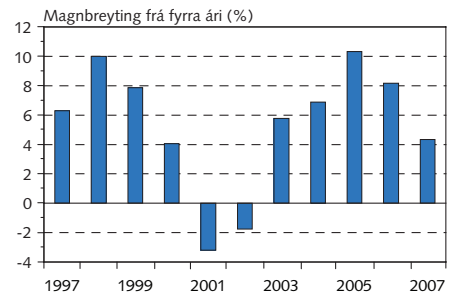
Horfur eru á heldur minni hagvexti á þessu ári en gert var ráð fyrir í júní, en meiri næstu tvö árin á eftir. Hins vegar virðist hagvöxtur í fyrra hafa verið töluvert meiri en áður var talið. Meginástæða þess að nú er talið að hagvöxtur verði ekki eins mikill í ár og gert var ráð fyrir í júní er að áætlanir um fjármunamyndun hafa verið lækkaðar og spáð er meiri aukningu innflutnings. Vega þessir þættir þyngra en töluvert meiri vöxtur einkaneyslu en spáð var í júní. Að samanlögðu eru horfur á meiri framleiðsluspennu á næsta ári en gert var ráð fyrir í júní.

### Hagvöxtur í fyrra meiri en áður var talið en minni árið 2003

Breytingar á metinni framleiðsluspennu næstu árin ráðast ekki aðeins af breytingum á spám um hagvöxt heldur getur endurskoðun á gögnum fyrri ára einnig haft töluvert áhrif. Hagstofa Íslands birti í september bráðabirgðauppgjör fyrir árið 2004 sem sýnir töluvert meiri hagvöxt en fyrri áætlanir. Stærsta breytingin er að fjármunamyndun er talin hafa vaxið um 21% á milli árunna 2003 og 2004 í stað 12,8% áður. Hins vegar er nú talið að bæði einkaneysla og samneysla hafi vaxið minna en áður var talið. Þessar breytingar leiða til þess að hagvöxtur á árinu 2004 er talinn um einni prósentu meiri en áður eða 6,2%.

Hagstofan birti endurskoðaðar tölur um þjóðhagsstærðir fyrir árin 1990-2004. Nokkur breyting hefur orðið á aðferðum hennar í samræmi við alþjóðlega þróun í gerð þjóðhagsreikninga. Við áætlun magn- og verðbreytinga er nú notuð svokölluð keðjutenging, þ.e.a.s. miðað er við verðhlutföll næsta árs á undan við áætlun magnbreytinga á milli tveggja ára. Með því að miða við nýleg verðhlutföll ættu áætlanir um magnbreytingar að verða betri en áður. Þessi endurskoðun leiddi til nokkurrar breytingar á mælingu þjóðhagsstærðanna. Þannig telst vöxtur einkaneyslu árið 2003 nú 5,8% en ekki 6,6% og hagvöxtur 3,6% í stað 4,2%. Hagvöxtur árin 2001 og 2002 telst hins vegar hafa verið 0,7 og 0,8 prósentum meiri en áður var talið (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 1).

Mynd IV-1  
Vöxtur einkaneyslu 1997-2007<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabankans 2005-2007.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hagstofan birti nýjar tölur um helstu þjóðhagsstærðir 13. september sl. Tölur fyrir tímabilið 1990-2003 hafa verið endurskoðaðar og tekin upp árleg keðjutenging. Verð- og magnbreytingar milli tveggja ára eru nú áætlaðar út frá verðhlutföllum fyrra árs. Þessar breytingar eru síðan tengdar saman til að reikna út magnvísitölur og tímaraðir sem sýna þróun einstakra stærða á föstu verðlagi.

Áður notaði Hagstofan verðhlutföll tiltekins árs í nokkur ár. Slík viðmiðunarár eru nefnd grunnár. Hagstofan notaði árið 1990 sem grunnár fyrir magnbreytingar þjóðhagstalna fyrir tímabilið 1990 til 1997 og árið 1997 fyrir tímabilið eftir 1997. Nú er í raun fyrra árið af hverju tveimur samliggjandi árum grunnár.

Í allri hagfræði er mjög mikilvægt að skilja á milli verð- og magnbreytinga. Að keypt hafi verið mjólk fyrir 360 milljónir tiltekið ár og fyrir 480 milljónir árið eftir gefur takmarkaðar upplýsingar. Ef vitað er að mjólkinn kostaði 36 kr. lítrinn fyrra árið en 60 kr. síðara

## Rammagrein 1

### Þjóðhagsstærðir – keðjutenging og endurskoðun fyrir árin 1990-2003

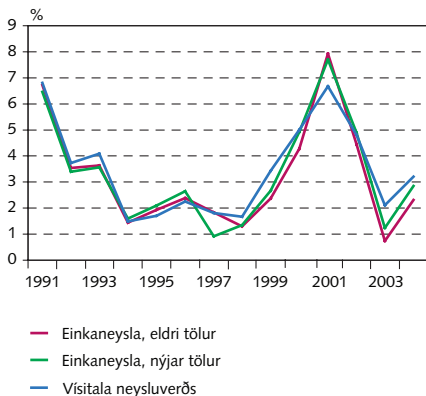
árið má reikna út að neyslan hafi verið 10 milljónir lítra fyrra árið en 8 milljónir lítra hið síðara.

Ef um er að ræða eina samstæða vöru sem selst á tilteknu verði á hverju tímabili er auðvelt að skilja á milli verð- og magnbreytinga. En vandamálin hrannast upp þegar reynt er að skilja á milli verð- og magnbreytinga fyrir hóp af vörum eins og t.d. allar vörur sem heimilin neyta (þ.e. einkaneysluna) eða allar fjárfestingarvörur. Ef verð allra vara í hópnum breyttist eins, væri vandalaust að áætla verðlagsbreytingu vöruflokksins. Í reynd breytist verð vara mismikið (hlutfallsleg verð breytast); sumar lækka meðan aðrar hækka. Magn þeirra breytist einnig mikið yfir tíma. Fyrir tíu árum skipti litlu fyrir áætlanir um verðbreytingar einkaneyslunnar hvaða verð var á GSM-símum og símtölum í GSM-kerfum en nú skiptir það nokkru. Það getur því valdið verulegri skekkju ef miðað er við mjög fjarlægst grunnár. Helsti kosturinn við keðjutengingu eins og Hagstofan notar nú við áætlun magnbreytinga þjóðhagsstærða frá og með árinu 1990 er að grunnárið er alltaf mjög nýlegt.

### Magnbreyting og verðmæti vöru milli tímabila

| Tímabil:                                 | 1     | 2     | 3     |
|--|-------|-------|-------|
| <b>Verð</b>                              |       |       |       |
| Vara 1                                   | 150   | 160   | 170   |
| Vara 2                                   | 100   | 90    | 105   |
| Hlutfallslegt verð                       | 1,50  | 1,78  | 1,62  |
| <b>Magn</b>                              |       |       |       |
| Vara 1                                   | 10    | 12    | 14    |
| Vara 2                                   | 30    | 31    | 32    |
| Verðmæti alls                            | 4.500 | 4.710 | 5.740 |
| <b>Á verðlagi tímabils 1</b>             |       |       |       |
| Vara 1                                   | 1.500 | 1.800 | 2.100 |
| Vara 2                                   | 3.000 | 3.100 | 3.200 |
| Allar vörur                              | 4.500 | 4.900 | 5.300 |
| Verðmæti alls                            | 4.500 | 4.900 | 5.300 |
| Breyting                                 |       | 8,89% | 8,16% |
| <b>Á verðlagi tímabils 2</b>             |       |       |       |
| Vara 1                                   | 1.600 | 1.920 | 2.240 |
| Vara 2                                   | 2.700 | 2.790 | 2.880 |
| Allar vörur                              | 4.300 | 4.710 | 5.120 |
| Verðmæti alls                            | 4.300 | 4.710 | 5.120 |
| Breyting                                 |       | 9,53% | 8,70% |
| <b>Keðjutenging (verðlag tímabils 1)</b> |       |       |       |
| Vara 1                                   | 1.500 | 1.800 | 2.100 |
| Vara 2                                   | 3.000 | 3.100 | 3.200 |
| Allar vörur                              | 4.500 | 4.900 | 5.327 |
| Breyting                                 |       | 8,89% | 8,70% |
| Verðmæti alls                            | 4.500 | 4.900 | 5.300 |
| Breyting                                 |       | 8,89% | 8,16% |

Mynd 1  
Verðbreytingar einkaneyslu og  
vísitala neysluverðs 1991-2004



Heimild: Hagstofa Íslands.

Til að búa til tímaráðir yfir lengri tímabil þarf að tengja saman magn- og verðbreytingar sem reiknaðar eru út miðað við mismunandi grunnár. Venjulega er slíkt gert með því að búa til röð sem breytist eins og þær raðir sem samtengda röðin er búin til úr. Þegar slíkt er gert þarf að gæta þess að það er næsta víst að samtala samtengdra undirliða stemmir ekki alltaf við samtengdar summutölur. Nota má eftirfarandi dæmi til að útskýra þetta. Í meðfylgjandi töflu eru upplýsingar um verð og magn tveggja vara á þrem tímabilum.

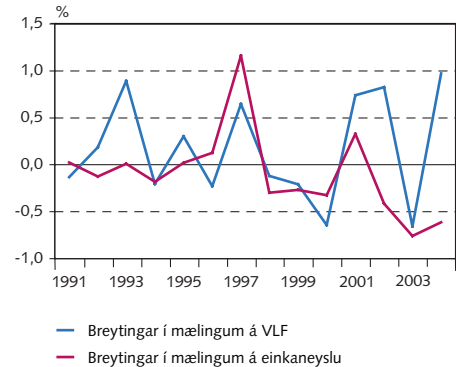
Ein aðferð til að áætla magnbreytingu á milli tímabila er að nota tímabil 1 sem grunnár og reikna út verðmæti varanna öll tímabilin miðað við verð þeirra á þessu tímabili. Taflan sýnir að þá fæst að magn varanna jókst um 8,89% á milli tímabila 1 og 2 og um 8,16% á milli tímabila 2 og 3. Ef tímabil 2 er notað sem grunnár fæst að magn varanna tveggja jókst um 9,53% á milli tímabila 1 og 2 og um 8,70% á milli tímabila 2 og 3. Í báðum þessum tilfellum er áætlað magn varanna tveggja jafnt summu undirliðanna á föstu verðlagi. Þetta breytist hins vegar þegar miðað er við mismunandi grunnár og breytingarnar samtengdar. Í neðsta hluta töflunnar er magnbreyting fyrir báðar vörurnar á milli tímabila 1 og 2 miðuð við breytinguna þar sem tímabil 1 er grunnár en magnbreytingin á milli tímabila 2 og 3 miðar við það sem fæst þegar tímabil 2 er notað sem grunnár. Eins og sést í töflunni er summa undirliðanna jöfn heildartölunni á fyrstu tveim tímabilunum, en á þriðja tímabilinu þar sem notast er við annað grunnár en áður er munur á summu undirliðanna og heildartölunni sem nemur 0,5%.

Með nýjum aðferðum fást nýjar mælingar á verð- og magnbreytingum. Þannig mælist hagvöxtur 0,8 prósentum meiri á milli árána 2001 og 2002 en 0,7 prósentum minni á milli 2002 og 2003 þegar nýju aðferðinni er beitt. Verðbreyting vergrar landsframleiðslu (VLF) á milli árána 2001 og 2002 er óbreytt en á milli árána 2002 og 2003 mælist verðbreytingin 0,3 prósentum meiri.

Einkaneyslan er langstærsti einstaki hluti landsframleiðslunnar. Við endurskoðunina minnkaði munur sem verið hefur á verðbreytingum einkaneyslu og breytingum neysluverðsvísitölunnar. Hin nýja aðferð Hagstofunnar leiðir til þess að breyting einkaneyslunnar á milli árána 2001 og 2002 mælist 0,4 prósentum minni en áður og breytingin á milli árána 2002 og 2003 mælist 0,8 prósentum minni. Verðbreytingar á milli þessara ára mælast hins vegar 0,5 prósentum meiri í báðum tilfellum. En þótt munurinn sé minni en áður sýna nýju tölur Hagstofunnar áfram heldur minni verðbreytingu einkaneyslu en nemur breytingum neysluverðsvísitölunnar nokkur undanfarin ár. (Sjá mynd 1.)

Mynd 2

Mismunur nýrra og eldri mælinga á magnbreytingum einkaneyslu og VLF 1991-2004



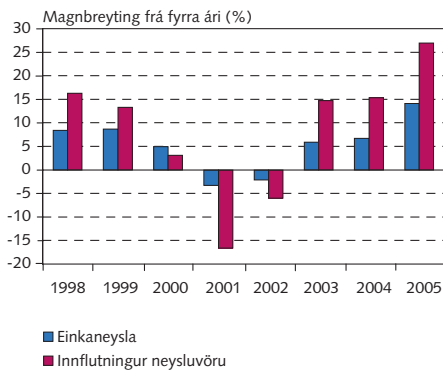
Heimild: Hagstofa Íslands.

### Áætlanir um fyrri helming ársins benda til þess að vöxtur einkaneyslu í ár verði meiri og hagvöxtur minni en áður var talið

Hagstofan birti í september ársfjórðungslega þjóðhagsreikninga fyrir annan fjórðung ársins 2005 og endurskoðun á tölum fyrri fjórðunga. Þar kemur fram að einkaneysla á fyrri helmingi yfirstandandi árs var 11,6% meiri en á fyrri helmingi síðasta árs. Í júní spáði Seðlabankinn 8% vexti einkaneyslu á yfirstandandi ári. Til þess að sú spá gangi eftir má ársvöxtur einkaneyslu því einungis nema 4,5% á seinni helmingi ársins. Það verður að teljast fremur ólíklegt miðað við fyrirbyggjandi vísbendingar, eins og vikið er að hér á eftir. Hagvöxtur á fyrri helmingi ársins var hins vegar nokkru minni en bankinn hafði spáð á öllu árinu, eða rétt undir 5% samanborið við um 6,5% fyrir allt árið. Því er líklegt að hagvöxtur á árinu verði eitthvað minni en fyrri spá gerði ráð fyrir. Tafla IV-1 sýnir yfirlit yfir vöxt helstu þjóðhagsstærða á fyrri helmingi þessa árs og þann vöxt sem þyrfti að vera á seinni helmingi ársins til að spá bankans frá því í júní gangi eftir.

Mynd IV-2

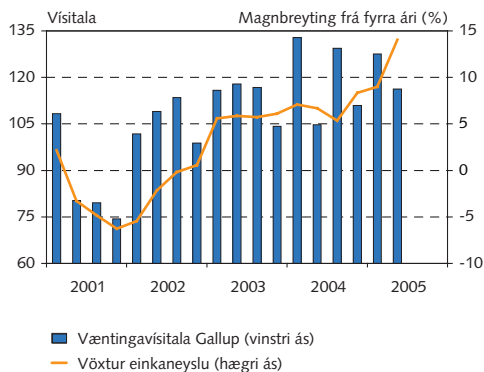
Vöxtur einkaneyslu og innflutnings neysluvöru á fyrri árhelmingi 1998-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-3

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2001 - 2. ársfj. 2005



1. Væntingavísitala í lok ársfjórðungs.  
Heimildir: Hagstofa Íslands og IMG Gallup.

Tafla IV-1 Þjóðhagsstærðir á fyrri og seinni árhelmingi 2005

|                       | Fyrri hluti árs 2005 | Seinni hluti árs 2005<br>miðað við spá Seðla-<br>bankans í júní 2005 |
|-----------------------|----------------------|--|
| Einkaneysla           | 11,6                 | 4,5  |
| Samneysla             | 3,7                  | 1,3  |
| Fjármunamyndun        | 21,9                 | 47,7   |
| Þjóðarútgjöld         | 11,2                 | 13,6   |
| Útflutningur          | 4,7                  | 3,3  |
| Innflutningur         | 21,1                 | 15,9   |
| Verg landsframleiðsla | 4,9                  | 8,3  |

## Einkaneysla

Seðlabankinn spáir nú meiri vexti einkaneyslu á þessu ári en hann gerði í júní, eða rúmlega 10% í stað 8%. Útlit er fyrir að vöxtur einkaneyslu á næsta ári verði einnig kröftugur en að draga muni úr honum þegar kemur fram á árið 2007.

### Útlit fyrir meiri vöxt einkaneyslu á þessu ári en áður var talið

Eins og áður hefur komið fram var vöxtur einkaneyslu á fyrri hluta þessa árs meiri en spáð var á árinu öllu í júní sl. Helstu vísbendingar um einkaneyslu benda til að ekki hafi hægt á vextinum á þriðja fjórðungi ársins nema síður sé. Greiðslukortavelta jókst um tæplega 12,4% að raungildi á fyrstu átta mánuðum ársins en innanlandsvelta greiðslukorta um 10,7% og dagvöruveltu um 9,4%. Innflutningur neysluvöru jókst á sama tíma um 26% að raungildi (þar af jókst innflutningur bifreiða til einkanota um 61% og innflutningur varanlegrar neysluvöru um 39%). Hátt gengi krónunnar hefur greinilega ýtt undir eftirspurn eftir innfluttum vörum og þjónustu, einkum bifreiðum til einkanota og annarri varanlegri neysluvöru.

### Kröftugur vöxtur hreins auðs stendur undir vexti einkaneyslu

Ef spá Seðlabankans gengur eftir verður vöxtur einkaneyslu í ár töluvert meiri en áætlaður vöxtur kaupmáttar ráðstöfunartekna á þessu ári, sem er um 3,5%. Þetta felur í sér að sparnaður heimilanna minnkar. Seðlabankinn áætlar að skuldir heimilanna hafi hækkað um 153 ma.kr. eða um 15% að raungildi frá lokum júní 2004 til jafnlengdar á þessu ári. Á sama tíma hefur verðmæti eigna heimilanna eins og íbúða og hlutabréfa aukist enn meira. Samkvæmt verðvísitölu Fasteignamatís ríkisins var raungildi íbúðaverðs, miðað við vísitölu neysluverðs, 35% hærra í júní í ár en á sama tíma í fyrra. Á sama tíma hækkaði raungildi hlutabréfaverðs um 41%. Því er ljóst að eignir heimilanna hafa vaxið töluvert meira en skuldarnar.

Samkvæmt skattframtölum hækkaði verðmæti fasteigna í eigu einstaklinga um 192 ma.kr. á síðasta ári og var í lok ársins 1.364 ma.kr. Á sama tíma hækkaði eignarskattstofn einstaklinga um 143 ma.kr. eða að raungildi um 12,5% en framtaldar skuldir einstaklinga hækkuðu um 100 ma.kr. eða rétt undir 11% að raungildi og námu 757 ma.kr. í lok ársins. Þessi tala er heldur lægri en áætlun Seðlabankans sem gerir ráð fyrir að skuldir heimilanna hafi numið 877 ma.kr. í lok ársins 2004.



Spá Seðlabankans um vöxt einkaneyslu á þessu ári endurspeglar að verðmæti eigna heimilanna hefur aukist umfram hækkun skulda og haft svokölluð auðsáhrif á neyslu heimilanna. Lækkun langtíma- raunvaxta og greiðari aðgangur að lánsfé á síðasta ári hefur einnig haft hvetjandi áhrif á einkaneyslu. Talið er að þessara áhrifa muni gæta fram á næsta ár en þá taki að draga úr vexti einkaneyslu enda kemur það í kjölfar fjögurra ára þar sem árlegur vöxtur einkaneyslu hefur verið um og yfir 6%.

### Heimilin mjög bjartsýn um efnahagshorfur

Þessar aðstæður endurspeglast í afar jákvæðu mati almennings á efnahagsástandinu og töluverðri bjartsýni um horfurnar. Væntingavísitala Gallup er með hæsta móti um þessar mundir og mat á núverandi ástandi hefur aldrei verið jákvæðara. Á fyrstu átta mánuðum þessa árs var vísitalan 6% hærri en hún var að meðaltali í fyrra og í ágúst 13% hærri. Gallup kannaði einnig fyrirhuguð stórkaup, þ.e. kaup á bílum, húsnæði eða utanlandsferðum. Í júní sl. var vísitala stórkaupa hin næsthæsta frá upphafi, en hafði lækkað um tæplega fimm stig frá marsmánuði. Þessi bjartsýni heimilanna um atvinnu- og tekjuhorfur og að þau geti auðveldlega staðið undir greiðslubyrði nýrra lána ýtir undir fjármögnun einkaneyslu með lánsfé.

Tafla IV-2 Vísendingar um einkaneyslu 2004 og á fyrstu átta mánuðum 2005

| Breyting frá fyrra ári í %<br>nema annað sé tekið fram                           | Ársfjórðungslegar tölur |        |        |        |        | Nýjasta tímabil         |                      |                            |
|--|-------------------------|--------|--------|--------|--------|-------------------------|----------------------|----------------------------|
|  |                         |        |        |        |        | Breyting miðað við      |                      |                            |
|  | 2004:2                  | 2004:3 | 2004:4 | 2005:1 | 2005:2 | sama tímabil<br>Mánuður | í fyrra <sup>3</sup> | uppsafnað frá<br>ársbyrjun |
| Dagvöruvelta (raunbreyting)  | 3,4                     | 4,3    | 3,5    | 7,2    | 10,5   | ágúst 2005              | 10,4                 | 9,3                        |
| Greiðslukortavelta (raunbreyting) <sup>1</sup>                                   | 9,7                     | 4,9    | 11,3   | 11,2   | 14,4   | ágúst 2005              | 11,2                 | 12,4                       |
| þar af innanlands  | 8,6                     | 4,0    | 9,8    | 9,8    | 12,8   | ágúst 2005              | 13,5                 | 10,3                       |
| þar af erlendis  | 29,1                    | 18,4   | 34,0   | 35,6   | 33,7   | ágúst 2005              | 42,4                 | 35,9                       |
| Bifreiðaskráning (fjölgun skráninga)   | 28,4                    | 19,5   | 44,3   | 61,4   | 64,4   | ágúst 2005              | 60,5                 | 62,6                       |
| Almennur innflutningur (magnbreyting) <sup>2</sup>                               | 18,7                    | 13,6   | 16,0   | 15,1   | 17,5   | júlí 2005               | .                    | 19,5                       |
| Innflutningur neysluvöru (magnbreyting) <sup>2</sup>                             | 15,3                    | 14,5   | 15,7   | 22,1   | 26,9   | júlí 2005               | .                    | 26,0                       |
| Bifreiðar til einkanota <sup>2</sup>   | 24,2                    | 24,6   | 35,0   | 56,7   | 66,0   | júlí 2005               | .                    | 61,3                       |
| Varanlegar neysluvörur, t.d. heimilistæki <sup>2</sup>                           | 19,4                    | 16,3   | 17,1   | 36,3   | 38,5   | júlí 2005               | .                    | 38,7                       |
| Hálfvaranlegar neysluvörur, t.d. fatnaður <sup>2</sup>                           | 9,9                     | 8,8    | 7,5    | 16,9   | 17,4   | júlí 2005               | .                    | 17,5                       |
| Mat- og drykkjarvörur <sup>2</sup>   | 11,8                    | 10,5   | 10,2   | 6,8    | 9,0    | júlí 2005               | .                    | 8,5                        |
| Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla (magnbreyting) <sup>2</sup> | 38,3                    | 23,8   | 19,3   | 36,9   | 26,6   | júlí 2005               | .                    | 28,4                       |
| Væntingavísitala Gallup  | -11,7                   | 5,5    | -3,2   | -1,7   | 9,4    | ágúst 2005              | 8,4                  | 5,6                        |
| Mat á núverandi ástandi  | 13,8                    | 23,1   | 19,8   | 21,2   | 34,6   | ágúst 2005              | 32,9                 | 30,7                       |
| Væntingar til sex mánaða   | -22,3                   | -3,5   | -14,7  | -13,7  | -5,9   | ágúst 2005              | -7,8                 | -9,0                       |

1. Greiðslukortavelta heimila og fyrirtækja, meginhluta hennar má rekja til heimila. 2. Ársfjórðungstölur miðast við tölur sem eru uppsafnaðar frá ársbyrjun til loka hvers ársfjórðungs. 3. Miðað er við tímabilið júlí til ágúst.

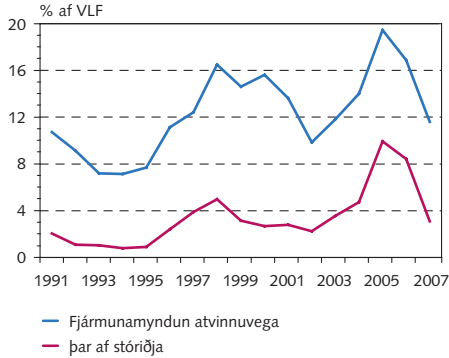
Heimildir: Bilgreinasambandið, Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Íbúðalánasjóður, Samtök verslunar og þjónustu, Seðlabanki Íslands.

## Samneysla

### Horfur á nokkru meiri vexti samneyslu í ár og á næsta ári en spáð var í júní

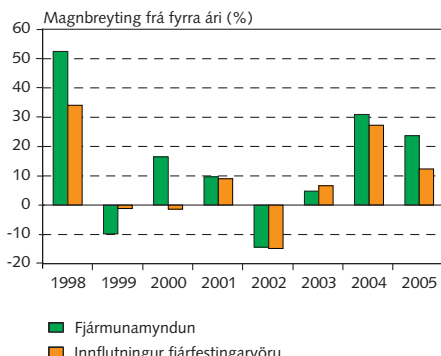
Samkvæmt nýjum tölum Hagstofunnar var vöxtur samneyslu minni á síðasta ári en gert var ráð fyrir í síðustu spá, 2,8% samanborið við 3,6%. Þar af var vöxturinn rúmlega 4% hjá heilbrigðisstofnunum,

Mynd IV-4  
Fjármunamyndun atvinnuvega  
og í stóriðju 1991-2007<sup>1</sup>



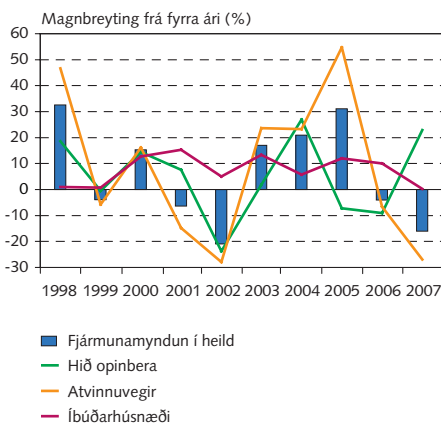
1. Spá Seðlabankans 2005-2007.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5  
Vöxtur fjármunamyndunar og innflutnings  
fjárfestingarvöru á fyrri árhelmingi 1998-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-6  
Vöxtur fjármunamyndunar  
og helstu undirflokka hennar 1998-2007<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabankans 2005-2007.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

sem taldar eru til almannatrygginga, en örliðu minni hjá ríki og sveitarfélögum.

Í júnispánni var gert ráð fyrir 2,5% vexti samneyslu á árinu 2005 en nú er spáð 3,5% vexti. Samneyslan óx um 3,7% á fyrri helmingi ársins og útgjöld ríkisins til þeirra málaflokka sem tilheyra samneyslunni hækkuðu um 5% umfram laun á fyrstu sjö mánuðum þessa árs samanborið við sama tíma á árinu 2004. Því er ólíklegt að vöxtur samneyslu hjá ríki og undirstofnunum þess sem falla undir almannatryggingar verði minni en 3% á árinu 2005. Fjárlög gerðu hins vegar ráð fyrir tæplega 2% vexti.

Í fjárhagsáætlunum sveitarfélaga felst um 1,5% vöxtur samneyslu. Það er langt undir meðalvexti undanfarinna ára, sem var 4,2% á árunum 1998-2004, auk þess sem útgjöld hafa tilhneigingu til að fara fram úr áætlunum í aðdraganda sveitarstjórnakosninga. Því er notuð spá fjármálaráðuneytisins frá í maí um 4,5% vöxt í samneyslu sveitarfélaga.

Framvindan það sem af er þessu ári bendir til þess að vöxtur samneyslu á næsta ári verði ½ prósentu meiri en gert var ráð fyrir í júní, eða 3%. Í júní var horft til þeirra langtímaáætlana sem fyrir liggja og byggt á lauslegu mati á trúverðugleika þeirra. Spá bankans fyrir árið 2007 er að samneyslan vaxi um 2,7%, heldur minna hjá ríkinu og nokkru meira hjá sveitarfélögum.

## Fjármunamyndun

### Fjármunamyndun á síðasta ári var meiri en áður var talið

Samkvæmt bráðabirgðauppgjöri Hagstofunnar var fjármunamyndun í fyrra töluvert meiri en fyrri áætlanir bentu til og vöxtur frá fyrra ári 21% í stað tæplega 13%. Breytinguna má einkum rekja til mun meiri fjármunamyndunar atvinnuvega. Einnig er nú áætlað að íbúðafjárfesting hafi vaxið meira á árinu 2004 en áður var talið en áætlunin um fjárfestingu hins opinbera er nær óbreytt.

### Horfur á minni vexti í ár en spáð var í júní og minni samdrætti árið 2006

Horfur eru á heldur minni vexti fjármunamyndunar í ár en Seðlabankinn spáði í júní en minni samdrætti árið 2006. Breytingin frá síðustu spá fyrir árið í ár skýrist einkum af endurskoðun á spá um íbúðafjárfestingu. Árið 2006 er hins vegar spáð meiri vexti fjármunamyndunar atvinnuvega sem stafar af aukinni stóriðjufjárfestingu. Í spá bankans fyrir árið 2007 er gert ráð fyrir áframhaldandi samdrætti í fjármunamyndun sem stafar að stærstum hluta af samdrætti í fjárfestingu tengdri stóriðju.

Hafa verður í huga að samdráttur fjármunamyndunar árin 2006-2007 kemur í kjölfar stóraukinnar fjárfestingar á árunum 2003-2005. Ef spáin gengur eftir verður fjármunamyndun á árinu 2007 tæplega 28% meiri en fjármunamyndun ársins 2003 og 5,5% meiri en fjármunamyndun ársins 2004. Hlutfall fjármunamyndunar af vergri landsframleiðslu verður þá orðið 20,5%, sem er 3 prósentum lægra en á árinu 2004 en svipað og meðaltal árána 1980-2004.

## Fjármunamyndun atvinnuveganna dregst minna saman á næsta ári en áður var talið

Samkvæmt bráðabirgðauppgjöri Hagstofunnar jókst fjármunamyndun atvinnuveganna, eins og áður segir, um 23,3% á síðastliðnu ári en samkvæmt fyrri áætlun nam vöxturinn 13%. Mestu munar um að nú er talið að stóriðjufrámfesting á árinu hafi verið meiri en fyrr var áætlað. Önnur atvinnuvegafjárfesting var einnig nokkru meiri.

Sem fyrr stefnir í mikinn vöxt fjármunamyndunar atvinnuveganna á þessu ári, sem að mestu leyti skýrist af fjárfestingu í ál- og orkuverum. Spáð er að fjármunamyndun atvinnuveganna aukist um tæplega 55% í ár, en í júní spáði Seðlabankinn 53% vexti. Þar sem breytingin er reiknuð út frá mun hærra fjárfestingarstigi á árinu 2004 felst í þessu töluvert meiri fjármunamyndun í ár en spáð var í júní. Fjármunamyndun án stóriðju, skipa og flugvéla er nú talin munu aukast um 5½% á þessu ári en í júní var spáð 1½% aukningu.

Á næsta ári dregur úr fjármunamyndun atvinnuvega. Spáð er að magn fjárfestingar í ál- og orkuverum minnki og einnig magn fjárfestingar í öðrum atvinnugreinum. Þó er spáð heldur minni samdrætti en gert var í júní. Í júnispá bankans var talið að fjárfesting atvinnuveganna myndi dragast saman um tæplega 14% á næsta ári en nú er spáð 6,5% samdrætti. Skýrist munurinn af meira umfangi stóriðjufrámkvæmda á árinu. Nú er gert ráð fyrir að skriður verði kominn á framkvæmdir við 40 þús. tonna stækkun álversins á Grundartanga og framkvæmdir við orkuöflun sem því tengjast strax á næsta ári, en í síðustu spá var gert ráð fyrir að áhrifa þessara framkvæmda færi ekki að gæta að ráði fyrr en á árinu 2007. Kostnaðaráætlanir vegna annarra framkvæmda hafa einnig verið endurskoðaðar í ljósi nýrra forsendna, m.a. um gengi krónunnar. Á móti er gert ráð fyrir að önnur atvinnuvegafjárfesting dragist heldur meira saman á næsta ári en spáð var í júní. Hún eykst svo að nýju árið 2007, en það ár dregur hratt úr fjárfestingu í áliðju og orku og atvinnuvegafjárfestingu í heild.

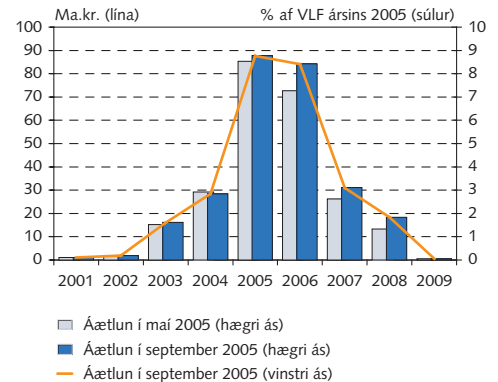
## Afkoma fyrirtækja allgóð árin 2004 og 2005

Afkoma stærstu fyrirtækjanna hefur verið allgóð að undanförunu. Tafla IV-3 sýnir afkomu 36 fyrirtækja á fyrri helmingi árána 2004 og 2005. Flest þessara fyrirtækja voru skráð í Kauphöll Íslands allt tímabilið. Þó eru meðtalin tvö sjávarútvegsfyrirtæki sem voru ekki skráð allt tímabilið. Einnig eru talin með tvö iðnfyrirtæki í eigu eignarhaldsfélaga sem eru skráð í Kauphöllinni. Þrátt fyrir hátt gengi krónunnar virðist arðsemi eigin fjár vera allgóð allt tímabilið. Rétt er að vekja athygli á að vægi útflutnings er tiltölulega mikið hjá þeim iðnfyrirtækjum sem eru með í úrtakinu og því gætir áhrifa hás gengis krónunnar í afkomu þeirra. Hið sama gildir um sjávarútvegsfyrirtækin. Einnig er rétt að geta þess að mörg þessara fyrirtækja eru með hluta af starfsemi sinni erlendis. Sú þróun á sér langa sögu og skýrist mjög lítið af gengisþróun síðustu ára.

Mynd IV-7

### Heildarkostnaður vegna stóriðjufrámkvæmda árin 2001-2009

Bygging Fjarðaáls, stækkun Norðuráls og tengd orkuöflun

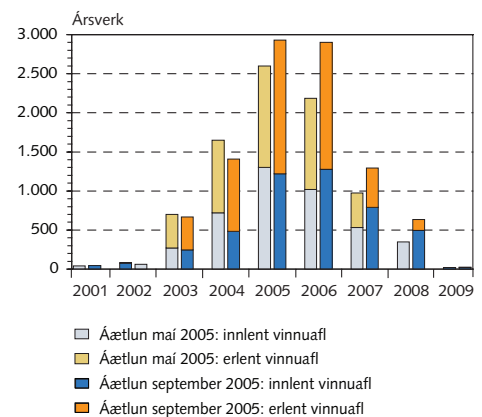


1. Myndin byggist á þeim tölum sem lágu fyrir við spágerð. Nokkur hlíður hefur orðið síðan þá frá árinu 2005 yfir á 2006.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

### Vinnuafslnotkun vegna stóriðjufrámkvæmda árin 2001-2009

Bygging Fjarðaáls, stækkun Norðuráls og tengd orkuöflun



Heimild: Seðlabanki Íslands.

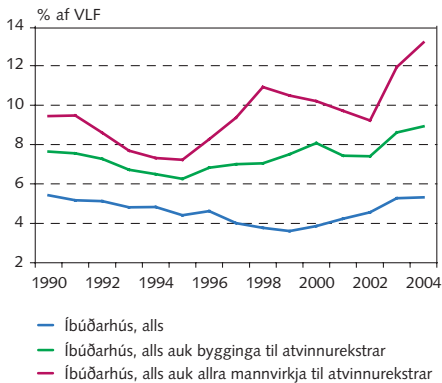
Tafla IV-3 Afkoma skráðra atvinnufyrirtækja á fyrri árshelmingi 2004 og 2005  
Allar tölur eiga við tímabilið janúar-júní

| % af veltu                   | Framlegð |      | Hagnaður |      | Arðsemi eigna |      | Arðsemi eigin fjár |      | Eiginfjárlutfall |      |
|------------------------------|----------|------|----------|------|---------------|------|--------------------|------|------------------|------|
|                              | 2004     | 2005 | 2004     | 2005 | 2004          | 2005 | 2004               | 2005 | 2004             | 2005 |
| Sjávarútvegur                | 21,0     | 24,0 | 10,4     | 10,3 | 12,4          | 11,2 | 17,9               | 13,9 | 34,6             | 35,2 |
| Iðnaður                      | 19,6     | 16,0 | 8,0      | 9,5  | 10,0          | 10,6 | 13,0               | 16,2 | 31,0             | 39,4 |
| Sala sjávarafurða            | 1,4      | 3,5  | 0,0      | 1,0  | 2,6           | 6,3  | -                  | 19,7 | 19,0             | 9,4  |
| Flutningar                   | 5,4      | 4,3  | 2,6      | 2,8  | 6,6           | 5,0  | 9,8                | 9,5  | 31,6             | 33,3 |
| Samskiptatækni og hugbúnaður | 10,3     | 15,3 | 8,7      | 10,2 | 9,2           | 9,8  | 19,5               | 14,7 | 39,7             | 44,0 |
| Ýmsar greinar                | 32,8     | 28,2 | 19,3     | 9,5  | 9,4           | 6,0  | 20,2               | 7,0  | 27,4             | 29,3 |
| Samtals                      | 12,7     | 13,2 | 6,0      | 7,2  | 9,4           | 9,6  | 14,2               | 14,7 | 31,6             | 35,6 |

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9

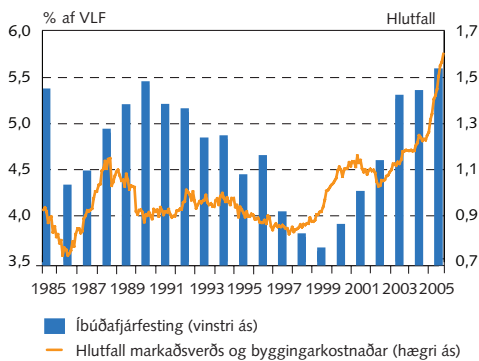
Fjármunamyndun í húsnæði og mannvirkjum til búsetu og atvinnurekstrar 1990-2004



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-10

Markaðsverð íbúða, byggingarkostnaður og íbúðafjárfesting 1985-2005<sup>1</sup>



1. Gula línan sýnir hlutfall vísitalna íbúðaverðs í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu og byggingarkostnaðar, eftir að báðar vísitölur hafa verið staðlaðar á meðaltal árunum 1985-2004. Spá Seðlabankans um íbúðafjárfestingu 2005.

Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Seðlabanki Íslands.

### Opinber fjárfesting eykst um tæplega fjórðung árið 2007 eftir tvö samdráttarár

Fjárfesting hins opinbera jókst um tæplega 27% á síðasta ári samkvæmt tölum Hagstofunnar. Í síðustu spá Seðlabankans var gert ráð fyrir að hún myndi lækka um tæp 12% á þessu ári og aftur um tæp 5% á árinu 2006. Samkvæmt fjárlögum og fjárhagsáætlunum stefna bæði ríki og sveitarfélög að samdrætti í fjárfestingu á þessu ári sem nemur u.þ.b. 7% að raungildi. Greiðslutölur ríkissjóðs á árinu virðast í samræmi við þetta mat.

Áform hins opinbera á næsta ári eru enn óljós þegar þetta er ritað, en í langtímaáætlun ríkisstjórnarinnar er gert ráð fyrir að fjárfesting verði í lágmarki og að stóriðjuframkvæmdirnar haldi aftur af framkvæmdum sveitarfélaga þrátt fyrir kosningar á árinu. Því er gert ráð fyrir rúmlega 9% samdrætti opinberrar fjárfestingar á árinu 2006. Talsverðar líkur eru þó á meiri fjárfestingu sveitarfélaga í aðdraganda kosninga.

Á árinu 2007 kemur til framkvæmda fyrsti hluti þeirrar fjárfestingar sem ákveðin var í kjölfar einkavæðingar Símans. Reiknað er með nokkrum samdrætti í fjárfestingu sveitarfélaga, en ekki er gert ráð fyrir að önnur fjárfesting ríkisins víki fyrir sérstökum verkefnum sem fjármagna á með tekjum af einkavæðingunni. Gert er ráð fyrir að opinber fjárfesting í heild vaxi um tæplega 23% á árinu 2007.

### Spáð minni vexti íbúðafjárfestingar í ár en áður var talið

Samkvæmt bráðabirgðauppgjöri Hagstofunnar var fjárfesting í íbúðarhúsnæði 5,7% meiri árið 2004 en hún var árið 2003. Þetta er tiltölulega lítil aukning miðað við rúmlega 16% aukningu árið 2003 og álíka mikinn vöxt árin 2000 og 2001. Mikill vöxtur í langan tíma veldur því að framkvæmdir hjá þeim hluta byggingariðnaðarins sem byggir íbúðarhúsnæði eru miklar á sama tíma og margar aðrar stórfamkvæmdir eru í gangi. Mynd IV-9 sýnir fjármunamyndun í íbúðarhúsnæði, byggingum fyrir atvinnurekstu og öðrum mannvirkjum, tengdum atvinnurekstri, sem hlutfall af vergri landsframleiðslu.

Eins og sést á myndinni hefur þessi fjármunamyndun vaxið mun hraðar en landsframleiðslan þannig að fjárfesting í nýju íbúðarhúsnæði hefur aukist sem hlutfall af landsframleiðslu úr tæplega 4% á árunum 1998-2000 í 5,3% árið 2004 og mun aukast í 5,8% árið 2007 ef spá bankans gengur eftir.

Í júní spáði Seðlabankinn að fjárfesting í íbúðarhúsnæði ykist um tæplega 22% á þessu ári. Vísbendingar um þróun fjárfestingar í íbúðarhúsnæði benda ekki allar í eina átt. Til dæmis má áætla út frá fjölda útgefna byggingarleyfa að magnaukningin hafi verið um 16% á síðasta ári og um 21% á þessu ári. Mikil hækkun íbúðaverðs að undanfögnu bendir einnig til þess að arðsemi í greininni sé góð, en á móti er skortur á sérhæfðu starfsfólki. Í ljósi alls þessa spáir Seðlabankinn nú 12% vexti íbúðafjárfestingar á þessu ári og 10% á því næsta sem er töluvert minni vöxtur fyrir þetta ár en var í júnispánni en óbreytt fyrir næsta ár. Spáin gerir hins vegar ráð fyrir að verulega dragi úr vexti íbúðafjárfestingar á árinu 2007 og að hún verði óbreytt frá árinu áður.

## Innflutningur

### Útlit er fyrir meiri vöxt innflutnings í ár en spáð var í júní

Horfur eru á að innflutningur á þessu ári verði meiri en spáð var í júní, þótt spáð sé nær sama vexti þjóðarútgjalda. Spáð er að innflutningur aukist um 23%, eða 4,5 prósentum meira en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Á næsta ári dregur hins vegar verulega úr vexti innflutnings á ný, þegar hægir á vexti þjóðarútgjalda, einkum fjárfestingar.

Á fyrstu sjö mánuðum þessa árs hefur vöruinnflutningur aukist um 27,5% á föstu gengi. Mest jókst innflutningur flutningatækja, bæði fólksbíla og flutningatækja til atvinnurekstrar. Hátt raungengi og mikill vöxtur einkaneyslu hefur einnig leitt til þess að innflutningur varanlegrar neysluveru hefur aldrei aukist jafn hratt og það sem af er ári. Spáð er áframhaldandi hröðum vexti innflutnings út árið, enda mun innflutningur fjárfestingarveru líklega verða meiri á síðari helmingi ársins.

### Á næstu tveimur árum dregur verulega úr vexti innflutnings

Gert er ráð fyrir nánast óbreyttum innflutningi á næsta ári, en í júní var spáð 1% samdrætti. Skýrist það af heldur meiri vexti þjóðarútgjalda og sterkara gengi krónunnar.

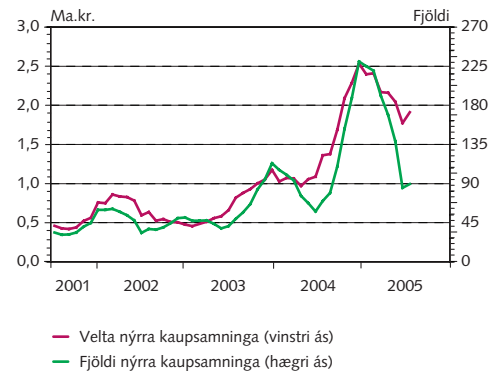
Spáð er að innflutningur dragist saman um 1% á árinu 2007, enda munu þjóðarútgjöld í heild dragast saman. Innflutningur fjárfestingarveru mun dragast töluvert saman og innflutningur varanlegrar neysluveru og fólksbíla vaxa hægar, í takt við minni vöxt einkaneyslu en árin á undan. Á móti vegur að álframleiðsla mun aukast verulega á árinu sem kallar á aukinn innflutning súrals.

## Hagvöxtur og framleiðsluspenna<sup>3</sup>

Bráðabirgðauppþingir þjóðhagsreikninga fyrir árið 2004 sýnir, sem fyrr segir, meiri hagvöxt á síðasta ári en fyrri áætlanir gerðu ráð fyrir, eða 6,2% í stað 5,2%. Hagvöxtur hefur aukist eftir því sem liðið hefur á þetta ár, úr 3% á fyrsta ársfjórðungi í 6,8% á öðrum ársfjórðungi. Hagvöxtur á fyrri helmingi þessa árs var því tæplega 5%, en í júní spáði Seðlabankinn rúmlega 6½% vexti á árinu öllu. Í ljósi niðurstöðu fyrri árshelmingis virðist stefna í að hagvöxtur í ár verði nokkru minni

Mynd IV-11

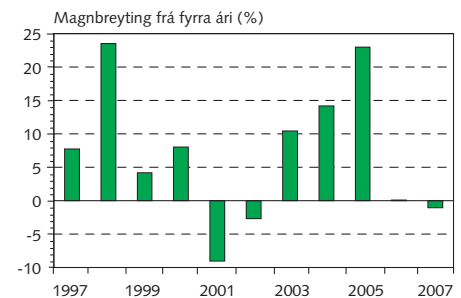
Velta og fjöldi kaupsamninga með nýtt húsnæði<sup>1</sup>  
júní 2001 - júlí 2005



1. Sex mánaða hreyfanleg meðaltöl.  
Heimild: Fasteignamat ríkisins.

Mynd IV-12

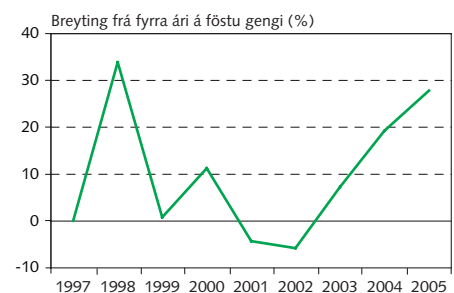
Vöxtur innflutnings 1997-2007<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabankans 2005-2007.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-13

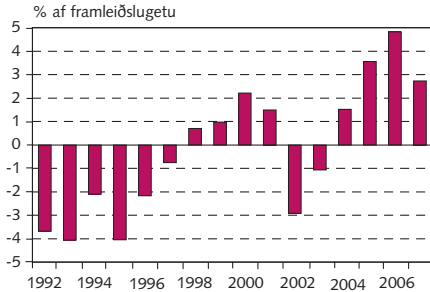
Vöruinnflutningur fyrstu sjö mánuði ársins  
1997-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

3. Framleiðsluspenna er frávik frá landsframleiðslugetu, mælt sem hlutfall af framleiðslugetu.

Mynd IV-14  
Framleiðsluspenna/framleiðsluslaki  
1992-2007<sup>1</sup>



1. Spá Seðlabanka Íslands fyrir árin 2005-2007.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

en spád var í júní, eða 5½%. Hins vegar er spád meiri hagvexti á næsta ári, eða rúmlega 6½%. Seðlabankinn birtir í fyrsta skipti spá fyrir árið 2007 og gerir ráð fyrir að hagvöxtur verði áfram nokkuð kröftugur eða tæplega 5%. Rétt er að undirstrika að grunnsþá bankans gengur út frá óbreyttu gengi krónunnar og stýrivöxtum út spátímabilið.

### Framleiðsluspenna í sögulegum hæðum

Mat á framleiðsluspennu er mikilvægt tæki til að greina ástand og horfur í efnahagsmálum.<sup>4</sup> Í fyrsta lagi er framleiðsluspenna mælikvarði á spennu eða slaka í þjóðarbúskapnum og því um leið mælikvarði á undirliggjandi verðbólguþrýsting. Í öðru lagi gefur mæling á framleiðsluspennu til kynna hvort rætur hagvaxtar sé að finna í aukinni framleiðslugetu eða ofpenslu á mörkuðum. Þetta er mikilvægt, því að ástæðulaust er að bregðast við aukinni framleiðslugetu, en brýnt að hamla gegn ofpenslu. Vandinn er hins vegar sá að framleiðsluspennu er ekki hægt að mæla með beinum hætti, heldur verður að nota upplýsingar frá öðrum hagstærðum til að meta hana.

Það mat á framleiðsluspennu sem hér birtist bendir til mikillar ofpenslu í íslenskum þjóðarbúskap. Framleiðsluspenna árin 2004-2006 er nú metin meiri en gert var í júní og nær hún hámarki á næsta ári og mun þá nema tæplega 5% af framleiðslugetu, en nokkuð dregur úr henni árið 2007. Endurmat á hagvexti síðustu ára og vaxtarhorfum næstu tveggja ára skýrir að mestu leyti þá breytingu sem orðið hefur á matinu. Gangi spáin eftir yrði þetta mesta framleiðsluspenna frá lokum níunda áratugarins. Leita þarf aftur til ársins 1980 til að finna álíka spennu og spád er á næsta ári. Sögulegur samanburður er þó háður þó nokkrum takmörkunum vegna þeirra kerfisbreytinga sem hafa átt sér stað í efnahagslífinu undanfarna tvo áratugi. Enn er rétt að minna á að spáin er byggð á þeirri forsendu að gengi krónunnar og stýrivextir haldist óbreyttir á spátímanum.

Í stuttu máli hefur hagvexti vaxið ásmegin frá því að efnahagslífið reis upp úr öldudalnum árið 2002 og útlit er fyrir að framleiðsluspenna nái hámarki á næsta ári. Án frekara aðhalds peningastefnunnar eru því horfur á vaxandi verðbólgu.

4. Í viðauka 2 í *Peningamálum* 2005/1, bls. 55-58, var gerð grein fyrir aðferðafræði Seðlabankans við mat á framleiðsluspennu.

## V Fjármál hins opinbera

Tekjur ríkissjóðs hafa vaxið langt umfram markmið fjárlaga það sem af er árinu vegna mikillar eftirspurnar og umsvifa í efnahagslífinu. Á árinu í heild stefnir því í að skatttekjur af vörum og þjónustu hækki langt umfram áætlanir. Útgjöld stefna hins vegar minna fram úr áætlun og tekjuafgangur ríkissjóðs gæti orðið hátt í 30 ma.kr. eða 2-3% af vergri landsframleiðslu. Skuldir ríkisins munu jafnframt lækka vegna afgangar í rekstri og ráðstöfunar söluandvirðis Símans til greiðslu erlendra skulda og er útlit fyrir að skuldir ríkisins verði í árslok um 200 ma.kr. eða um 20% af vergri landsframleiðslu, en þær voru 255 ma.kr. í ársbyrjun. Miðað við spá Seðlabankans eru horfur á að afgangur næsta árs verði allt að 3% af landsframleiðslu en lækki aftur niður í 2% árið 2007. Mest af afganginum virðist mega rekja til hagsveiflunnar, þar sem hagsveifluleiðréttur afgangur eða grunnafgangur<sup>5</sup> er mun minni en eiginlegur afgangur.

### Útlit fyrir töluvert meiri skatttekjur á árinu en fjárlög gera ráð fyrir

Það sem af er ári hafa skatttekjur af vörum og þjónustu hækkað um 16,5% umfram verðlag, en markmið fjárlaga er 5%. Þessi umframvöxtur tekna myndi þýða 17 ma.kr. búhnykk fyrir ríkissjóð, héldist hann út allt árið.

Tekjuskattar einstaklinga skiluðu 7,5% meiri tekjum að raungildi til júliloka en á síðasta ári. Vegna lækkunar skatthlutfalls í byrjun árs var hins vegar búist við 2% raunlækkun á árinu öllu. Mismunurinn myndi skila ríkissjóði um 6 ma.kr. ef hann héldist út árið. Tryggingagjöld áttu að skila 3,5% raunaukningu, en standa nú í 12% og munar þar um 3 ma.kr. á öllu árinu. Loks er að nefna fjármagnstekjuskatt og stimpilgjald sem hafa skilað 6 ma.kr. meiri tekjum á árinu en á sama tíma í fyrra. Samanlagður búhnykkur ríkisins í skattheimtu gæti þannig orðið nálægt 30 ma.kr. á öllu árinu.

Nokkur útgjöld umfram markmið fjárlaga verða að líkindum hjá ríkissjóði á árinu, en hvergi nærri á við tekjuaukann. Án vaxta hafa greidd gjöld vaxið um rúm 3% umfram verðlag. Markmið fjárlaga var 1% raunvöxtur. Mismunurinn svarar til u.þ.b. 6 ma.kr. á árinu í heild.

Vegna þessa stefnir í að afgangur á ríkisrekstrinum verði allt að 30 ma.kr., eða 20 ma.kr. umfram fjárlagaáætlanir. Bent var á þennan möguleika í *Peningamálum* þegar í desember 2004. Eins og þá var reifað, eru hér fyrst og fremst á ferðinni áhrif efnahagsuppsveiflunnar fremur en grundvallarstyrkingar á ríkisbúskapnum. Uppgreiðsla lána er þó slík grundvallarstyrking. Með þeim viðbótarafborgunum sem boðaðar eru vegna einkavæðingar Símans og viðbótarafgangs ársins verður hrein lánauppgreiðsla alls um 60 ma.kr. á árinu. Vergar skuldir ríkissjóðs lækka sem því nemur. Miðað við núverandi vaxtakjör á lánum ríkissjóðs nemur vaxtasparnaður af lægri skuldum um 3 ma.kr. á ári.

### Útlit fyrir ágætan afgang á rekstri ríkissjóðs á næstu tveimur árum

Erfitt er að fjalla um ríkisfjármálin á næsta ári fyrr en fjárlög ársins

5. Í kaflanum vísa orðin grunnafgangur og grunnjöfnuður til hagsveifluleiðréttis afgangar.

taka á sig mynd. Þó liggur fyrir að eignarskattur verður afnuminn og hlutfall tekjuskatts lækkað um 1 prósentu í 23,75% og hátekjuskattur lækkar úr 4% í 2%. Þessar aðgerðir kosta ríkissjóð um 9-10 ma.kr. á ári. Samkvæmt spá Seðlabankans vex kaupmáttur ráðstöfunartekna um nær 7%. Því veldur einkum þrennt: Launahækkunar, aukin umsvif í efnahagslífinu og skattalækkunar. Samkvæmt því má búast við aukinni eftirspurn og verulegum viðbótartekjum af sköttum á vöru og þjónustu á næsta ári sem veða á móti tekjutapi vegna skattalækkana.

Útgjaldaáform árið 2006 eru óljósari. Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir 5% samdrætti fjárfestingar ríkisins og um 3% aukningu samneyslu. Í langtímaáætlun ríkisins er gert ráð fyrir 3,5% raunvexti tilfærslna, meðal annars vegna þess að barnabætur hækka um rúman milljarð króna á árinu. Miðað við þessi áform yrði útgjaldavöxtur tiltölulega hóflegur miðað við aðstæður og áfram mikill afgangur á ríkissjóði.

Á árinu 2007 tekur síðasti áfangi tekjuskattlækkana gildi og skattahlutfallið lækkar um 2 prósentur og skattleysismörk hækka um 8%. Kostnaður ríkisins af lækkuninni nemur líklega u.þ.b. 11-12 ma.kr. miðað við stefnu undanfarinna ára, þ.e.a.s. að skattleysismörk fylgi samningsbundnum launum.

Áform um útgjöld á árinu 2007 eru á huldu og verða um hríð, þótt væntanlega verði ný langtímaáætlun birt með nýju fjárlagafrumvarpi. Samkvæmt langtímaáætlun ríkissjóðs frá árinu 2004 er gert ráð fyrir 2-2½% raunvexti almennra útgjalda, en miklum vexti fjárfestingar, sem verður meira en 50% ef fjárfesting fjármögnuð með söluandvirði Símans bætist við fyrri áform.

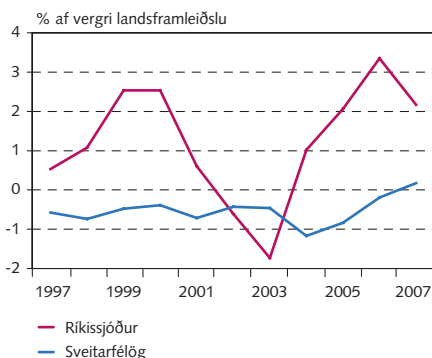
Í langtímaáætluninni frá árinu 2004 var gert ráð fyrir halla á ríkisrekstri 2007 sem næmi um 1% af vergri landsframleiðslu vegna skattalækkana, samdráttar og aukinnar fjárfestingar. Spá Seðlabankans nú sýnir talsvert meiri umsvif og hagvöxt árið 2007 en gert var ráð fyrir í langtímaáætluninni, auk þess sem vaxtatekjur af geymdu söluandvirði Símans verða drjúgar á árinu og vaxtakostnaður ríkissjóðs minni en ætlað var. Því er líklegt að enn verði ágætur afgangur á ríkissjóði árið 2007 þrátt fyrir mikla fjárfestingu.

### Fjárhagur sveitarfélaga batnar í ár eftir slaka afkomu árið 2004

Afkoma sveitarfélaga árið 2004 varð mun verri en áætlað hafði verið og halli u.þ.b. 10 ma.kr. samkvæmt nýjum tölum Hagstofunnar, samanborið við 3-5 ma.kr. halla árin 2001-2003. Munar þar mest um aukna fjárfestingu, að vísu frá afar lágu stigi árið 2003. Á þessu ári sýna áætlanir Sambands íslenskra sveitarfélaga nokkurn bata í afkomu. Skatttekjur eiga að hækka um 8% umfram neysluverðlag en rekstrargjöld um 1,5% og fjármagnshreyfingar að dragast saman um 6,5%. Til samanburðar spáir Seðlabankinn nú um 5½% hagvexti. Ef þessar áætlanir ganga eftir dregur úr hallanum á þessu ári. Erfitt kann þó að reynast að standa við útgjaldaáætlanir ársins, meðal annars vegna sveitarstjórnarkosninga á næsta ári og ástands á vinnumarkaði.

Lítið liggur fyrir um áform sveitarfélaganna fyrir árin 2006-2007 annað en langtímaáætlanir síðasta árs. Miðað við þær gerði fjármálaráðuneytið ráð fyrir því á síðasta vori að tekjur og gjöld sveitarfélaga yxu í hlutfalli við landsframleiðslu og að halli á rekstri

Mynd V-1  
Jöfnuður ríkissjóðs og sveitarfélaga  
1997-2007<sup>1</sup>



1. Áætlun Seðlabanka Íslands 2005-2007.  
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.



þeirra yrði lítill og minnkandi. Líklegt virðist að hátt fasteignaverð verði sveitarfélögunum áfram drjúgt á næsta ári og líkur eru á tæplega 1 ma.kr. aukaframlagi ríkisins í Jöfnunarsjóð sveitarfélaga. Með því dregur enn úr hallanum og árið 2007 gæti jafnvel orðið afgangur á rekstri sveitarfélaganna á mælikvarða þjóðhagsreikninga. Á móti kemur að nokkur áhætta er enn vegna kosninga á árinu 2006. Árið 2007 verða hins vegar kosningar afstaðnar og betra færi á aðhaldi.

### Afgangur á opinberum rekstri að mestu vegna hagsveiflunnar

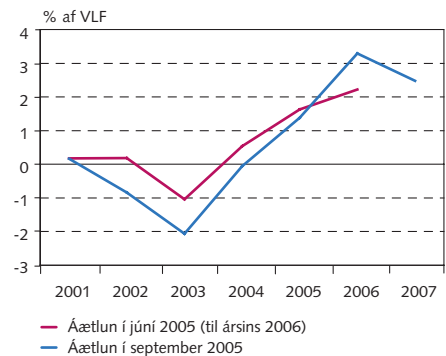
Eins og áður hefur komið fram gerir Seðlabankinn ráð fyrir að vöxtur samneyslu í heild verði um 3% á næsta ári og rúmlega 2½% árið 2007, sem í báðum tilvikum er undir hagvexti. Gert er ráð fyrir að fjárfesting hins opinbera dragist saman á næsta ári um rúmlega 9% en aukist verulega árið 2007 í takt við yfirlýst áform. Vegna mikils hagvaxtar og eftirspurnar voru færð rök að því í greiningu bankans í júní að afgangur á opinberum búskap á þessu ári gæti orðið um 1½% af landsframleiðslu og ríflega 2% á næsta ári. Hins vegar yrði sveifluleiðréttur afgangur rétt yfir núlli bæði árin.

Síðan hefur tvennt gerst sem hefur áhrif á greininguna. Í fyrsta lagi hefur mæld afkoma hins opinbera árið 2004 versnað um ríflega ½ prósentu af landsframleiðslu, en mat á framleiðsluspennu ársins hefur hækkað lítillega. Meiri mældur halli fer óbreyttur inn í leiðréttu afkomu, svo að nú er talinn hafa verið um ½% grunnhalli á rekstri hins opinbera árið 2004 í stað jöfnuðar í júní. Þar sem tekju- og gjaldaspár annarra ára eru byggðar á árinu 2004, reiknast einnig tæplega ½% undirliggjandi halli árið 2005, þótt gert sé ráð fyrir að eiginlegur jöfnuður verði jákvæður um 1½% af landsframleiðslu. Afgangur á rekstri hins opinbera á þessu ári verður samkvæmt því eingöngu vegna uppsveiflunnar og ríflega þó.

Í öðru lagi er nú spáð meiri hagvexti árið 2006 en gert var í júní, en metin framleiðsluspenna hækkar tiltölulega lítið. Meiri vöxtur hækkar tekjur frá því sem áætlað var í maí, en hér er ekki vikið frá áætlunum ríkissjóðs frá síðasta ári um hóflegan útgjaldaauka, enda liggur fjárlagafrumvarp fyrir árið 2006 ekki fyrir þegar þetta er ritað. Með lítið breytti framleiðsluspennu á næsta ári bætist tekjuaukinn bæði við reiknaðan jöfnuð, sem gæti orðið rúmlega 3% af landsframleiðslu, og við grunnjöfnuð, sem virðist stefna í um 1% afgang. Það felur í sér að tvo þriðju hluta af líklegum afgangi hins opinbera árið 2006 virðist mega rekja til hagsveiflunnar. Á árinu 2007 er spáð minnkandi hagvexti. Einnig er gert ráð fyrir að fjárfesting hins opinbera aukist verulega og sé að hluta til fjármögnuð með söluandvirði Símans. Þá er gert ráð fyrir að mældur afgangur á rekstri hins opinbera minnki, en verði þó áfram nálægt 2½% af vergri landsframleiðslu þrátt fyrir miklar skattalækkningar, en grunnjöfnuður verði áfram jákvæður, rétt yfir 1%.

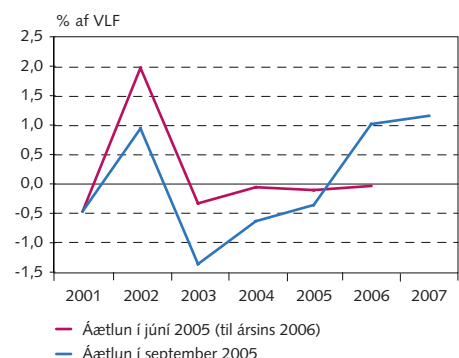
Taka verður fram að þessir framreikningar eru byggðir á mjög hóflegum forsendum um samneyslu og tilfærsluútgjöld ríkis og sveitarfélaga. Eins og undanfarin misseri er ekki ástæða til að efast almennt um stöðu opinbera geirans og þá sérstaklega ríkissjóðs. Hins vegar stendur sú spurning eftir hvort 1% grunnafgangur, um 10 ma.kr., sé tilhlýðilegt framlag hins opinbera til að sporna gegn þenslu í þjóðarbúskap.

Mynd V-2  
Jöfnuður í opinberum búskap 2001-2007<sup>1</sup>



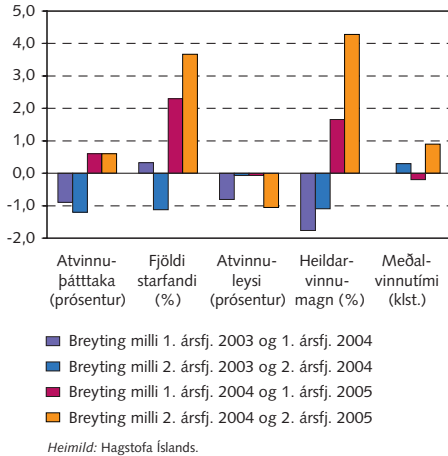
1. Áætlun Seðlabanka Íslands 2005-2007.  
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Mynd V-3  
Grunnjöfnuður á opinberum búskap 2001-2007<sup>1</sup>

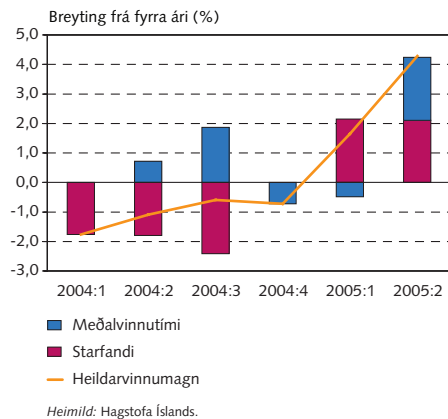


1. Áætlun Seðlabanka Íslands 2005-2007.  
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

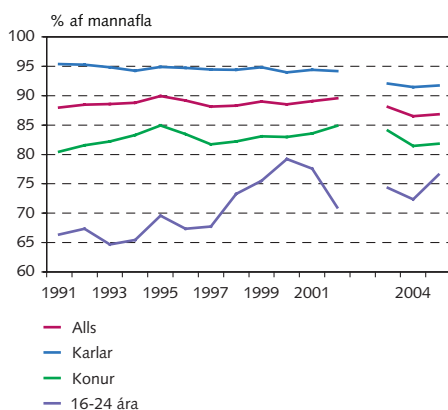
Mynd VI-1  
Breytingar á vinnuafli 2003-2005



Mynd VI-2  
Framlag breytinga á meðalvinnutíma og fjölda starfandi til breytingar á heildarvinnutíma  
1. ársfj. 2004 - 2. ársfj. 2005



Mynd VI-3  
Atvinnuþátttaka 1991-2005<sup>1</sup>



1. 1. og 2. ársfjórðungur 2005.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

## VI Vinnumarkaður og launaþróun

### Spenna svipuð og gert var ráð fyrir í júní

Að teknu tilliti til árstíðarsveiflu hefur atvinnuleysi lítið breyst frá því í mars, en var í ágúst 1,2 prósentum lægra en fyrir ári. Miðað við mikla eftirspurn eftir vinnuafli er launaskrið enn lítið í sögulegu ljósi. Þetta gæti breyst. Einnig er hugsanlegt að endurskoðun kjarasamninga á almennum vinnumarkaði nú í haust leiði til hækkunar á launakostnaði. Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands fyrir annan ársfjórðung sýna verulega aukna vinnuafslnotkun, bæði fjölgar starfandi fólki og meðalvinnutími lengist. Atvinnuþátttaka og meðalvinnutími eru enn ekki jafn mikil og þegar hámark náðist í síðustu uppsveiflu og gætu því enn aukist nokkuð.

### Vinnuafslnotkun eykst verulega

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar jókst vinnuafslnotkun töluvert á öðrum ársfjórðungi miðað við sama tíma í fyrra, hvort heldur hún er mæld sem fjöldi starfandi eða heildarvinnustundafjöldi.<sup>6</sup> Fólki á vinnumarkaði fjölgaði um 4.300 á öðrum ársfjórðungi 2005 frá fyrra ári. Starfandi fólki fjölgaði töluvert meira en fólki á vinnumarkaði vegna fækkunar atvinnulausra, eða sem nemur 5.800 manns (3,7%). Fjölgunin var töluvert meiri á landsbyggðinni (5,9%) en á höfuðborgarsvæðinu (2,6%).

Meðalvinnutími lengdist um 0,9 klst. á viku, og er lengingin töluvert meiri í elsta aldurshópnum (55-74 ára) en meðalvinnutími þess hóps lengdist um 3,4 klst. Heildarvinnu-magn jókst um 4,3% á öðrum ársfjórðungi frá sama fjórðungi árið áður, bæði vegna lengri vinnutíma og fjölgunar starfandi fólks. Er það í fyrsta sinn sem það gerist frá árinu 2003 þegar farið var að gera vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar allt árið. Aukningin stafar nánast eingöngu af aukinni vinnuafslnotkun í yngstu (16-24 ára) og aldurshópnum (55-69 ára).

Atvinnuþátttaka var 83½% á öðrum fjórðungi ársins, jókst um ½ prósentu milli ára, svipað og á fyrsta ársfjórðungi. Atvinnuþátttaka það sem af er ári er þó enn töluvert minni en hún var þegar hún varð sem mest á árunum 1999-2001 og gæti innlend vinnuafslnotkun því enn aukist.<sup>7</sup>

Fjölgun starfa hjá vinnumiðlunum bendir til þess að töluverð umframtirspurn sé til staðar og fjölgun útgefinna atvinnuleyfa á árinu bendir til að henni verði ekki nema að litlu leyti mætt innanlands. Það sem af er ári hafa laus störf verið tvisvar sinnum fleiri en þau voru allt árið í fyrra<sup>8</sup> og útgáfa nýrra atvinnuleyfa verið næstum 20% meiri en allt árið 2004.

6. Heildarvinnustundafjöldi er margfeldi fólks við vinnu í viðmiðunarviku og meðalfjöldi vinnustunda í viðmiðunarviku.  
7. Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar fyrir árin 1991-2002 eru þó ekki fyllilega sambærilegar við niðurstöður eftir 2003 vegna breyttrar aðferðafræði við mælingar.  
8. Sjá þó umfjöllun um laus störf í grein Rannveigar Sigurðardóttur, „Ráðgátur á vinnumarkaði“, *Peningamál* 2005/1, bls. 87-97.

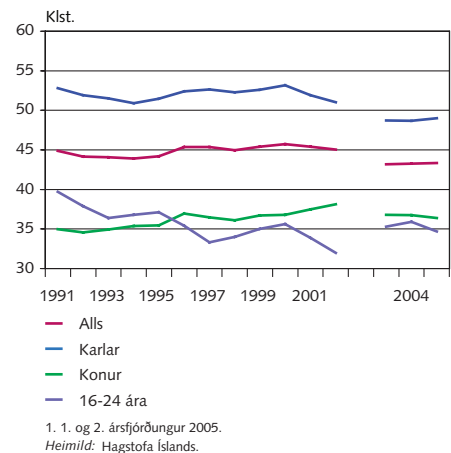
### Atvinnuleysi óbreytt frá því í mars

Atvinnuleysi að teknu tilliti til árstíðarsveiflu hefur verið svipað frá því í mars og sveiflast á bilinu 2,1-2,2%.<sup>9</sup> Hefur atvinnuleysi á þessum tíma aukist á landsbyggðinni en minnkað á höfuðborgarsvæðinu. Það sem af er ári hefur skráð atvinnuleysi verið 2,4%, og er það í samræmi við spá Seðlabankans frá í júní. Áfram er spáð rétt undir 2% atvinnuleysi á næsta ári en gert er ráð fyrir að það aukist heldur á árinu 2007 og verði tæplega 2½%.

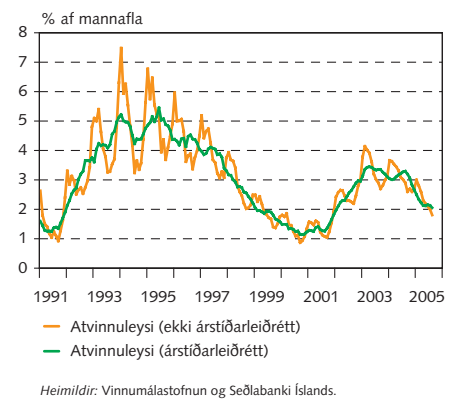
### Launaskrið enn í samræmi við forsendur

Launaskrið það sem af er ári hefur verið í takt við spá Seðlabankans samkvæmt launavísitölu Hagstofu Íslands. Ársrhækkun hennar var 6,7% í ágúst. Vísitala neysluverðs hækkaði um 3,7% á sama tíma og hefur kaupmáttur því aukist um 2,9%. Launabreytingar umfram samningsbundnar hækkanir hafa verið óverulegar, jafnvel í greinum þar sem umframeftirspurn hefur verið töluverð undangengið ár, svo sem í byggingar- og mannvirkjagerð. Skýrist það fyrst og fremst af því að umframeftirspurn eftir vinnuafli hefur verið mætt með innflutningi þess. Töluverð umframeftirspurn eftir vinnuafli virðist hins vegar vera að myndast í þjónustugreinum, bæði á almennum markaði og hjá hinu opinbera. Launaþrýstings gæti því farið að gæta þar á næstu mánuðum verði henni ekki mætt með innflutningi vinnuafls þar sem því verður við komið. Einnig virðist líklegra en áður að endurskoðun kjarasamninga á almennum markaði geti haft í för með sér aukinn launakostnað. Því er nú gert ráð fyrir heldur meiri launakostnaði á næstu árum en gert var í síðustu spá Seðlabankans eða 6,1% í ár, tæplega 6½% á næsta ári og um 5½% árið 2007. Miðað við spá bankans um þróun framleiðni vinnuafls felur þetta í sér að launakostnaður á framleidda einingu eykst um rúmlega 4% á þessu og næsta ári og um rúmlega 3½% árið 2007. Þetta eru töluvert meiri hækkanir en geta samrýmst 2,5% verðbólguþrýsting bankans til lengri tíma og felur því í sér vaxandi undirliggjandi verðbólguþrýsting frá innlendum vinnumarkaði.

Mynd VI-4  
Meðalvinnutími á viku 1991-2005<sup>1</sup>

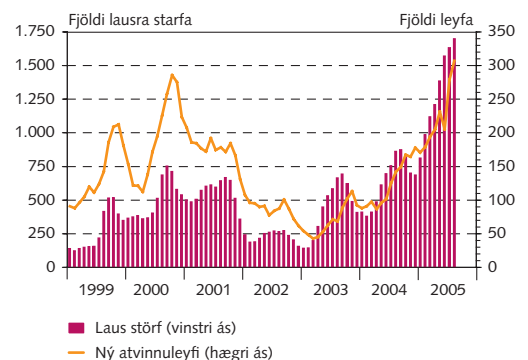


Mynd VI-5  
Atvinnuleysi janúar 1991 - ágúst 2005



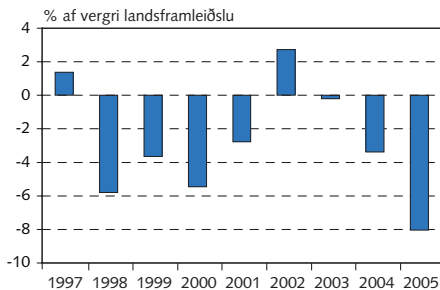
Mynd VI-6  
Fjöldi lausra starfa hjá vinnumiðlunum  
og nýrra atvinnuleyfa 1999-2005<sup>1</sup>

3 mánaða hreyfanlegt meðaltal



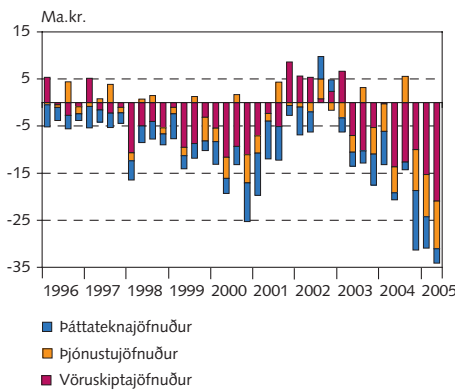
9. Á sama tíma í fyrra jókst árstíðarleidd atvinnuleysi aftur eftir að dregið hafði úr atvinnuleysi á haustmánuðum 2003. Hugsanlega gæti aukið atvinnuleysi á vor- og sumarmánuðum 2004 og óbreytt atvinnuleysi á sama tíma í ár stafað að einhverju leyti af vandamálum tengdum árstíðarleidd atvinnuleysis.

Mynd VII-1  
Vöruskiptajöfnuður á fyrri árhelmingi  
1997-2005



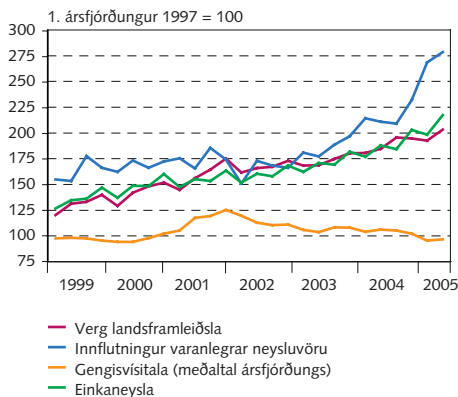
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VII-2  
Undirþættir viðskiptajafnaðar  
1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2005  
Rekstrarframlög talin með þáttatekjum



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-3  
Þróun landsframleiðslu, einkaneyslu, gengis  
og innflutnings varanlegrar neysluvöru<sup>1</sup>  
1. ársfj. 1999 - 2. ársfj. 2005



1. Árstíðarleiðrétt.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## VII Ytri jöfnuður

Útlit er fyrir enn meiri viðskiptahalla á yfirstandandi ári en spáð var í júní. Ytri jöfnuður þjóðarbúsins hefur versnað mikið það sem af er árinu. Á fyrri helmingi ársins var metviðskiptahalli og er útlit fyrir að hann haldist svipaður á seinni hluta ársins. Ástæða meiri halla en áður var spáð er mun meiri innflutningur á sama tíma og útflutningsspá hefur hækkað aðeins. Einnig er gert ráð fyrir meiri viðskiptahalla fyrir árið 2006 en áður og enn töluverðum viðskiptahalla árið 2007.

### Metvöruskiptahalli á fyrri helmingi ársins

Methalli var á vöruskiptajöfnuði fyrstu sjö mánuði ársins, 44,4 ma.kr. sem er meiri halli en á öllu árinu 2004. Verðmæti vöruinnflutnings jókst um 27,6% og vöruútflutnings um 5,6% á föstu gengi. Í júlí varð mesti halli sem orðið hefur í einum mánuði. Þá varð töluverð aukning í innflutningi á meðan útflutningur dróst saman og var hallinn 10,2 ma.kr. Vöruskiptahalli sem hlutfall af vergri landsframleiðslu hefur ekki verið meiri á fyrri helmingi árs frá því að farið var að mæla landsframleiðslu ársfjórðungslega. Fyrstu sjö mánuði ársins 2005 var vöruskiptahallinn u.þ.b. þriðjungur meiri í hlutfalli af landsframleiðslu en á sama tíma metárið 2000 (sjá mynd VII-1).

### Viðskiptahalli heldur áfram að aukast

Viðskiptahalli á fyrri helmingi ársins var um 65 ma.kr., eða sem nam rétt rúmlega 14% af vergri landsframleiðslu, sem er met. Stór hluti hallans var tilkominn vegna halla vöruviðskipta, en halli þjónustujafnaðar jókst einnig mikið. Undirliggjandi ójafnvægi er þó e.t.v. enn meira en þessar tölur gefa til kynna. Halli á þáttatekjum var minni en gera hefði mátt ráð fyrir í ljósi þess að hreinar erlendar skuldir þjóðarbúsins hafa aukist hröðum skrefum. Þetta skýrist af sveiflum í endurfjárfestum hagnaði af erlendri fjárfestingu, sem á öðrum ársfjórðungi dró verulega úr hallanum. Vaxtajöfnuðurinn versnaði hins vegar, enda hækkuðu erlendar skuldir um tæplega 37% á fyrri helmingi ársins 2005, eftir 40% vöxt á árinu 2004. Vaxtajöfnuðurinn væri þó enn meiri ef erlendir vextir væru ekki nálægt áratuga lágmarki. Vaxtaberandi eignir hafa einnig aukist en ekki eins mikið.

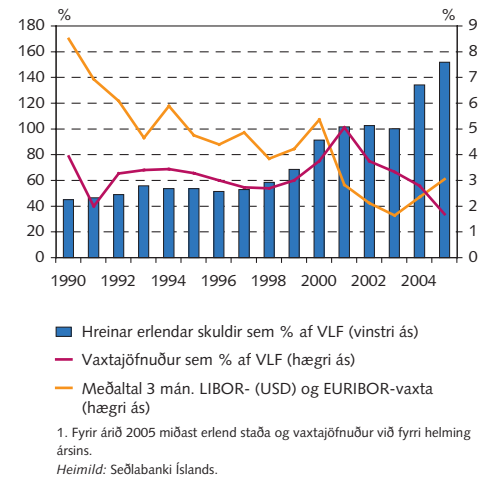
Spáð er meiri vexti innflutnings en í júní og að innflutningur muni ná hámarki sem hlutfall af vergri landsframleiðslu á þessu ári. Vöxtinn má einkum rekja til mikils innflutnings varanlegrar neysluvöru og fjárfestingarvöru tengdrar framkvæmdum við byggingu álbræðslna og orkuvera. Aukin einkaneysla og hátt gengi krónunnar hafa ýtt undir innflutning varanlegrar neysluvöru. Á mynd VII-3 sést þróun innflutnings varanlegrar neysluvöru, landsframleiðslu, einkaneyslu og gengisþróunar undanfarin sjö ár. Þegar gengi krónunnar hefur hækkað hefur einkaneyslan vaxið hraðar en hagvöxtur og innflutningur varanlegrar neysluvöru aukist enn meira. Á tímabili gengislækkunar vex einkaneysla hægar en landsframleiðsla og innflutningur varanlegrar neysluvöru dregst saman eða stendur í stað. Á undanfögnu ári hefur gengi krónunnar styrkst verulega og einkaneysla og innflutningur varanlegrar neysluvöru aukist hraðar en áður hefur sést.

Í spá Seðlabankans er gert ráð fyrir óbreyttu gengi frá 12. september og mun því gengisvísitalan vera lægri að meðaltali á seinni hluta ársins. Því er gert ráð fyrir að innflutningur varanlegrar neysluvöru aukist áfram hröðum skrefum það sem eftir lifir ári. Innflutningur tengdur framkvæmdum við álbræðslur og orkuver hefur aukist verulega það sem af er ári, verður líklega enn meiri á síðari hluta ársins og nær hámarki á næsta ári. Aukinn vöruinnflutningur á sama tíma og hægir á vexti vöruútflutnings mun auka enn á viðskiptahallann á þessu ári. Á sömu sveif leggjast vaxandi erlendar skuldir þjóðarinnar, sem auka vaxtabyrðina. Því mun hallinn nema rúmlega 14% af landsframleiðslu ef spáin gengur eftir. Þetta yrði mesti halli svo langt sem hagtölur ná. Mestu hallaár fyrri áratuga voru 12,8% árið 1947 í kjölfar stríðsloka, 8,8% árið 1968 við hrun sildarstofnsins, 10,7% árið 1974 þegar fjármunamyndun var mjög mikil, raungengið hækkaði verulega og viðskiptakjör versnuðu, og 10,4% árið 2000, þegar mikil aukning varð í fjárfestingu og einkaneyslu.

Á árinu 2006 er gert ráð fyrir meiri viðskiptahalla en spáð var í júní sl., eða sem nemur rúmlega 11% af vergri landsframleiðslu, hann verður þó töluvert minni en í ár. Gert er ráð fyrir að innflutningur standi nánast í stað milli ára, en að útflutningur aukist um rúm 6%, sem einkum skýrist af 20% aukningu álútflutnings á árinu. Það dugar þó ekki til að draga verulega úr viðskiptahallanum eftir innflutningsvöxt undanfarinna ára. Á árinu 2007 er gert ráð fyrir 14½% aukningu útflutnings þar sem álútflutningur mun aukast til muna. Á sama tíma er gert ráð fyrir að innflutningur dragist saman um 1%. Halli á viðskiptajöfnuði mun eigi að síður nema u.þ.b. 6% af vergri landsframleiðslu. Áætlað er að um helming halla þessa og næsta árs megi rekja beint og óbeint til innflutnings tengds stóriðjuframkvæmdum en einungis um þriðjung halla ársins 2007, sem felur í sér að töluvert vantar á að ytri jöfnuður geti talist sjálfbær það ár. Hækki erlendis vextir meira en gert er ráð fyrir í spánni gæti niðurstaðan orðið töluvert óhagstæðari, en hækkan erlendra meðalvaxta þjóðarbúsins um 1 prósentu eykur að öðru óbreyttu viðskiptahallann um tæplega 1½% af landsframleiðslu.

Mynd VII-4

Hreinar skuldir þjóðarbúsins, vaxtajöfnuður og erlendir vextir 1990-2005<sup>1</sup>



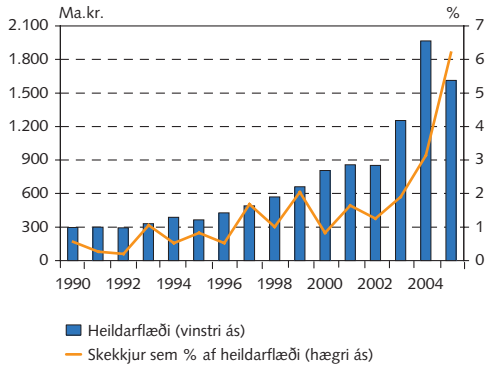
Greiðslujöfnuður við útlönd er tvíhliða bókhald um erlend viðskipti. Greiðslujöfnuður samanstendur af viðskiptajöfnuði og fjármagnsjöfnuði. Viðskiptajöfnuður inniheldur öll vöru- og þjónustuviðskipti ásamt þáttatekjum (launum, vöxtum og arði) og rekstrarframlögum. Viðskiptajöfnuður sýnir samtímatekjur og -gjöld þjóðarinnar við útlönd. Fjármagnsjöfnuður sýnir fjármagnsflæði, þ.e. inn- og útstreymi fjármagns vegna viðskipta innlendra aðila við erlenda. Helstu liðir fjármagnsjafnaðar eru fjárframlög<sup>1</sup> og fjármagnshreyfingar. Fjármagnshreyfingar flokkast í beina fjárfestingu, verðbréfavíðskipti og aðra fjárfestingu, auk hreyfinga á gjaldeyrisforða Seðlabankans. Fjárfesting erlendra aðila hér á landi og sala innlendra aðila á erlendum eignum valda fjárinnstreymi, en endurgreiðslur skulda, s.s. afborganir af lánnum og eignamyndun innlendra aðila erlendis, valda útstreymi fjármagns.

1. Sem ekki fela í sér stofnbreytingar á erlendis stöðu þjóðarbúsins.

## Rammagrein 2

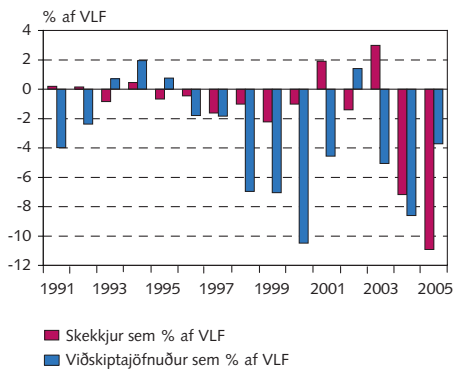
### Skekkjuliður greiðslujafnaðar

Mynd 1  
Skekkjur og heildarflæði viðskipta- og fjármagnshreyfinga 1990-2005<sup>1</sup>



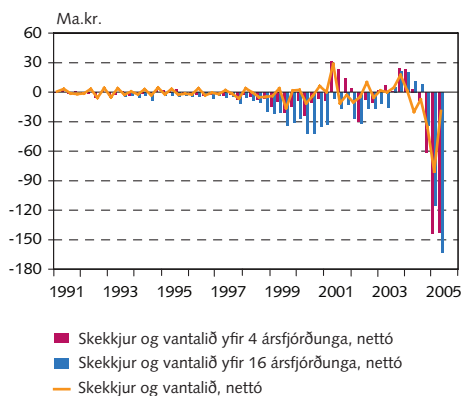
1. Gildi fyrir árið 2005 eiga einungis við fyrri helming ársins.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2  
Skekkjur og viðskiptajöfnuður sem hlutfall af vergri landsframleiðslu 1991-2005<sup>1</sup>



1. Gildi fyrir árið 2005 eiga einungis við fyrri helming ársins.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3  
Skekkjur og vantalið  
1. ársfj. 1991 - 2. ársfj. 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Fræðilega eiga viðskiptajöfnuður og fjármagnsjöfnuður að standast á, því að afgangi á viðskiptajöfnuði er varið til erlendar fjárfestingar og/eða skuldalækkunar en viðskiptahalli er fjármagn- aður með erlendri lántöku eða með því að ganga á eignir. Í reynd er þessu þó ekki þannig farið þar sem allir liðir greiðslujafnaðar eru mældir sjálfstætt óháð raunverulegum greiðslustraumum. Skekkjur og vantalið er afgangsstærð, þ.e. nettóliður, og geta því skekkjurnar í einstökum liðum greiðslujafnaðar jafnast út ef þær hafa mismunandi formerki. Skekkjuliðurinn segir því ekki allt um gæði greiðslujafnaðaruppgjörs og lítill skekkjuliður þarf ekki að þýða betri gæði í útreikningi greiðslujafnaðar.

Þrjár megináhrifir eru á ófullkominni mælingu greiðslujafnaðar. Í fyrsta lagi getur verið um tímasekkju að ræða. Einstaka liðir eru ekki mældir á „réttum“ tíma miðað við raunverulegan greiðslustraum, t.d. skipakaup, lántaka, verðbréfa kaup o.s.frv. Að öðru óbreyttu (verði og gengi) jafnast tímasekkja út yfir fleiri uppgjörstímabil. Í öðru lagi getur verðsekkja átt sér stað. Verð á einstökum lið er ekki „rétt“ mælt, hvorki í erlendri mynt né íslenskum krónum. Hér á landi hafa stöðugar gengisbreytingar aukið þennan vanda og þá sérstaklega samfara tímasekkju í mælingu. Í þriðja lagi getur röng mæling greiðslujafnaðar verið vegna magnsekkju. Einstaka liðir geta verið of- eða vantalið vegna mistaka í skýrslugerð eða í áætlun um viðskipti eða fjármagnshreyfingar milli innlendra og erlendra aðila.

Á mynd 1 sést að sem hlutfall af heildarflæði viðskipta- og fjármagnshreyfinga hefur liðurinn skekkjur og vantalið vaxið samhliða mikilli aukningu heildarflæðisins. Þráláta neikvæða sekkju má að öllum líkindum rekja til vantalinna fjárfestingar Íslendinga erlendis. Afnáam gjaldeyriseftirlits og ný fjárfestingartækifæri ásamt hræringum stofnana á fjármálamarkaði hafa ekki auðveldað upplýsingaöflunina undanfarnin ár og eru ein ástæða aukinnar sekkju. Á árunum 1995 til 2000 var skekkjuliðurinn ávallt neikvæður sem bendir til kerfislægrar sekkju. Helsta skýring gæti verið áður nefnt aukið frelsi til fjármagnsflutninga og þá helst vegna þess að ekki hafi nægilega tímanlega verið hugað að breytingum í upplýsingaöflun vegna breytinga á gjaldeyrisreglum. Við afnáam takmarkana á gjaldeyrisviðskiptum féllu niður upplýsingar sem gjaldeyriseftirlit Seðlabankans aflaði áður, t.d. um gjaldeyrisráð vegna útflutnings (ógreiddur útflutningur). Sveiflur í ársfjórðungssekkjum hafa einnig aukist en þær jöfnuðust nokkuð út yfir hvert almanaksár fram til ársins 1996. Ársfjórðungsuppgjör greiðslujafnaðar eru í fyrstu bráðabirgðatölur sem oftast þarf að leiðrétta vegna síðbúinna upplýsinga. Í árslok eru ársfjórðungstölur lagaðar að upplýsingum sem fengnar eru með könnunum, s.s. um hugbúnaðarútflutning, beina fjárfestingu og erlendar lánahreyfingar einkageirans. Frá árinu 1997 hefur skekkjuliðurinn vaxið umtalsvert í krónum talið samfara auknum viðskiptum og fjármagnshreyfingum við útlönd. Á mynd 3 sést ársfjórðungslegur skekkjuliður í ma.kr. og einnig sem uppsafnaður skekkjuliður yfir fjóra og sextán ársfjórðunga.

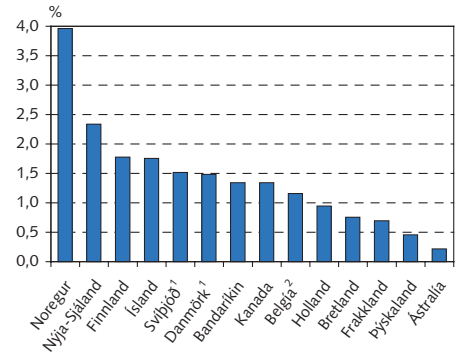
Reynsla annarra Norðurlanda var einnig sú að skekkjur jukust við afnáam gjaldeyriseftirlits og takmarkana á fjárfestingu milli landa. Hann er því oftast talinn eiga rætur í fjármagnsjöfnuði við útlönd. Þetta er ekki einhlíft skoðun, því að Svíar fundu eftir greiðslu- vantalið þjónustu í innbyrðis viðskiptum fjölþjóðlegra móður- og dótturfyrirtækja.

Á mynd 4 er skekkjuliður greiðslujafnaðar nokkurra landa sýndur í hlutfalli við heildarviðskipti og fjármagnsflæði eins og hann var að meðaltali á árunum 2000-2004. Skekkjuliður Noregs er

hlutfallslega langstærstur og svo koma Finnland og Nýja-Sjáland. Skekkjan í greiðslujöfnuði Íslendinga er svipuð og í Finnlandi, um 2,5% að meðaltali. Slíkur samanburður hefur eðlilega sínar takmarkanir, til að mynda geta einstakir liðir greiðslujafnaðar vegið misþungt í uppgjöri landanna og þá einkum fjármagnshreyfingar milli landa. Eins getur val á þessu tímabili verið óhagstætt sumum löndum vegna breytinga á efnahagsumhverfi þeirra og reglum sem geta hafa haft tímabundin áhrif á upplýsingaöflun þeirra.

Mynd 4

Skekkjur sem hlutfall af heildarflæði viðskipta- og fjármagnsflutninga, meðaltal árunna 2000-2004



1. Á einungis við árin 2000-2003.

2. Á einungis við árin 2001-2004.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og Seðlabanki Íslands.

## VIII Verðlagspróun og verðbólguhorfur

### Verðlagspróun

Eftir nokkra hjöðnun sl. vor hefur verðbólga aukist á ný undanfarna mánuði. Í september hafði vísitala neysluverðs hækkað um 4,8% á tólf mánuðum og fór þar með upp fyrir efri þölmörk verðbólgu markmiðs Seðlabankans í annað sinn á árinu. Verðbólgan undanfarið ár hefur í meginatriðum verið eftirspurnardríf, þótt hækking eldsneytisverðs á erlendum markaði eigi einnig nokkurn hlut að máli. Eftirspurnarhrifin koma skýrast fram í hækking húsnæðisverðs, sem skýrir verðbólguna að miklu leyti, en einnig í hækking á verði innlendrar þjónustu. Aðrir liðir vísitölunnar en húsnæði, þjónusta og eldsneyti stóðu í stað eða lækkuðu á sama tímabili. Gengishækkun krónunnar á drýgstan þátt í því, en verðstríð á matvörumarkaði hefur einnig stuðlað að lækking vöruverðs. Það virðist þó vera í rénun um þessar mundir. Að dagvörum frátöldum hefur verðlag innfluttrar vöru lækkað mun minna en sem nemur gengisbreytingum. Mikil eftirspurn er líkleg skýring á því.

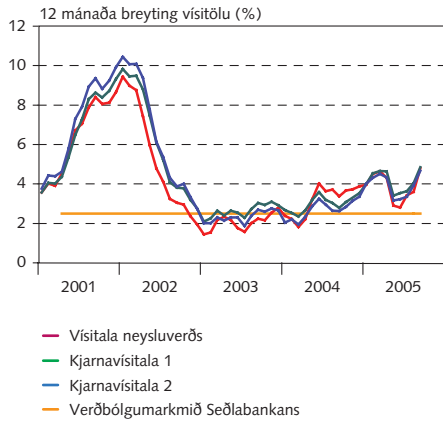
### Stefnir í meiri verðbólgu á þriðja fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir í síðustu verðbólguþá

Verðbólga á öðrum ársfjórðungi mældist 3,2% sem er 0,1 prósentu minni verðbólga en gert var ráð fyrir í síðustu verðbólguþá bankans. Munurinn er hverfandi, enda var langt liðið á ársfjórðunginn þegar spáin var gerð. Í júní var spáð að verðbólga á þriðja ársfjórðungi yrði 3,6%, en nú stefnir í að hún verði töluvert meira eða rúmlega 4%. Kjarnavísitölurnar sem Hagstofan birtir sýna svipaða verðbólgu og heildarvísitalan. Í byrjun september hafði kjarnavísitala 1 hækkað um 4,8% á tólf mánuðum og kjarnavísitala 2 um 4,6%.

### Húsnæðisverðbólga er líklega nálægt hámarki

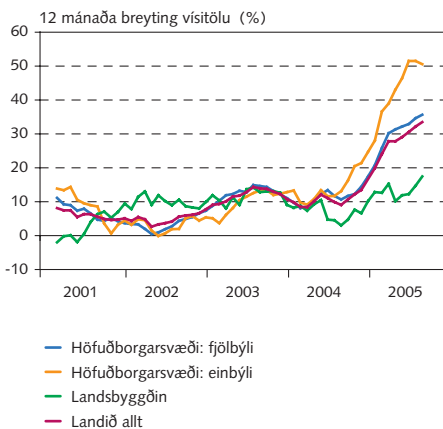
Áhrif innlendrar eftirspurnar á vísitölu neysluverðs hafa komið sterkast fram í hækking húsnæðisverðs, sem hefur verið langstærsti áhrifavaldur verðbólgunnar hér á landi undanfarið ár. Húsnæðisliður vísitölunnar hefur þó hækkað minna en markaðsverð húsnæðis vegna lækkunar vaxtakostnaðar og breyttra aðferða við að meta hann í húsnæðisliðnum.<sup>10</sup> Í september var húsnæðisliðurinn 18% hærri en fyrir ári sem leiddi til þess að verðbólgan var u.þ.b. 4 prósentum meiri en ef húsnæðisverð hefði staðið í stað. Mest hefur markaðsverð hækkað á höfuðborgarsvæðinu, sérstaklega verð einbýlis, sem hækkaði um rúmlega 50% á tólf mánuðum til september. Verð íbúða í fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um rúmlega 35% á sama tíma. Íbúðaverð á landsbyggðinni hefur þar til nýlega hækkað öllu hægar, en hefur sótt í sig veðrið undanfarna mánuði og hafði í september sl. hækkað um rúmlega 17% á tólf mánuðum. Samtals hækkaði verð íbúðarhúsnæðis um rúmlega 33% á sama tímabili. Mestur var hraði hækkingarinnar á öðrum fjórðungi þessa árs þegar verðlag bæði einbýlis og fjölbýlis á höfuðborgarsvæðinu hækkaði um 4-5% á mánuði. Á þriðja fjórðungi ársins virðist hafa dregið úr

Mynd VIII-1  
Verðbólga janúar 2001 - september 2005<sup>1</sup>



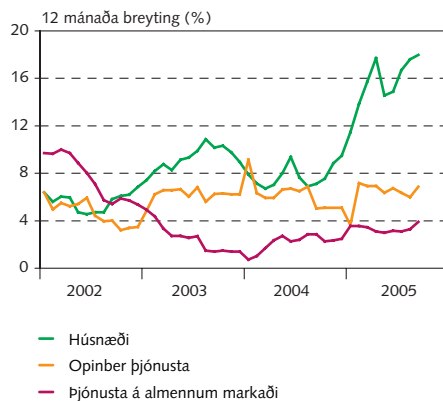
1. Í kjarnavísitölu 1 eru teknir út ýmsir sveiflukenndir liðir, þ.e.a.s. búvara, grænmeti, ávextir og bensín. Í kjarnavísitölu 2 er að auki undanskilið verðlag opinberra þjónustu.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-2  
Markaðsverð íbúðarhúsnæðis  
mars 2001 - september 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-3  
Verðlagspróun: húsnæði og þjónusta  
janúar 2002 - september 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

10. Sjá nánar umfjöllun í rammagrein 3, bls. 31 í síðasta hefti *Peningamála*.



hraða hækkunarinnar. Í ágúst og september hækkaði verðið um 1-2% milli mánaða á höfuðborgarsvæðinu, en hafa verður í huga að árstíðarbundnar sveiflur eru í íbúðaverði. Erfiðara er að draga ályktanir af verðþróun íbúðarhúsnæðis á landsbyggðinni sem sveiflast mikið milli mánaða, enda um færri og sundurleitari eignir að ræða.

### Nokkuð hefur dregið úr verðhjöðnun gengisnæmra liða vísitölu neysluverðs

Á móti áhrifum hækkandi verðs íbúða, þjónustu og eldsneytis á vísitöluna vegur að verð annarrar vöru en eldsneytis hefur lækkað undanfarna tólf mánuði. Vörur sem einkennast af hraðri veltu og tíðum verðbreytingum eru næmastar fyrir gengissveiflum. Það á t.d. við um dagvörur af ýmsu tagi. Dagvöruverð, sem að mestu leyti samanstendur af matvöru, lækkaði um tæplega 10% frá ársbyrjun til maímánaðar (7% á tólf mánuðum). Eftir 1,7% hækkun milli ágúst og september hafði u.þ.b. helmingur lækkunarinnar gengið til baka. Dagvöruverð var þó enn 3,5% lægra en fyrir ári.

Síðastliðið vor lækkaði verð matvæla eins og annarrar dagvöru mikið. Lækkunin hefur nú gengið til baka að nokkru leyti. Verð innfluttra matvæla hækkaði um 4,4% milli ágúst og september og verð innlestrar matvöru annarrar en búvöru og grænmetis hækkaði um 1%. Þrátt fyrir hækkunina í september var verð innfluttra matvöru enn 7,4% lægra en fyrir ári og innlestrar matvöru 1,4% lægra. Í júlíbyrjun nam árslækkun þessara liða hins vegar 12,5% og 2,6%. Árslækkun innfluttra matvöru þá nam rúmlega styrkingu gengisins, en í september dró nokkuð í sundur með þróun gengis og verðs innfluttra matvæla á ný.

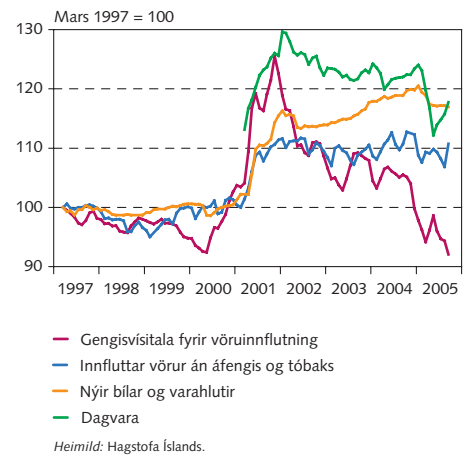
### Sterk innlend eftirspurn dregur úr áhrifum gengis á vöruverð...

Þótt verð innfluttra vöru hafi lækkað hefur það ekki lækkað í samræmi við styrkingu gengisins undanfarna mánuði. Að nokkru leyti skýrist það af hækkun eldsneytisverðs, en að miklu leyti má líta á þessa þróun sem afleiðingu öflugrar innlestrar eftirspurnar sem gefur seljendum færi á að hækka álagningu.

Verð bíla og ýmiss konar annarrar varanlegrar neysluvöru hefur t.d. lækkað mjög lítið miðað við styrkingu gengisins. Frá september í fyrra til 12. september í ár lækkaði verð erlends gjaldeyris um 12% miðað við innflutningsgengisvog en verð nýrra bíla lækkaði einungis um 1,6%. Aðrar innfluttar vörur en bílar, matvæli og eldsneyti hafa einnig lækkað fremur lítið miðað við gengisbreytingar, eða um 2,2%. Áhrif gengishækkunar krónunnar undanfarið ár virðast því hafa skilað sér í tiltölulega lítilli verðhjöðnun innfluttra vöru ef dagvara er undanskilin. Líklegasta skýringin virðist vera hinn hraði vöxtur eftirspurnar. Hvati til verðlækkunar er því mjög lítill. Eins og áður hefur verið fjallað um í *Peningamála*, gæti reynsla annarra landa með fljótandi gengi og reynslan hér á landi síðustu ár einnig bent til þess að grundvallarbreyting kunnri að hafa orðið á áhrifum gengisbreytinga á innlestar verðávarðanir, þar sem skammtímagengissveiflur hafi mun minni áhrif á innlesta verðbólguþróun en á tímum fastgengisstefnunnar.

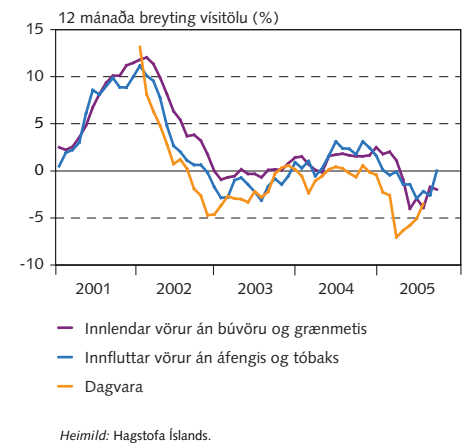
Mynd VIII-4

Innflutningsgengi og verðlag innfluttra vöru mars 1997 - september 2005



Mynd VIII-5

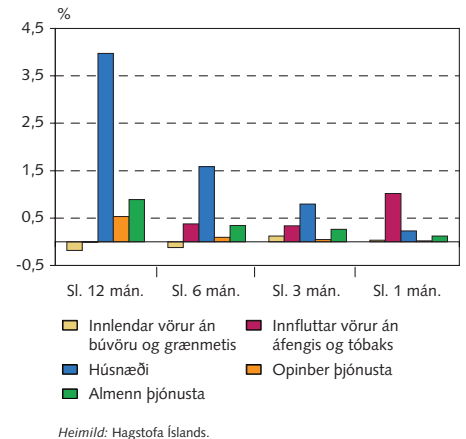
Vöruverð janúar 2001 - september 2005



Mynd VIII-6

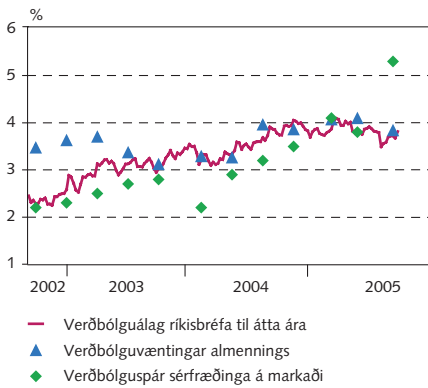
Nokkrir undirliðir vísitölu neysluverðs í september 2005

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



Mynd VIII-7  
Verðbólguvæntingar

Vikulegar tölur 17. september 2002 - 13. september 2005



Verðbólguvæntingar almennings miða við verðbólgu næstu tólf mánuði og verðbólguþátt sérfræðinga miðað við tólf mánuði til ársloka yfirstandandi árs í fyrri tveimur könnunum hvers árs og tólf mánuði til ársloka næsta almanaksárs í seinni tveimur könnunum hvers árs.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

### ... og verð þjónustu hækkar

Á tólf mánuðum til september hækkaði verð opinberrar þjónustu um 6,9% og verð þjónustu einkaaðila (almenn þjónusta) um 3,9%. Hefur tólf mánaða verðhækkun þjónustu einkaaðila farið vaxandi undanfarna mánuði. Áhrif hærra verðs opinberrar þjónustu á vísitölu neysluverðs námu rúmlega 0,5 prósentum og áhrif verðhækkunar þjónustu einkaaðila 0,9 prósentum, enda vegur þjónusta einkaaðila þungt í vísitölunni. Á bak við þessar hækkunir virðast einkum standa vinnuafsfrekir þjónustuliðir. Má því gera ráð fyrir að kostnaðarþrýstingur ásamt sterkri eftirspurn skýri verðhækkun þjónustu.

### Verðbólguvæntingar til næstu ára virðast um og yfir 4%

Verðbólguvæntingar markaðsaðila út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra ríkisskuldabréfa til tæplega tíu ára hafa smám saman verið að þökast upp á við. Samkvæmt þeim búast markaðsaðilar við því að verðbólga verði rétt undir 4% að meðaltali næsta áratug.

Þessar væntingar eru í ágætu samræmi við niðurstöður kannana IMG Gallup á verðbólguvæntingum almennings. Það sem af er þessu ári hefur IMG Gallup gert þrjár kannanir á verðbólguvæntingum almennings: um mánaðamót febrúar og mars, í maí og um mánaðamót ágúst og september. Í tveimur fyrri könnunum gerði almenningur að meðaltali ráð fyrir að verðbólga næstu tólf mánuði yrði 4,1% en 3,8% að meðaltali í síðustu könnuninni. Miðgildi þessara þriggja kannana var 4%.<sup>11</sup> Í síðustu könnun taldi almenningur að verðbólga síðustu tólf mánaða væri 3,2%. Almenningur virðist því telja að verðbólga eigi eftir að aukast á næstunni. Könnunin var gerð áður en verðbólga jókst í 4,8% í septemberbyrjun og má ætla að hækkunin í september og fjölmiðlaumræða sem henni tengdist hafi aukið á verðbólguvæntingar.

Þessar verðbólguvæntingar virðast hins vegar heldur lægri en spá greiningaraðila um verðbólgu á næsta ári en þeir gera ráð fyrir að hún verði rétt tæplega 4½% að meðaltali á árinu en hins vegar rúmlega 5% yfir árið (sjá rammagrein 3).

Allir þessir mælikvarðar á verðbólguvæntingar benda því til þess að töluvert meiri verðbólgu sé vænst á næstu árum en getur samrýmst 2,5% verðbólguþáttmiði Seðlabankans.

11. Þ.e. svarendur sem töldu að verðbólga yrði meiri en 4% voru jafn margir og hinir sem töldu að verðbólga yrði minni.

Meðfylgjandi tafla sýnir efnahagsspár sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerðar voru í byrjun september sl. Sem endranær voru þátttakendur í könnuninni greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf. og Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf.

Sérfræðingarnir skyggjast nú lengra en áður eða allt til ársins 2007. Eins og nærri má geta verður innbyrðis ágreiningur meiri eftir því sem lengra er horft. Þannig greinir aðila verulega á um framvinduna árið 2007.

Mat á verðbólgu yfir árin 2005 og 2006 hefur vart breyst frá spá sömu aðila í maí sl. Spámennirnir telja að verðbólga yfir árið nái hámarki árið 2006 í rúmlega 5% en hjaðni á ný árið 2007 og verði rúmlega 3½%. Hins vegar álíta þeir að verðbólga milli ársmeðaltala fari hækkandi fram til ársins 2007 er hún verði tæplega 4½%. Verðbólga verður því töluvert hærri en 2,5% verðbólgu markmið Seðlabankans á tímabilinu og ýmist hærri en eða við 4% efri þolmörk markmiðsins. Í grunnspá sinni gerir Seðlabankinn ráð fyrir meiri verðbólgu yfir árið í ár en sérfræðingar á fjármálamarkaði en að nokkuð dragi úr henni strax á næsta ári. Að því er varðar verðbólgu milli ársmeðaltala munar litlu á grunnspá Seðlabankans og sérfræðinga nú í ár en bankinn spáir síðan minni verðbólgu næstu tvö árin. Rétt er að hafa í huga að í spá Seðlabankans er reiknað með óbreyttum stýrivöxtum og gengisvísitölu á spátímabilinu. Þannig er spá Seðlabankans með breytilegum vöxtum og gengi mjög áþekk spá greiningaraðila en samkvæmt henni er verðbólga um 4½% að meðaltali á næsta ári og um rétt tæplega 5% árið 2007.

Hagvaxtarspá sérfræðinga á fjármálamarkaði hefur heldur lækkað frá því í maí og munur á hæsta og lægsta gildi er meiri en þá. Að meðaltali búast þeir við 6% hagvexti í ár og 4,8% á næsta ári sem síðan lækki niður í 1,2% árið 2007. Grunnspá Seðlabankans er nokkuð frábrugðin og í heild mun bjartari: 5,5% hagvöxtur á árinu sem er að líða, á næsta ári hækki hann í 6,7% og fari niður í 4,8% árið 2007. Eins og gefur að skilja munar mestu á spá sérfræðinganna og Seðlabankans síðasttalda árið.

## Rammagrein 3

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

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

|                                    | 2005                         |              |             | 2006                        |              |             | 2007     |              |             |
|------------------------------------|------------------------------|--------------|-------------|-----------------------------|--------------|-------------|----------|--------------|-------------|
|                                    | Meðaltal                     | Lægsta gildi | Hæsta gildi | Meðaltal                    | Lægsta gildi | Hæsta gildi | Meðaltal | Lægsta gildi | Hæsta gildi |
| Verðbólga (yfir árið)              | 3,7                          | 3,4          | 4,2         | 5,3                         | 3,8          | 7,1         | 3,7      | 2,0          | 5,5         |
| Verðbólga (milli ársmeðaltala)     | 3,8                          | 3,6          | 4,2         | 4,4                         | 3,7          | 4,9         | 4,9      | 3,5          | 6,8         |
| Hagvöxtur                          | 6,0                          | 5,5          | 6,5         | 4,8                         | 4,2          | 5,5         | 1,2      | -1,0         | 2,5         |
|                                    | <i>Eitt ár fram í tímann</i> |              |             | <i>Tvö ár fram í tímann</i> |              |             |          |              |             |
| Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla | 118,8                        | 115,0        | 123,0       | 130,5                       | 127,0        | 135,0       |          |              |             |
| Stýrivextir Seðlabankans           | 9,3                          | 8,5          | 10,0        | 7,4                         | 6,0          | 9,3         |          |              |             |
| Langtímanafnvextir <sup>2</sup>    | 7,4                          | 6,7          | 7,8         | 6,6                         | 6,0          | 7,2         |          |              |             |
| Langtímaraunvextir <sup>3</sup>    | 3,6                          | 3,5          | 3,8         | 3,4                         | 3,0          | 3,6         |          |              |             |
| Breyting úrvalsvisítölu aðallista  | 5,3                          | -10,0        | 16,0        | 13,4                        | -14,5        | 30,0        |          |              |             |
| Breyting fasteignaverðs            | 8,8                          | 5,0          | 15,0        | 11,9                        | 7,0          | 20,8        |          |              |             |

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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Svarendur hafa svipaðar skoðanir á þróun gengisvísitölu og í maí og raunar hefur spá þeirra um gengið sáralítið breyst allt frá því í febrúar. Álíta þeir að gengisvísitalan verði nálægt 120 stigum

eftir tólf mánuði og að eftir tvö ár hafi krónan veikst enn frekar og vísitalan verði þá um 130.

Stýrivextir Seðlabanka Íslands voru hækkaðir um 0,5 prósentur þann 7. júní sl., í 9,5%. Sérfræðingarnir virðast reikna með að það hilli undir lok vaxtahækkana því að þeir spá 9,3 stýrivöxtum að ári og 7,4% eftir tvö ár. Hvort tveggja er lægra en sömu aðilar spáðu í maí. Athygli vekur hvað greiningaraðilar eru bjartsýnir um tímasetningar upphafs vaxtalækkunarferlis Seðlabankans miðað við þær verðbólguhorfur sem þeir telja framundan. Virðast þeir telja að Seðlabankinn hefji vaxtalækkunarferlið tiltölulega snemma þrátt fyrir að verðbólga sé vaxandi og langt yfir verðbólgu markmiði bankans.

Töluverður munur er á spám um verðþróun hlutabréfa en svo hefur verið allt frá ársbyrjun. Einn aðili spáir lækkun næsta árið en aðrir að verð muni stíga enn frekar.

Loks telja allir að lát verði á hækkun húsnæðisverðs eftir miklar verðhækkanir síðustu misseri. Sérfræðingarnir búast þó alls ekki við verðfalli á fasteignum næstu tvö árin.

## Verðbólguþspá Seðlabankans

Verðbólguþspáin sem Seðlabankinn birtir í þessu hefti *Peningamála* sýnir enn einu sinni meiri verðbólgu til næstu tveggja ára en samrýmist verðbólgu markmiði bankans. Reyndar hafa verðbólguhorfur versnað á heildina lítið, einkum á næsta ári. Eftir að Seðlabankinn birti síðast verðbólguþspá voru stýrivextir bankans hækkaðir um 0,5 prósentur í 9,5%. Á sama tíma hefur gengi krónunnar styrkst um 7½%. Í grunnspánni sem greint er frá hér á eftir er gengið út frá því að gengisvísitala erlendra gjaldmiðla haldist óbreytt í grennd við 108 stig á spátímabilinu og að stýrivextir verði óbreyttir út tímabilið. Þrátt fyrir þessar aðhaldssömu forsendur eru verðbólguhorfurnar lakari en í júní. Spá sem byggist á breytilegum vöxtum og gengi er einnig birt hér á eftir. Fylgi vextir nokkurn veginn væntingum markaðsaðila mun það samkvæmt þessari spá leiða til lækkunar á gengi krónunnar og fljótlegra meiri verðbólgu en í grunnspánni. Forsendur hvorugrar spárinnar eru fyllilega raunhæfar, en þær undirstrika að ósennilegt er að verðbólgu markmiðið náist nema töluvert meira aðhalds verði gætt á næstu mánuðum en felst í væntingum markaðarins.

## Vaxandi innlendar verðbólguþrýstingur...

Eins og í fyrri verðbólguþspám Seðlabankans á þessu ári er helsta orsök aukinnar verðbólgu á næstu tveimur árum veruleg og vaxandi spenna á innlendum vörumarkaði sem rekja má til kröftugs vaxtar innlendar eftirspurnar sem er mun meiri en þjóðarbúskapurinn getur með góðu móti annað. Slakinn í þjóðarbúskapnum árið 2002 virðist nú hafa verið heldur minni en áður var talið og vannýtt framleiðslugeta með öllu horfin þegar líða tók á árið 2003. Útlit er því fyrir heldur meiri framleiðsluspennu á spátímabilinu en í síðustu spá og er nú gert ráð fyrir að hún geti orðið allt að 5% á næsta ári að óbreyttu aðhaldsstigi peningastefnunnar og gengi krónunnar. Þetta er heldur meiri spenna í hátoppi hagsveiflunnar á næsta ári en spáð var í sumar og mun meiri en í hátoppi síðustu uppsveiflu árið 2000. Reyndar þarf að fara aftur til ársins 1980 til að finna viðlíka ójafnvægi í þjóðarbúskapnum.

Vaxandi launakostnaður hefur einnig átt þátt í að auka verðbólguþrýsting. Horfur eru á að atvinnuleysi haldist lágt á spátímabilinu og verði nokkuð undir því sem talið er geta samrýmst stöðugu verðlagi á meginhluta tímabilsins. Búist er við að þessi spenna á vinnumarkaði leiði til aukins launaskriðs og er nú spáð að launakostnaður á framleidda einingu hækki um rúmlega 4% á ári á þessu og næsta ári. Á árinu 2007 verður hækkunin heldur minni en þó rúmlega 3½%. Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á spátímabilinu er því töluvert umfram 2,5% verðbólguþrýsting Seðlabankans á öllu tímabilinu, þrátt fyrir ágætan framleiðnivöxt.

### ... en hátt gengi krónunnar heldur verðbólgu tímabundið niðri

Á móti vaxandi innlendum verðbólguþrýstingi vegur sterkt gengi krónunnar og tiltölulega lítil erlend verðbólga, fyrir utan mikla hækkun eldsneytisverðs á alþjóðlegum mörkuðum. Gengi krónunnar hefur styrkst töluvert frá síðustu spá og er hátt í sögulegu samhengi. Hins vegar er rétt að hafa í huga að áhrif gengisbreytinga á innlenda verðbólgu eru einungis tímabundin nema þær hafi áhrif á verðbólguvæntingar til lengri tíma. Því má gera ráð fyrir því að áhrif verðhjöðnunar innflutningsverðs í innlendri mynt á innlenda verðbólguþróun fari smám saman þverrandi þegar líða tekur á spátímabilið. Þar að auki eru vísbendingar um að skammtímaáhrif gengissveiflna á innlenda verðbólgu hafi minnkað á síðustu árum, eins og fjallað hefur verið um í fyrri heftum *Peningamála*.

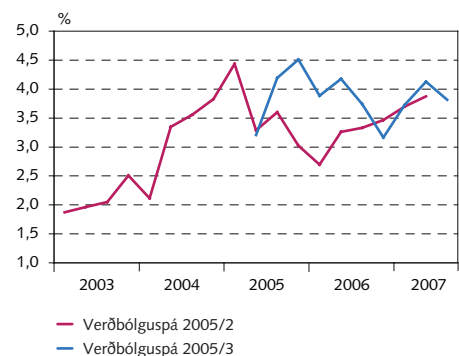
### Horfur á að verðbólga verði við efri þolmörk verðbólguþrýstingsins út spátímabilið

Þrátt fyrir hærri stýrivexti og sterkara gengi hafa verðbólguhorfur til næsta árs versnað töluvert frá síðustu spá Seðlabankans. Í júní spáði bankinn nokkurri hjöðnun verðbólgu til skemmri tíma sem rekja mátti til styrkingar á gengi krónunnar. Í þeirri spá sem hér er birt vega áhrif meiri framleiðsluspennu og meiri vaxtar innlends launakostnaðar á framleidda einingu en áður var spáð hins vegar þyngra en áhrif sterkara gengis. Auk þess hafa verðbólguvæntingar þokast upp á við, eins og áður hefur komið fram. Spáð er 4,2% verðbólgu að ári, samanborið við 3,3% í júní miðað við sama ársfjórðung (2,7% sé miðað við spá til jafnlangs tíma).

Verðbólguhorfur tvö ár fram í tímann eru hins vegar svipaðar og í síðustu spá. Nú er spáð rétt rúmlega 4% verðbólgu eftir tvö ár en í síðustu spá var spáð rétt undir 4% verðbólgu sé miðað við sama ársfjórðung (3,7% sé miðað við spá til jafnlangs tíma).

Samkvæmt grunnsþánni verður verðbólga yfir 2,5% verðbólguþrýsting Seðlabankans á spátímabilinu og við efri þolmörk nánast allt tímabilið. Að óbreyttu gengi hjaðnar verðbólgan þegar kemur fram á árið 2007 og nálgast verðbólguþrýsting um mitt ár 2008. Ólíklegt verður hins vegar að telja að gengisforsendur spárinnar haldi svo lengi.

Mynd VIII-8  
Endurskoðuð verðbólguþrýsting



## Verðbólguþá með breytilegum vöxtum og gengi

Við núverandi aðstæður er afar óraunsætt að gengi krónunnar haldist óbreytt út spátímabilið. Einnig er ljóst að niðurstöður slíkrar spár fela í sér að auka þurfi aðhaldsstig peningastefnunnar frá því sem nú er. Grunnþá Seðlabankans byggist því á forsendum sem ólíklegt er að haldi nema í skamman tíma. Hún gegnir fyrst og fremst því hlutverki að gefa sýn á framvindu efnahagslífsins að því gefnu að bankinn bregðist ekki frekar við og haldi aðhaldi peningastefnunnar óbreyttu frá því sem nú er. Hún felur því í sér gagnlega vísbendingu um hvort vaxtastig á hverjum tíma nægi til að tryggja framgang verðbólguþámarkmiðsins. Þegar þjóðarbúskapurinn er í jafnvægi getur slík þá gefið þokkalega raunsanna mynd af líklegri framvindu efnahagsmála. Þegar verulegt ójafnvægi er til staðar, eins og nú er, getur slík þá hins vegar gefið niðurstöðu sem er fjarri sanni. Eftir því sem ójafnvægið er meira verður forsendan um að Seðlabankinn muni ekki bregðast frekar við uppsöfnuðum verðbólguþrýstingi æ fjarstæðukenndari. Þegar raungengi er afbrigðilega hátt eins og nú verður einnig sífellt hæpnara að gefa sér að gengi haldist óbreytt til langs tíma.

Af þessum ástæðum birti Seðlabankinn í *Peningamálum* 2004/4 í fyrsta sinn einnig þá byggða á breytilegum vöxtum og gengi krónunnar. Vaxtaferillinn sem notaður er í spánni byggist á væntingum markaðsaðila um þróun stýrivaxta sem lesa má út úr óverðtryggða vaxtarófinu, svokölluðum fólgnum framvirkum vöxtum.<sup>12</sup> Þessi vaxtaferill er sýndur á mynd III-6 á bls. 18. Að þessu sinni er hins vegar gert ráð fyrir því að stýrivextir lækki heldur hægar á næstunni en lesa má út úr þeim ferli, þ.e.a.s. í samræmi við svör greiningaraðila á sömu mynd (sjá niðurstöður í rammagrein 3). Markaðsaðilar gera ráð fyrir að stýrivextir nái innan tíðar hámarki í rúmlega 10% og taki þá fljótlega að lækka. Í stað þess að fylgja þeim ferli fyllilega er gert ráð fyrir að stýrivextirnir haldist nálægt 10% fram á mitt næsta ár en taki síðan að lækka. Þessi ferill felur í sér að stýrivextir verða að meðaltali um 9,4% á þessu ári í stað 9,2% í grunnspánni, 9,7% á næsta ári, í stað 9,5% í grunnspánni, en lækki í 7,6% að meðaltali árið 2007.

Gengisferillinn í spánni er fenginn út frá svokölluðu óvörðu vaxtajafnvægi sem reiknað er út frá ofangreindum stýrivaxtaferli og erlendum vaxtaferli sem lesa má út úr viðskiptavegnum framvirkum vöxtum en þó þannig að gert er ráð fyrir áhættuþóknun sem rekur fleyg á milli innlendra og erlendra vaxta. Samkvæmt þessu mun því vaxtamunurinn milli Íslands og útlanda haldast hár fram á mitt næsta ár en taka síðan smám saman að minnka í um 4% í lok árs 2007. Gengisvísitala krónunnar mun því lækka smám saman á tímabilinu og verður nálægt 120 stigum í lok árs 2007.

### Aðhaldsstig peningastefnunnar verður minna en í grunnspánni...

Miðað við ofangreinda þróun stýrivaxta og gengis krónunnar yrði hagvöxtur á þessu ári lítilliga minni en í grunnspánni enda

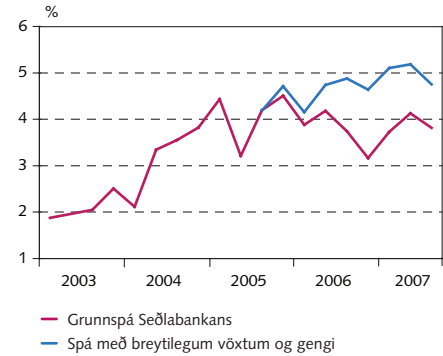
12. Sjá neðanmálgrein 2. í kafla I.

raunvextir aðeins hærrí. Hins vegar yrðu raunvextir nokkru lægri á næsta ári, þrátt fyrir heldur hærrí stýrivexti því áhrifa gengislækkunar krónunnar á verðbólgu fer að gæta í auknum mæli. Árið 2007 eru stýrivextir orðnir lægri en í grunnspánni og raunvextir verulega lægri. Aðhaldsstig peningastefnunnar í þessari spá er því töluvert minna en í grunnspánni og hagvöxtur á næstu tveimur árum nokkru meiri, eða yfir 7% á næsta ári og rúmlega 6% árið 2007. Þetta endurspeglast í meiri framleiðsluspennu sem yrði rúmlega 5% árin 2006-2007.

### ... og verðbólguhorfur töluvert verri

Meiri hagvöxtur og lægra gengi krónunnar veldur því að verðbólguhorfur í þessari spá eru töluvert verri en í grunnspánni. Verðbólga eitt ár fram í tímann er rúmlega 4½% í stað rúmlega 4% í grunnspánni og rúmlega 5% í stað um 4% eftir tvö ár. Að sama skapi yrði verðbólga vel yfir 4% efri þolmörkum verðbólgu markmiðsins allt tímabilið. Mynd VIII-9 sýnir samanburð á grunnspánni og spá með breytilega vexti og gengi.

Mynd VIII-9  
Verðbólgu spá með breytilegum  
vöxtum og gengi



### Væntingar markaðsaðila um tímasetningu slökunar peningastefnunnar virðast ekki raunsæjar

Ljóst má vera að stýrivaxtaferill sem byggist á markaðsvöxtum er ekki í samræmi við verðbólgu markmið Seðlabankans. Annaðhvort er hann því óraunsær eða markaðsaðilar efast um staðfestu Seðlabankans. Hann gæti því verið visbending um að peningastefnuna skorti trúverðugleika. Til þess að halda verðbólgu í skefjum og styðja við gengi krónunnar þarf að knýja fram hækkun raunvaxta í stað þess að leyfa þeim að lækka eins og gerist í þessari spá. Stýrivaxtaferillinn sem notaður er í spánni gefur þó aðeins hærrí stýrivexti á tímabilinu en markaðsaðilar virðast vænta, eins og lesa má út úr ávöxtunarferli óverðtryggðra vaxta. Þar að auki felur gengisferillinn sem notast er við í sér tiltölulega hóflega lækkun gengis krónunnar miðað við spár sem greiningardeildir sumra banka hafa gefið út að undanförmu.

## Áhættumat verðbólgu spárinnar

### Spáóvissan upp á við hefur aukist frá síðustu spá

Um verðbólgu spá Seðlabankans ríkir eins og endranær mikil óvissa og afar ólíklegt er að framvindan verði nákvæmlega eins og gert er ráð fyrir í spánni. Því leggur bankinn mikla áherslu á að horfa til allrar líkindadreifingar spárinnar við mat sitt á verðbólguhorfum næstu tveggja ára.

Óvissuþættir verðbólgu spárinnar eru í stórum dráttum þeir sömu og í síðustu spám bankans. Meginóvissan lýtur að gengispróuninni eins og spáin með breytilegum vöxtum og gengi ber með sér. Gengi krónunnar gæti lækkað á tímabilinu sem yki verðbólgu, sérstaklega ef um skarpa lækkun yrði að ræða. Að sama skapi gæti endurskoðun kjarasamninga á almennum vinnumarkaði í nóvember haft í för með sér meiri launakostnað en gert er ráð fyrir í spánni og orðið til þess að auka verðbólgu enn frekar að öðru óbreyttu. Minna aðhald opinberra fjármála en gert er ráð fyrir í spánni gæti einnig orsakað meiri verðbólgu en spáð er. Einnig er hugsanlegt að áhrif boðaðra skattalækkana og eignaverðshækkana á einkaneyslu séu vanmetin.

Á móti þessu vegur hratt vaxandi skuldsetning einstaklinga sem gæti haldið aftur af vexti einkaneyslu þegar líða tekur á spátímabilið. Erlendir vextir gætu hækkað hraðar og meira en gert er ráð fyrir í grunnspánni og haft neikvæð áhrif á vöxt innlendrar eftirspurnar á seinni hluta spátímabilsins. Helstu ósamhverfu óvissuþættir spárinnar eru teknir saman í töflu VIII-1.

Tafla VIII-1 Helstu ósamhverfir óvissuþættir verðbólguþáttar

| Óvissuþáttur  | Skýring   | Áhrif á verðbólgu   |
|---|---|---|
| Einkaneysla   | Áhrif breytinga á lánamarkaði í formi lægri langtímavaxta og aukins aðgengis að lánsfé og möguleg auðsáhrif á einkaneyslu geta verið vanmetin<br>Aukin skuldsetning gæti slegið á mögulegan vöxt einkaneyslu umfram það sem gert er ráð fyrir í grunnspánni       | Hætta á að eftirspurnarþrýstingur sé vanmetinn og verðbólgu því vanspáð<br><br>Eftirspurnarþrýstingur til lengri tíma gæti verið ofmetinn og verðbólgu því ofspáð |
| Gengisþróun   | Mikill viðskiptahalli og væntingar um aukna verðbólgu næstu árin geta þrýst niður gengi krónunnar   | Hætta á að gengi krónunnar lækki og verðbólgu því vanspáð   |
| Launaþróun  | Möguleiki á að slæmar verðbólguhorfur og útkoma annarra kjarasamninga setji launalið kjarasamninga á almennum vinnumarkaði í uppnám   | Hætta á að launahækkunarir í hagkerfinu verði meiri en er og verðbólgu því vanspáð  |
| Opinber fjármál   | Möguleiki á að aðhald í opinberum fjármálum verði minna en gert er ráð fyrir – sérstaklega í ljósi kosningaára framundan<br>Möguleiki á að áhrif skattalækkunaráætlana á væntingar um framtíðartekjur séu vanmetin og að eftirspurnaráhrif áforma verði því meiri | Hætta á að eftirspurnarþensla í hagkerfinu verði meiri en spáð er og verðbólgu því vanspáð  |
| Eignaverð   | Möguleiki á lækkun eignaverðs sem dragi úr einkaneyslu þegar líða tekur á spátímabilið  | Hætta á að eftirspurnarþensla verði minni í hagkerfinu en spáð er og verðbólgu því ofspáð   |
| Alþjóðleg efnahagsmál                                       | Erlendir vextir gætu hækkað hraðar og meira en gert er ráð fyrir og aukið þannig við greiðslubyrði erlendra lána umfram það sem grunnspánn gerir ráð fyrir  | Vöxtur innlendrar eftirspurnar gæti verið ofmetinn og verðbólgu því ofspáð  |
| Áhættumat   | Eitt ár fram í tímann   | Tvö ár fram í tímann  |
| Peningamál 2004/3<br>Peningamál 2005/2<br>Peningamál 2005/3 | Samhverft<br>Samhverft<br>Upp á við   | Upp á við<br>Upp á við<br>Upp á við   |

Að öllu þessu samanteknu er því gert ráð fyrir að áhætta spárinnar sé lítillega upp á við litið til næsta árs en sé orðin verulega upp á við litið til tveggja ára. Hefur áhættumatið því verið endurskoðað upp á við út spáferilinn. Mynd VIII-10 sýnir mat á líkindadreifingu verðbólguþáttarinnar. Líkindadreifing síðustu spár er einnig sýnd til samanburðar.

### Miðað við óbreytt stýrivaxtastig hafa líkur á að verðbólguþáttar- miðið náist á spátímabilinu minnkað verulega

Tafla VIII-2 sýnir mögulegt bil verðbólgu út frá líkindadreifingu spárinnar. Líkur á því að verðbólga verði innan þolmarka eftir tvö ár hafa minnkað verulega frá síðustu spá og eru nú einungis um þriðjungs líkur á að verðbólga verði undir 4% eftir tvö ár að óbreyttri peningastefnu. Líkur á að verðbólga verði nálægt 2,5% verðbólguþáttar miði bankans eru litlar. Þannig eru t.d. innan við 10% líkur á að verðbólga verði á bilinu 2-3% eftir tvö ár þrátt fyrir að gengi krónunnar haldist sterkt á tímabilinu, bregðist peningastefnan ekki frekar við.



Tafla VIII-2 Mögulegt bil ársverðbólgu til næstu tveggja ára

| Ársfjórðungur  | Verðbólga |          |       |          | yfir |
|----------------|-----------|----------|-------|----------|------|
|                | undir     | á bilinu | undir | á bilinu |      |
|                | 1%        | 1% - 2½% | 2½%   | 2½% - 4% | 4%   |
| 3. ársfj. 2005 | < 1       | < 1      | < 1   | 15       | 85   |
| 2. ársfj. 2006 | < 1       | 1        | 1     | 38       | 61   |
| 2. ársfj. 2007 | < 1       | 4        | 4     | 30       | 66   |

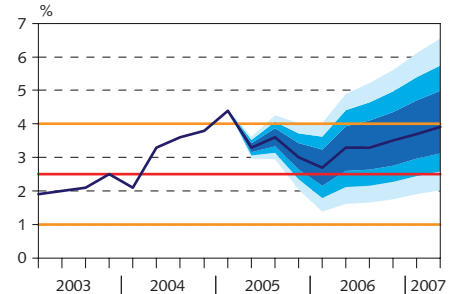
Taflan sýnir mat Seðlabankans á líkum á því að verðbólga verði á ákveðnu bili í prósentum.

Rétt er að ítreka og leggja áherslu á að bæði grunnspáin og mat á óvissuþáttum hennar byggjast á því að stýrivextir Seðlabankans haldist óbreyttir út spátímabilið. Það er einmitt verkefni peningastefnunnar að sjá til þess að framvindan verði ekki með þeim hætti sem grunnspáin og helstu áhættuþættir benda til. Í því ljósi er líklegt að bæði verðbólga og óvissubil verðbólguþáttinn sé ofmetið.

Mynd VIII-10

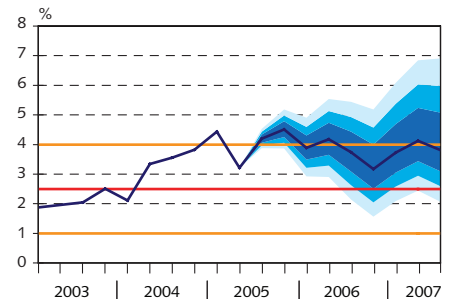
Síðasta verðbólguþáttur Seðlabankans  
(í Peningamálum 2005/2)

Spátímabil: 2. ársfj. 2005 - 2. ársfj. 2007



Ný verðbólguþáttur Seðlabankans

Spátímabil: 3. ársfj. 2005 - 3. ársfj. 2007



- Visitala neysluverðs
- Verðbólguþáttur
- Neðri þölmörk
- Efri þölmörk
- 50% óvissubil
- 75% óvissubil
- 90% óvissubil

Myndirnar sýna óvissubil verðbólguþáttinn. 90% líkur eru taldar á því að verðbólga verði innan alls skyggða svæðisins, 75% líkur á að verðbólga verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur á að verðbólga verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður því meiri sem spáð er lengra fram í tímann og endurspeglast það í vikkun óvissubilisins. Óvissan í spánum er talin heldur minni en endurspeglast í sögulegum spáskekkjum sem eru nokkuð lítaðar af þróuninni á árunum 2001-2002. Nánari útlitun á því hvernig líkindreifing verðbólguþáttinn er reiknuð út er að finna í viðauka 3 í Peningamálum 2005/1.

## IX Stefnan í peningamálum

### Vaxandi ójafnvægi í þjóðarbúskapnum kallar á aukið aðhald

Eins og greiningin hér að framan ber með sér einkennist framvinda efnahagsmála frá vormánuðum af vaxandi ójafnvægi í þjóðarbúskapnum. Eignaverð hefur hækkað hröðum skrefum, útlánavöxtur aukist, vöxtur einkaneyslu slegið met, halli á utanríkisviðskiptum ekki verið meiri áratugum saman og verðbólga hefur undanfarna mánuði aukist á ný, eftir nokkra hjöðnun sl. vor, og er nú á ný yfir þolmörkum. Skilaboðin til stjórnvalda, hvort heldur peningamála eða opinberra fjármála, eru skýr. Aukins aðhalds er þörf ef tryggja á stöðugleika verðlags og í þjóðarbúskapnum í heild til lengri tíma litið.

Áður hefur verið fjallað um ástæður þeirrar miklu eftirspurnar sem nú ríkir, þ.e.a.s. samanlögð áhrif stórfamkvæmda og uppstokkunar á íslenskum lánamarkaði, ekki síst breytinga á markaði fasteignaveðlána síðla árs 2004 sem komu flestum í opna skjöldu. Einkenni uppsveiflunnar eru að mörgu leyti hin sömu og í lok síðustu aldar. Þau eru þó að ýmsu leyti sterkari en þá. T.d. er spennan á íbúðamarkaði enn meiri nú og raunverð íbúða sennilega hærra yfir langtímajafnvægi en þá. Vöxtur einkaneyslu er að þessu sinni knúinn af miklum lántökum og skuldasöfnun fremur en auknum kaupmætti ráðstöfunartekna, sem jókst hratt á árunum 1997-1999.

### Meiri töf í miðlun peningastefnunnar nú en áður og hún hvílir meira á aðlögun gengis krónunnar

Eitt sérkenni þessarar uppsveiflu er að hækkun stýrivaxta úr 5,3% í 9,5% hefur til þessa haft hverfandi áhrif á verðtryggða langtímavexti. Miðlun peningastefnunnar á sér reyndar ævinlega stað með töluverðri töf og svo var einnig í síðustu uppsveiflu. Töfin er hins vegar meiri nú. Fyrir því eru líklega tvær ástæður: Í fyrsta lagi fyrrgreind uppstokkun á íslenskum lánamarkaði, sem hefur orðið aðhaldsaðgerðum Seðlabankans yfirsterkari, og í öðru lagi óvenjulágir erlendir vextir, sem hafa haldist nálægt sögulegu lágmarki og jafnvel lækkað, öfugt við innlenda skammtímavexti. Vextir langtímaskuldabréfa í Þýskalandi voru sl. sumar hinir lægstu í heila öld. Undir lok uppsveiflunnar á tíunda áratugnum voru vextir í Evrópu og Bandaríkjunum hins vegar almennt á uppleið, eftir tímabundna lækkingu árið 1998, og lögðust á sömu sveif og aðhaldsaðgerðir Seðlabankans.

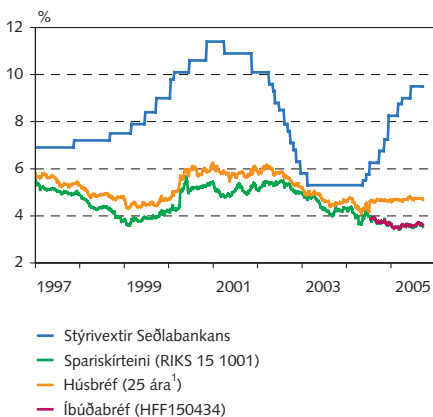
Niðurstaðan af þessum óvenjulegu aðstæðum er að miðlun peningastefnunnar hefur að miklu leyti átt sér stað í gegnum gengishækkun krónunnar, en að öðru leyti verið bundin við styttri enda óverðtryggða vaxtarófsins. Vaxtamunur við útlönd er um þessar mundir nokkru meiri en þegar uppsveiflan á árunum 1998-2000 var í algleymingi og gengi krónunnar er hærra. Jafnframt eiga lágir erlendir vextir óbeint þátt í því að kynda undir meiri hækkun eignaverðs en á sér fordæmi hér á landi.

**Hugmyndir um að „hleypta verðbólgunni í gegn“ eru varhugaverðar** Þær sérstöku aðstæður sem nú eru fyrir hendi gera stjórn peningamála sérlega vandasama og hafa að mörgu leyti óæskileg áhrif á virkni hennar. Aukið aðhald kemur um þessar mundir mjög misjafnlega niður

Mynd IX-1

Stýrivextir og ávöxtunarkrafa verðtryggðra langtímaskuldabréfa

Vikulegar tölur, 8. janúar 1997 - 13. september 2005



1. Samsett röð: IBH 21 0115, IBH 22 1215, IBH 26 0315.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

á einstökum geirum efnahagslífsins: hart niður á útflutningsgreinum en bitnar lítið á einstaklingum. Á peningastefnan að einhverju leyti að taka mið af þessum aðstæðum? Á e.t.v. að slaka á verðbólgu markmiðinu um skeið til þess að létta útflutningsfyrirtækjum róðurinn? Er ráðlegt að einfaldlega „hleypa verðbólgunni í gegn“ á meðan núverandi framkvæmdaskeið stendur yfir?

Þetta eru afar varhugaverðar hugmyndir. Verðbólga hefur tilhneigingu til að vera sjálfmagnandi ef peningalegt aðhald er ekki nægilegt. Trúverðugleiki verðbólgu markmiðsins hefur mikil áhrif á verðbólguna. Ef Seðlabankinn hefði ekki beitt þeim aðhaldsaðgerðum sem hann hefur þegar gripið til væru verðbólga og verðbólguvæntingar meiri en nú. Á vinnumarkaði væri spennan að líkindum enn meiri en nú er og til samans myndu meiri verðbólga og skortur á vinnuafli leiða til meira launaskriðs og hækkunar launakostnaðar við endurskoðun launaliðar kjarasamninga sem framundan er. Verðbólgan myndi því magnast þegar frá liði, sakir meiri launahækkana, enn meiri framleiðsluspennu og að lokum af völdum gengislækkunar, þegar hærra verðlag og launakostnaður hefði hækkað raungengi krónunnar meira en staðist fengi til lengdar. Raunvextir myndu því lækka verulega, nema Seðlabankinn gripi til enn meiri vaxtahækkunar en hann hefur þegar gert. Þar sem verðbólguvæntingar myndu sennilega aukast enn meira er mönnum yrði ljóst aðgerðaleyfi Seðlabankans gæti bankinn þurft að hækka vexti mjög mikið til að ná aftur tókum á verðbólgunni. Að „bera út“ verðbólgu sem hefur verið „hleypt inn“ er undantekningalaust sársaukafyllri aðgerð en fyrirbyggjandi aðgerðir sem koma í veg fyrir innreið hennar, fyrir utan beinan skaða sem hlýst af hárrí og breytilegri verðbólgu. Þær atvinnugreinar sem nú líða fyrir hátt raungengi krónunnar yrðu fljótlega engu betur settar ef samkeppnisstaða þeirra versnaði af völdum meiri verðbólgu og hækkunar launakostnaðar umfram það sem gerist í viðskiptalöndum, þ.e. raungengi hækkaði, og þær yrðu verr settar þegar kæmi að því að kveða verðbólguna niður á ný. Af þessu hafa Íslendingar langa og sársaukafulla reynslu.

### **Óvenjuleg samsetning verðbólgunnar að undanförunni skiptir síður máli þegar horft er fram á veginn**

Önnur afleiðing þeirra sérstæðu aðstæðna sem nú ríkjá er að samsetning verðbólgunnar hefur verið óvenjuleg. Framvinda hennar fylgir reyndar að mörgu leyti hefðbundnu mynstri, eykst til að byrja með einkum á sviðum þar sem erlendar verðsamkeppni gætir að takmörkuðu leyti, þ.e.a.s. verðbólgan er að miklu leyti bundin við þjónustu og húsnæðiskostnað, á meðan hátt gengi krónunnar heldur vöruverðlagi í skefjum. Þessi skil hafa hins vegar verið óvenju skörp undanfarna mánuði. Að húsnæðisliðnum frátöldum var verðbólga lítil sem engin á sumarmánuðum, því að lækkun vöruverðlags vó verðhækkun þjónustu u.þ.b. upp. Jafnvel eftir verulega hækkun vöruverðlags í september er tólf mánaða hækkun neysluverðs án húsnæðis aðeins um 1,5%.<sup>13</sup> Þeim sem einblína á liðna verðbólgu kann að finnast

13. Verðbólga á mælikvarða hinnar samræmdu vísitölu neysluverðs á Evrópska efnahagssvæðinu, sem ekki tekur tillit til verðbreytinga eigin húsnæðis, hefur sýnt svipaða verðbólgu.

slíkar verðbólgutölur lítið tilefni til aðhaldssamrar peningastefnu. Við ákvarðanir í peningamálum er hins vegar leitast við að horfa til framtíðar, hversu óviss sem hún kann að vera. Hækkun íbúðaverðs sem verið hefur helsta uppspretta verðbólgu á undanförunum tólf mánuðum er jafnframt einn helsti drifkraftur aukinnar einkaneyslu og einnig birtingarmynd mikillar umframeftirspurnar í þjóðarbúskapnum. Hátt eignaverð nú felur í sér umtalsverða örvun eftirspurnar og eykur framleiðsluspennu og þar með verðbólguþrýsting á næstu árum. Að auki felur hið háa gengi nú í sér auknar líkur á veikingu síðar, sem peningastefnan verður einnig að taka tillit til. Þegar horft er fram á veginn skiptir því ekki meginmáli hvernig verðbólgan er samansett nú, heldur hvað framvinda efnahagsmála í heild sinni felur í sér um verðbólguhorfur til næstu tveggja ára eða lengur. Að undanförunu hefur Seðlabankinn ekki talið þær nægilega góðar. Það er ástæða þess að bankinn hefur hækkað stýrivexti um ríflega 4 prósentur frá vori 2004, en ekki liðin verðbólga, þótt hún hafi reyndar allan þann tíma verið yfir verðbólgu markmiðinu.

#### Hátt gengi og eignaverð skapa aukna óvissu við hagsveifluskil<sup>14</sup>

Er fram líða stundir kann að skipta nokkru máli að verðbólgan nú skuli að miklu leyti drifin áfram af hækkun eignaverðs. Íbúðaverð kynni á einhverjum tímamarki að lækka. Þau tímamót er erfitt að sjá fyrir, en þegar það gerist gætu áhrif þess á eftirspurn orðið veruleg. Reyndar kann það eitt að verði hætti að hækka að hafa umtalsverð áhrif ef vöxtur einkaneyslu hefur að verulegu leyti verið fjármagnaður með því að heimilin hafa gengið á eigið fé sem myndast hefur við að íbúðir þeirra hækkuðu í verði. Þá kann að koma upp sú staða að aðhald í peningamálum sem til þessa hefur lítið bitnað á einstaklingum geri það svo að um munar.

Hagsveifluskil eða umskipti á eignamörkuðum eru hins vegar sjaldnast fyrirsjáanleg. Hið sama á við um gengisþróun. Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum, sem nánar er greint frá á bls. 68, eykur enn á óvissuna og gæti hugsanlega aukið sveiflurnar. Í ljósi þess að frávík fasteignaverðs, gengis, eftirspurnar og ytri jafnaðar frá langtímajafnvægi er um þessar mundir meira en áður hefur þekkst má fullyrða með meiri vissu en oft áður að slík aðlögun mun eiga sér stað, en tímasetning hennar og umfang er samt sem áður óvíst. Þótt flestir telji líklegt að hagsveifluskil muni tengjast endalokum þess framkvæmdaskeiðs sem stendur yfir í ár og á næsta ári er nákvæm tímasetning og hraði breytinga háður of mörgum óvissum breytum, t.d. viðskiptakjörum, afla, erlendum vöxtum, gengi, eignaverði og aðgerðum hins opinbera, til þess að hægt sé að gera sér fulla grein fyrir eðli og umfangi aðlögunar. Jafnframt verður það aðlögunarskeið sem gæti hafist innan fárra ára hið fyrsta við núverandi skipan peningamála.

14. Hagsveifluskil eru skilin milli uppsveiflu og niðursveiflu sbr. á ensku turning point.

### Raunhæft er að Seðlabankinn geti að jafnaði haldið verðbólgu nálægt verðbólguþolmiðinu en ósennilegt er að hann geti komið í veg fyrir sveiflur í efnahagslífinu

Framsýni peningastefnunnar á næstu árum verða því takmörk sett. Að verulegu leyti þarf hún að bregðast við ófyrirséðum aðstæðum. Því er óraunsætt að gera ráð fyrir því að verðbólgan víki aldrei meira en 1,5% frá verðbólguþolmiðinu bankans. Enn óraunsærra er að gera þá kröfu til Seðlabankans að hann geti að einhverju marki komið í veg fyrir sveiflur í einkaneyslu, sem óhjákvæmilega munu fylgja aðlögun að nýju jafnvægi.

Hins vegar er raunhæf krafa að verðbólga verði til lengdar að meðaltali nálægt verðbólguþolmiðinu bankans. Það felur í sér að frávík frá verðbólguþolmiðinu verði ekki oftast eða meira yfir þolmiðinu en undir.

### Samanburður við árangur annarra seðlabanka með verðbólguþolmið er Seðlabankanum óhagstæður – en ekki eins mikið og virðast kann í fyrstu

Um árangur með verðbólguþolmiðinu í ýmsum löndum er fjallað í viðauka 1 hér á eftir. Athugunin leiðir í ljós að ef horft er á allt tímabilið frá því að verðbólguþolmiðinu var tekið upp hefur árangurinn hér á landi verið öllu lakari en í flestum þróuðum löndum. Verðbólga hefur að meðaltali verið 1,7% yfir þolmiðinu og tölugildi frávika utan þolmarka hefur einnig verið um 1,7% að meðaltali.

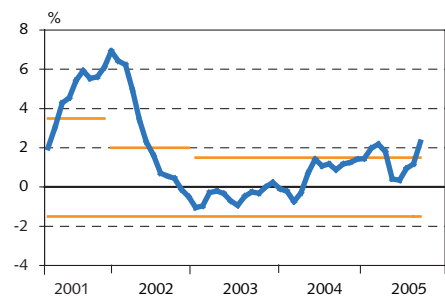
Við þennan samanburð þarf að gera nokkra fyrirvara. Sumt í þessum samanburði er Seðlabankanum í óhag. T.d. tóku sumir seðlabankar ekki upp tölusetta verðbólguþolmið fyrir en þeir höfðu náð tökum á verðbólgunni. Sumir hafa reyndar einnig breytt þolmiðinu í takt við verðbólguhorfur, sem hefur leitt til minni frávika. Ef eingöngu er miðað við tímabilið eftir nóvember 2003, sem er að vissu leyti eðlilegri viðmiðun, því að fyrir þann tíma átti verðbólguþolmiðinu samkvæmt yfirlýsingu Seðlabankans og ríkisstjórnarinnar frá mars árið 2001 að vera náð,<sup>15</sup> er árangur Seðlabankans betri, en þó ekki fullnægjandi. Annað sem rétt er að hafa í huga er að meðalfrávikið eftir nóvember 2003 má fyllilega skýra með hækkun húsnæðisliðar. Ef miðað er við vísitölu neysluverðs án húsnæðis var meðalverðbólga á tímabilinu frá nóvember 2003 aðeins 1,6%, en 3,2% ef miðað er við allt tímabilið. Ef verðbólguþolmiðið hefði verið skilgreint samkvæmt samræmdu vísitölunni hefði verðlagsþróunin verið nokkurn veginn í samræmi við þolmiðið frá þeim tíma sem því átti að vera náð.

Í ljósi þess að fæstir seðlabankar telja sig færa um eða kæra sig um að hafa umtalsverð áhrif á eignaverðbólur má draga þá ályktun að árangur Seðlabankans til þessa hafi í reynd ekki verið svo slakur. Reynslan af verðbólguþolmiðinu er hins vegar stutt og verulega mun reyna á úrræði Seðlabankans á næstu árum. Bankinn mun leggja metnað sinn í að þolmiðið náist þrátt fyrir afar erfiðar aðstæður, því að öðrum kosti mun það skaða trúverðugleika hans en það getur ýtt undir verðbólguvæntingar til lengri tíma.

15. Í reynd náðist verðbólguþolmiðið ári fyrir, sem má telja góðan árangur miðað við það sem á undan gekk.

Mynd IX-2

Frávík verðbólgu frá verðbólguþolmiðinu Seðlabankans og þolmörk apríl 2001 - september 2005



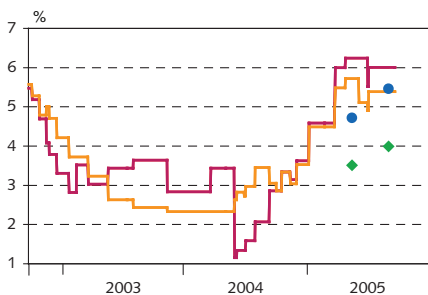
Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Gagnsæi eykur virkni peningastefnu...

Liður í því að halda verðbólguvæntingum í skefjum og skapa traust um peningastefnuna er að framkvæma hana á eins gagnsæjan hátt og frekast er unnt. Seðlabankinn hefur stuðlað að þessu með útgáfu ársfjórðungsritsins *Peningamála*, þar sem bankinn hefur lýst sjónarmiðum sínum opinskátt. Markaðsaðilar geta hins vegar ekki gert þá kröfu að aðgerðir bankans séu ævinlega algerlega fyrirsjáanlegar, enda eru þær ekki alltaf fyrirsjáanlegar þeim sem taka ákvarðanir í peningamálum. Á hverjum tíma þarf bankinn að veita og meta þörf fyrir peningalegt aðhald með hliðsjón af spám, öðrum gögnum sem fyrir liggja og röksemdum. Hvort eða hvenær breyta þarf vöxtum er hins vegar ekki einfalt reikningsdæmi, þótt stuðst sé við margvísleg líkön við gerð spáa sem hafðar eru til hliðsjónar við ákvarðanir, heldur byggist ákvörðunin á innsæi og mati sérfræðinga bankans og að lokum bankastjórnar. Ákvarðanir geta aldrei verið fyllilega fyrirsjáanlegar, hvorki meðal þeirra sem að þeim koma né aðila utan Seðlabankans, allra síst þegar þær eru teknar af fjölskipaðri bankastjórn, eins og í Seðlabanka Íslands, eða peningastefnuráði, eins og víða í öðrum seðlabönkum.

Þegar Seðlabankinn hefur kynnt ákvarðanir í vaxtamálum í ársfjórðungsritinu *Peningamálum* hefur hann jafnan gefið til kynna hvaða hugmyndir hann hefur á hverjum tíma um líklega framtíðarþróun stýrivaxta. Slíkar vísbendingar geta gegnt mikilvægu hlutverki við miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið og stuðlað þannig að framgangi peningastefnunnar. Bankinn hefur hins vegar birt grunnspár sem byggja á óbreyttum vöxtum og gengi. Fyrir því eru einkum tvær ástæður. Í fyrsta lagi hefur reynst ógerlegt að spá fyrir um gengisbreytingar til skamms tíma jafnvel þótt sterk rök séu fyrir langtímahreyfingu gengis og þar með raunar einnig þróun stýrivaxta, því að gengisþróun hefur sterk áhrif á verðbólguhorfur sem aftur hafa áhrif á þróun stýrivaxta, og öfugt. Í öðru lagi gegnir slík spá leiðbeinandi hlutverki við ákvarðanir í vaxtamálum þ.e.a.s. með því að gefa til kynna verðbólguhorfur til næstu tveggja ára að óbreyttum stýrivöxtum. Birting slíkrar spár ætti því að stuðla að gagnsæi ákvarðana í peningamálum.

Mynd IX-3  
Raunstýrivextir miðað við ýmsa mælikvarða  
Daglegar tölur 19. september 2002 - 19. september 2005



Raunstýrivextir miðað við:  
 — Verðbólguþá 1 ár fram í tímann  
 — Verðbólguþá 2 ár fram í tímann  
 ● Verðbólguvæntingar almennings  
 ◆ Verðbólguþá sérfræðinga á markaði

Verðbólguvæntingar almennings voru kannaðar í maí og um mánaðamót ágúst og september, verðbólguþá sérfræðinga á markaði miðast við tólf mánaða verðbólgu til loka árs 2006.  
 Heimild: Seðlabanki Íslands.

### ...en verðbólguþá sérfræðinga byggjast á föstum vöxtum og gengi geta haft neikvæð hliðaráhrif

Þessi háttur á að gera grein fyrir þeirri sýn sem liggur að baki ákvörðunum í peningamálum er þó ekki gallalaus. Um nokkurt skeið hafa þessar spár sýnt meiri verðbólgu en samrýmist verðbólguþá sérfræðinga á markaði en það gerir forsenduna um óbreytta stýrivexti á spátímabilinu æ óraunhæfari. Þótt Seðlabankinn hafi ítrekað lagt áherslu á að um skilyrtar spár sé að ræða og að vaxtastefna Seðlabankans muni miða að því að koma í veg fyrir að þær rætist virðist sá boðskapur ekki hafa komist fyllilega til skila. Því er hugsanlegt að spár sem um langt skeið sýna meiri verðbólgu en samrýmist verðbólguþá sérfræðinga á markaði geti aukið verðbólguvæntingar og að því leyti grafið undan aðhaldi peningastefnunnar. Seðlabankinn hefur reyndar einnig birt frávikspár sem byggjast á fölgnum framvirkum vöxtum og gengisþróun er byggist á óvörðu vaxtafölgvægi.<sup>16</sup> Slíkar spár hafa að undanförmu sýnt minni

verðbólgu til skamms tíma en grunnspáin, en meiri ef horft er til tveggja ára. Þessar spár virðast því gefa til kynna að vaxtaferillinn sem markaðsaðilar gera ráð fyrir veiti ekki nógu mikið aðhald. Þær gefa einnig vísbendingu um hvert æskilegt vaxtastig kann að vera á næstu árum (væntanlega hærra en það sem markaðsaðilar reikna með) en eru sama marki brenndar og grunnspárnar, þ.e.a.s. gætu aukið á verðbólguvæntingar.

### Til greina kæmi að birta vaxtaspá

Þriðji möguleikinn er að birta spár sem ganga út frá hagkvæmasta vaxtaferli, þ.e.a.s. miða við þá vexti sem áætlað er að þurfi til þess að verðbólguþáttur Seðlabankans gangi eftir. Nokkrir seðlabankar hafa á undanförunum árum fíkrað sig í þessa átt. Eðli málsins samkvæmt munu slíkar spár ávallt sýna verðbólgu í grennd við verðbólguþáttmiðið. Því væri í raun fremur um vaxtaspár að ræða en verðbólguþáttspár. Þessar spár krefjast mikillar vinnu og ekki er víst að þær séu á færi jafn lítills banka og Seðlabanka Íslands. Óvissan í þessum spám yrði mikil og e.t.v. er heppilegra að lengri tími líði frá upptöku verðbólguþáttmiðs til að hægt sé að meta þau líkön sem nota þarf við spágerðina út frá gögnum á þeim tíma. Því er ekki víst að Seðlabankinn sjái sér fært að birta slíkar spár í bráð, en ástæða er til að kanna það ofan í kjölinn.

### Peningastefnan er enn ekki nægilega aðhaldssöm

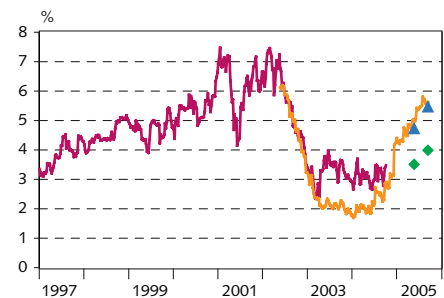
Verðbólguþáttspáin sem birt er í þessu hefti *Peningamála* sýnir enn einu sinni að tilefni er til aukins aðhalds. Í kafla III er komist að þeirri niðurstöðu að fjármálaleg skilyrði fyrirtækja og einstaklinga um þessar mundir séu eilíftið aðhaldssamari en þau voru á vormánuðum, en ekki svo að miklu muni, enda hafa önnur öfl að nokkru unnið á móti auknu aðhaldi peningastefnunnar. Þótt minni vitneskja liggja fyrir um verðbólguvæntingar nú en oft áður má draga þá ályktun að enn sé nokkuð langt í að þær samræmist verðbólguþáttmiði Seðlabankans. Þótt raunstyrivextir bankans hafi hækkað á ýmsa mælikvarða virðist enn nokkuð langt í að þeir veiti svipað aðhald og í síðustu uppsveiflu. Í ljósi þess að aðhaldið þá virðist ekki hafa verið nægilegt – að hluta til vegna þess að Seðlabankinn fylgdi á þeim tíma fastgengisstefnu – og í ljósi þess að ójafnvægið í þjóðarþúskapnum nú virðist enn meira en í lok tuttugustu aldar má draga þá ályktun að líklegt sé að raunstyrivextir þurfi að verða a.m.k. jafnháir og þá, en líklega töluvert hærrí.

Annar algengur mælikvarði á aðhaldssæmi peningastefnu er munur styrivaxta og nafnvaxtar landsframleiðslu. Jákvæður munur, þ.e.a.s. styrivextir sem eru hærrí en nemur nafnvexti landsframleiðslu, er talinn vísbending um aðhaldssama peningastefnu. Neikvæður munur í fyrri bendir til þess að of mikill slaki hafi verið á peningastefnunni þá og þótt slakinn hafi u.þ.b. horfið í lok ársins hafi ekki tekist að auka aðhaldið verulega. Þessi þróun endurspeglar þá staðreynd að hagvöxtur og verðbólga hafa þrásinnis reynst meiri en vænst var og peningastefnan því ekki eins aðhaldssöm og stefnt var að.

16. Þ.e. út frá vaxtamun framvirkra vaxta hér á landi og erlendis (út frá viðskiptavegnum framvirkum skammtíma vöxtum).

Mynd IX-4  
Raunstyrivextir Seðlabankans

Vikulegar tölur 8. janúar 1997 - 13. september 2005



Raunstyrivextir miðað við:

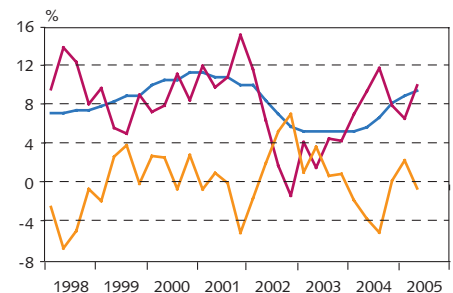
- verðbólguálag ríkisbréfa til tveggja ára
- verðbólguálag ríkisbréfa til átta ára
- ▲ verðbólguvæntingar almennings
- ◆ verðbólguþáttspár sérfræðinga á markaði

Verðbólguvæntingar almennings miðast við verðbólgu næstu tólf mánuði og verðbólguþáttspár sérfræðinga miða við tólf mánuði til ársloka 2006.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-5  
Nafnvöxtur landsframleiðslu og styrivextir Seðlabankans

Ársfjórðungslegar tölur 1. ársfj. 1998 - 2. ársfj. 2005



- Styrivextir
- Nafnvöxtur landsframleiðslu
- Mismunur

Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Seðlabankinn er staðráðinn í að auka trúverðugleika peningastefnunnar

Verðbólga fór yfir svokölluð þolmörk verðbólguþröskuksins í byrjun september. Það felur ekki í sér aðra beina kvöð fyrir Seðlabankann en þá að gera ríkisstjórninni grein fyrir ástæðum fráviksins og væntanlegum aðgerðum bankans, sem bankinn gerði í greinargerð sem birtist 19. september og frekar með útgáfu þessa heftis *Peningamála*. Hins vegar getur jafn mikil verðbólga og verið hefur sl. ár skaðað trúverðugleika peningastefnunnar. Miðað við óbreytt gengi myndi verðbólguþröskukið tæplega nást fyrr en á árinu 2008. Veikist gengið umtalsvert gæti það tafist enn meira. Það er ekki ásættanleg niðurstaða og undirstrikar að væntingar um að Seðlabankinn geti fljótlega farið að slaka á klónni á ný, sem lesa má úr vaxtarófi óverðtryggðra skuldabréfa, eru með öllu óraunhæfar. Líklegra virðist að vextir bankans þurfi að haldast háir – og hærri en þeir eru nú – mun lengur en flestir virðast álíta.

Verðbólga hefur að meðaltali verið umtalsvert yfir verðbólguþröskuki frá því að það var tekið upp, verðbólguvæntingar hafa um langt skeið verið yfir því og verðbólguþröskuki bankans sjálfs að óbreyttum vöxtum einnig.<sup>17</sup> Í ljósi þess á Seðlabankinn nokkurt verk fyrir höndum að skapa trúverðugleika um peningastefnuna. Að því mun bankinn vinna á næstu mánuðum. Trúverðugleikinn verður ekki áunninn átakalaust, en þegar hann hefur skapast ætti peningastefnan að hafa sambærileg áhrif við lægri stýrivexti en núverandi aðstæður krefjast. Með því að létta undir með Seðlabankanum geta stjórnvöld og aðilar atvinnulífsins ennfremur stuðlað að minni fórnarkostnaði en ella við að koma böndum á verðbólguna. Óháð því hvort bankinn nýtur slíks liðsauka mun hann óhikað vinna áfram að framgangi verðbólguþröskuksins. Til langs tíma litið er það bæði atvinnulífi og einstaklingum fyrir bestu.

17. Hins vegar var verðbólga, með einni undantekningu, við eða undir verðbólguþröskuki frá nóvember 2002 til apríl 2004.



## Viðauki 1

# Frávik verðbólgu frá verðból gumarkmiði: Samanburður milli verðból gumarkmiðslanda

Nú eru liðin rúmlega 4 ár frá því að Seðlabanki Íslands tók upp verðból gumarkmið við stjórn peningamála. Er Ísland í hópi rúmlega 20 landa sem gert hafa hið sama frá því að Nýja-Sjáland reið á vaðið snemma árs 1990.<sup>1</sup>

Með þessari nýju stefnu var stöðugt verðlag gert að meginmarkmiði peningastefnunnar hér á landi. Markmiðið var skilgreint nánar í sameiginlegri yfirlýsingu bankans og ríkisstjórnar sem 2,5% árleg hækkun vísitölu neysluverðs.

Þótt markmið Seðlabankans sé að verðbólga sé að jafnaði sem næst 2,5% verður stundum ekki hjá því komist að verðbólga víki tímabundið frá markmiðinu, t.d. vegna þess að verðbólga eykst eða hjaðnar af ófyrirséðum ástæðum sem Seðlabankinn getur ekki komið í veg fyrir. Einnig geta komið upp þær aðstæður að bankinn telji ástæðulaust að koma í veg fyrir frávik þar sem það sé tímabundið og grafi ekki undan trúverðugleika markmiðsins. Í þessu samhengi er rétt að hafa í huga að megin tilgangur verðból gumarkmiðsins er að skapa trúverðugt akkeri fyrir verðbólguvæntingar til millilangs tíma. Að því tilskildu að skýringar bankans á frávikum séu trúverðugar þurfa þau ekki að skaða trúverðugleika peningastefnunnar.

### Frávik frá markmiði

Þrátt fyrir að tímabundin frávik frá verðból gumarkmiði séu óhjákvæmileg og þurfi ekki að vera skaðleg er ljóst að mjög tíð og stór frávik kunna að skaða trúverðugleika peningastefnunnar. Því er áhugavert að skoða hve vel seðlabönkum með verðból gumarkmið hefur tekist að halda verðbólgu nálægt markmiðinu.

Fyrsti dálkur meðfylgjandi töflu sýnir meðaltal frávíka frá markmiði (eða miðgildi bilmarkmiðs) í 21 landi sem talið er fylgja verðból gumarkmiði í grein Þórarins G. Péturssonar (2004).<sup>2</sup> Þar kemur í ljós að nokkrum seðlabönkum hefur tekist að halda verðbólgu við markmið að meðaltali (Bretlandi, Chíle, Ísrael og Póllandi). Verðbólga

1. Ítarlega lýsingu á fyrirkomulagi verðból gumarkmiðsstefnu þessara landa og hvernig það hefur þróast er að finna í grein Þórarins G. Péturssonar (2004). Mat á efnahagslegum áhrifum verðból gumarkmiðs er jafnframt að finna í grein sama höfundar frá árinu 2005.

2. Gögnin eru ársfjórðungsleg breyting vísitölu neysluverðs (VNV) frá sama ársfjórðungi ársins á undan, nema í þeim löndum sem miða markmið sitt við mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu. Þessi lönd eru Ástralía og Nýja-Sjáland (VNV án vaxtakostnaðar húsnæðislána til ársins 1999 í Ástralíu og ársins 2000 í Nýja-Sjálandi, þegar samsetningu vísitölunnar var breytt og vaxtakostnaðurinn tekinn út úr heildarvísitölunni), Bretland (vísitala smásöluverðs án vaxtakostnaðar húsnæðislána fram til 2004 og samræmd vísitala neysluverðs (HICP) eftir það), Noregur (VNV án áhrifa beinna skatta og orkuverðs), Suður-Afríka (vísitala smásöluverðs án vaxtakostnaðar húsnæðislána), Suður-Kórea (VNV án verðs landbúnaðarvöru og olíu), Taíland (VNV án orkuverðs og verðs óunninnar matvöru) og Tékkland (VNV án verðs sem háð er opinberum ákvörðunum og áhrifa óbeinna skatta og niðurgreiðslna þar til í apríl 2001 og almenn VNV eftir það). Gögnin eru ársfjórðungsleg og ná til annars ársfjórðungs 2005. Nánari umfjöllun um gögnin og þróun verðból gumarkmiðsins í landsafninu er að finna í Þórarinn G. Pétursson (2004, 2005).

hér á landi hefur hins vegar verið að meðaltali nokkuð yfir markmiðinu á þessu tímabili og skipar Ísland sér í flokk með Brasilíu, Mexíkó og Suður-Afríku en þar hefur verðbólga verið að meðaltali hvað mest yfir markmiðinu. Annar dálkur töflunnar sýnir jafnframt staðalfrávik frá vika frá markmiði (eða miðgildi bilmarka). Staðalfrávikkið er um 2,3% hér á landi, en að meðaltali um 1,6% í landasafninu öllu en aðeins um 1% meðal iðnríkjanna átta í landasafninu.

#### Frávik verðbólgu frá verðbólgu markmiði

| Land                   | Meðalfrávik frá markmiði (%) | Staðalfrávik frá vika frá markmiði (%) | Tíðni verðbólgu utan þolmarka (%) | Meðalstærð tölugilda fráviks utan þolmarka (%) | Lengd fráviks (ársfjórðungar) |
|------------------------|------------------------------|--|-----------------------------------|--|-------------------------------|
| Ástralía               | 0,2                          | 1,1                                    | 51,0                              | 0,8  | 4,2                           |
| Brasilía               | 3,3                          | 4,1                                    | 64,0                              | 3,3  | 5,3                           |
| Bretland               | 0,0                          | 0,4                                    | 0,0                               | -  | -                             |
| Chíle                  | 0,0                          | 1,5                                    | 43,0                              | 1,2  | 4,3                           |
| Filippseyjar           | -0,4                         | 2,4                                    | 86,0                              | 1,9  | 6,0                           |
| Ísland                 | 1,7                          | 2,3                                    | 33,0                              | 1,7  | 3,0                           |
| Ísrael                 | 0,0                          | 2,8                                    | 82,0                              | 1,8  | 6,4                           |
| Kanada                 | -0,4                         | 1,0                                    | 37,0                              | 0,6  | 2,0                           |
| Kólumbía               | -0,3                         | 1,9                                    | 40,0                              | 1,0  | 4,0                           |
| Mexíkó                 | 2,3                          | 1,6                                    | 73,0                              | 0,5  | 4,0                           |
| Noregur                | -1,1                         | 1,2                                    | 61,0                              | 1,0  | 11,0                          |
| Nýja-Sjáland           | 0,2                          | 0,8                                    | 19,0                              | 0,3  | 3,0                           |
| Perú                   | -0,5                         | 1,4                                    | 43,0                              | 1,0  | 3,0                           |
| Pólland                | 0,0                          | 2,6                                    | 74,0                              | 1,6  | 5,0                           |
| Suður-Afríka           | 1,6                          | 2,3                                    | 50,0                              | 2,1  | 7,0                           |
| Suður-Kórea            | -0,6                         | 1,7                                    | 46,0                              | 1,3  | 3,3                           |
| Sviss                  | -0,1                         | 0,5                                    | 5,0                               | 0,0  | 1,0                           |
| Svíþjóð                | -0,9                         | 1,1                                    | 48,0                              | 0,8  | 6,7                           |
| Taíland                | -1,1                         | 0,5                                    | 0,0                               | -  | -                             |
| Tékkland               | -1,9                         | 2,0                                    | 81,0                              | 1,8  | 5,5                           |
| Ungverjaland           | 1,0                          | 1,5                                    | 33,0                              | 2,0  | 5,0                           |
| Meðaltal allra ríkja   | 0,2                          | 1,6                                    | 46,0                              | 1,3  | 4,7                           |
| Meðaltal iðnríkja      | 0,0                          | 1,1                                    | 32,0                              | 0,7  | 3,9                           |
| Meðaltal annarra ríkja | 0,3                          | 2,0                                    | 55,0                              | 1,5  | 4,5                           |

Seðlabanki Íslands virðist því við fyrstu sýn vera í hópi þeirra seðlabanka sem lakast hefur gengið að halda verðbólgu við markmið: einungis í fimm löndum er staðalfrávikkið hærra en hér, og er ekkert þeirra iðnríki. Þó eru nokkur atriði sem þarf að hafa í huga í þessum samanburði sem öll skýra að hluta hvers vegna Ísland kemur ekki betur út í samanburðinum. Í fyrsta lagi miðast verðbólgu markmiðið hér á landi við vísitölu neysluverðs í heild. Eins og áður hefur komið fram miða nokkrir aðrir seðlabankar markmiðið við verðvísitölu sem mælir undirliggjandi verðbólgu, sem í eðli sínu sveiflast minna en vísitala neysluverðs í heild. Í öðru lagi hefur fjöldi seðlabanka í samanburðinum breytt verðbólgu markmiði sínu reglulega á tímabilinu, jafnvel með hliðsjón af verðbólguhorfum, einmitt til þess að minnka líkur á frávikum frá markmiði. Dæmi um þetta eru t.d. breytingar á verðbólgu markmiði seðlabanka Brasilíu og Kólumbíu undanfarin ár. Að lokum er rétt að hafa í huga að sumir seðlabankanna settu sér ekki tölulegt markmið fyrr en nokkrum árum eftir að þeir tóku formlega upp verðbólgu markmið til þess að leyfa verðbólgu skoti sem rekja mátti til ójafnvægis undir fyrri peningastefnu að hjaðna. Dæmi um þetta eru seðlabankar Suður-Kóreu og Svíþjóðar eftir að

þeir hurfu frá fastgengisstefnu. Þetta gerir frávík frá markmiði í þessum löndum augljóslega minni í samanburði við Ísland sem skilgreindi tölulegt markmið þegar í upphafi og hefur ekki breytt því síðan. Frávík frá verðbólgu markmiði hér á landi má að mestu leyti rekja til uppsafnaðs vanda frá tímum fastgengisstefnunnar sem kom fram fyrsta árið eftir að verðbólgu markmið var tekið upp. Mikil gengislækkun átti sér stað eftir að gengi krónunnar var sett á flot sem leiddi til aukinnar verðbólgu í kjölfarið. Þetta sést á meðfylgjandi mynd sem sýnir að staðalfrávík frávíkanna (miðað við tveggja ára tímabil) hefur lækkað nokkuð á síðustu misserum og er nú u.þ.b. 1%, sem er í samræmi við staðalfrávík annarra iðnríkja.<sup>3</sup>

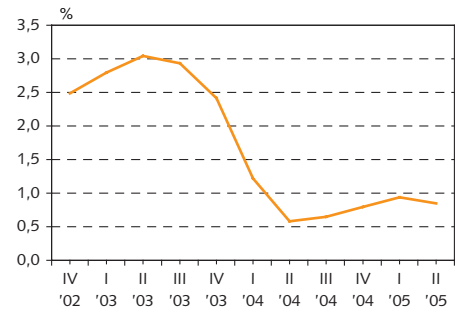
Þrátt fyrir þessa annmarka á samanburðinum er ekki hægt að horfa fram hjá því að frávík verðbólgu frá verðbólgu markmiði hafa verið nokkuð stór hér á landi. Á þessu geta verið nokkrar skýringar. Í fyrsta lagi gæti verið að Seðlabankinn standi sig einfaldlega ekki eins vel og aðrir seðlabankar í að vinna að markmiðinu og að trúverðugleiki stefnunnar sé minni hér en víðast hvar annars staðar. Önnur skýring er að sveiflur í efnahagslífi Íslendinga séu einfaldlega meiri og breytingar sem hafa áhrif á framvindu verðlags skyndilegri en í flestum hinna landanna (sérstaklega iðnríkjana) og því sé erfiðara að halda verðbólgu við markmið hér á landi.

Ein leið til að kanna þetta nánar er að skoða fylgni staðalfrávíks frávíka frá verðbólgu markmiði og staðalfrávíks hagsveiflna í viðkomandi löndum (hagsveiflugögnin eru tekin úr grein Þórarins G. Péturssonar, 2005). Í öllu landasafninu er fylgnin einungis um 0,2, sem er varla nægilega mikil fylgni til að styðja þessa tilgátu með óyggjandi hætti. Nokkrum löndum gengur þó illa að halda verðbólgu nálægt markmiði þrátt fyrir tiltölulega litlar hagsveiflur, eins og t.d. Brasilíu, Suður-Afríku og Ungverjalandi, á meðan öðrum löndum gengur óvenju vel að halda verðbólgu nálægt markmiði þrátt fyrir nokkrar hagsveiflur, eins og t.d. Suður-Kóreu og Nýja-Sjálandi. Séu þessi fimm lönd fjarlægð úr landasafninu hækkar fylgnin milli frávíka frá verðbólgu markmiði og hagsveiflna verulega og verður rúmlega 0,6. Því virðist mega ætla að nokkurn hluta frávíka verðbólgu frá markmiði megi rekja til sveiflakennds efnahags hér á landi. Þótt það sé vissulega markmið peningamálastefnunnar að draga úr hagsveiflum má áfram búast við því að sveiflur hér á landi verði nokkrar vegna smæðar og fábreytni efnahagslífsins, sterkra áhrifa gengissveiflna á innlent verðlag og mikilvægis atvinnugreina er tengjast náttúruauðlindum sem í eðli sínu eru háðar náttúrulegum sveiflum, sem augljóslega eru utan áhrifa-sviðs innlestrar peningastefnu.

### Verðbólga utan þolmarka

Flestir seðlabankar á verðbólgu markmiði notast einnig við þolmörk utan um verðbólgu markmiðið. Mismunandi er hvert hlutverk þessara þolmarka er. Í sumum löndum er verðbólgu markmiðið ekki eitt tölugildi heldur bil sem þolmörkin ákvarða. Er þá markmiðið að halda

Mynd 1  
Staðalfrávík frávíka - 2 ára gluggi  
4. ársfj. 2002 - 2. ársfj. 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

3. Þegar verðbólgu markmiðið var innleitt árið 2001 lýsti Seðlabankinn því yfir að hann ætlaði að ná verðbólgu niður í markmiðið í síðasta lagi í árslok 2003 og gekk það eftir. Sé einungis miðað við tímabilið frá árinu 2003 verður meðalfrávík frá markmiðinu einungis 0,4% og staðalfrávík frávíka 0,9%.

verðbólgu innan þeirra marka. Í öðrum löndum, eins og hér á landi, skilgreina þolmörkin einungis stærð frávika sem telja má eðlileg miðað við undirliggjandi sveiflur í verðbólgu og er þá verðbólga utan þolmarka talin kalla á sérstaka skýringu frá seðlabankanum. Í þessum löndum hefur þó yfirleitt verið lögð áhersla á að þolmörkin hafi ekkert eiginlegt hlutverk við ákvarðanir í peningamálum, þar sem ávallt sé miðað við hið tölulega punktmarkmið við ákvarðanir og að eðlilegt geti verið að verðbólga fari stundum út fyrir þolmörkin.

Þriðji dálkur töflunnar sýnir hversu oft verðbólga hefur verið utan þolmarka á hverjum tíma í löndunum 21. Þar kemur t.d. í ljós að verðbólga hefur aldrei farið út fyrir þolmörkin í Bretlandi og Taílandi en hefur verið utan þeirra í rúmlega 80% tilvika á Filippseyjum, Ísrael og Tékklandi. Hér á landi hefur verðbólga verið utan þolmarka í þriðjung tilvika, sem er í samræmi við reynslu annarra iðnríkja, en þó ber að hafa í huga að þolmörkin hér eru heldur víðari en almennt í iðnríkjum (3% hér en yfirleitt 2% í öðrum iðnríkjum; sjá Þórarinn G. Pétursson, 2004). Miðað við staðalfrávik frávika og að því gefnu að frávikin séu normaldreifð hefði mátt búast við því að verðbólga hér á landi hefði verið utan þolmarka í 45% tilvika.<sup>4</sup> Tíðni frávika hefur því verið heldur minni en gera hefði mátt ráð fyrir miðað við normaldreifð frávik.

Eins og sjá má í fjórða dálki töflunnar hefur tölugildi frávika frá þolmörkum verið stærst að meðaltali í Brasilíu og Suður-Afríku. Hér á landi hafa frávikin verið um 1,7% að meðaltali sem er töluvert hærra en í öðrum iðnríkjum, þrátt fyrir nokkru víðari þolmörk en almennt gerist og helgast það af mikilli verðbólgu á fyrsta ári verðbólgu markmiðsins, eins og fyrr var getið.<sup>5</sup>

Að lokum sýnir taflan meðalfjölda ársfjórðunga sem verðbólgan hefur verið utan þolmarka. Lengst hefur verðbólgan verið utan þolmarka í Noregi, sl. tæplega þrjú ár. Að meðaltali hefur verðbólga verið utan þolmarka í þrjá ársfjórðunga hér á landi sem er heldur styttri tími en að meðaltali í öðrum iðnríkjum. Almennt séð virðast hins vegar frávik vera tiltölulega skammvinn miðað við tafir í miðlun peningastefnunnar, sem yfirleitt eru taldar vera um tvö ár. Það bendir aftur til þess að seðlabankar bregðist við fyrirsjáanlegum rofum þolmarka nokkru áður en að þeim kemur.

### Niðurstaða

Niðurstaða þessa samanburðar er sú að frávik frá verðbólgu markmiði hafa verið stærri hér á landi en í öðrum iðnríkjum enda hagsveiflur meiri. Stærstan hluta þessara frávika má hins vegar rekja til verðbólgu-tímabilsins í kjölfar þess að bankinn hvarf frá fastgengisstefnu árið 2001 og því líklegt að staðalfrávik frávika sé meira en gera má ráð fyrir í framtíðinni. Tíðni verðbólgu utan þolmarka er hins vegar í ágætu samræmi við reynslu annarra iðnríkja og það sem búast mætti við miðað við undirliggjandi sveiflur í verðbólgu á tímabilinu. Tímabil verðbólgu utan þolmarka hafa einnig verið tiltölulega stutt hér á landi.

4. Vídd þolmarkanna fer úr 5% árið 2001 í 3,5% árið 2002 og í núverandi 3% vídd frá árinu 2003. Miðað við 2,3% staðalfrávik frávika frá verðbólgu markmiðinu ættu þolmörkin að meðaltali að innihalda um 55% líkindadreifingar verðbólgunnar á öllu tímabilinu, þ.e. í 45% tilvika ætti verðbólga að vera utan þeirra miðað við normaldreifð frávik.

5. Miðað við tímabilið frá árinu 2003 er tölugildi frávika frá þolmörkum 0,4%.

Frávik frá verðbólguþéttum virðast samkvæmt ofangreindu almennt nokkuð algeng og stundum nokkuð stór og langvarandi. Það virðist þó ekki hafa valdið varanlegum skaða fyrir trúverðuleika stefnunnar enda hefur enginn seðlabanki horfið frá verðbólguþéttum vegna óánægju með reynsluna af henni.<sup>6</sup>

#### *Heimildir*

Þórarinn G. Pétursson (2004), „Verðbólguþéttum víða um heim“, *Peningamál*, 2004/1, 57-85.

Þórarinn G. Pétursson (2005), „Inflation targeting and its effects on macroeconomic performance“, *SUERF Studies*. Væntanleg.

---

6. Þó verður að minnast þess að full vitneskja um hve mikil ofpenslan var á árinu 2000 lá ekki fyrir fyrir en nokkuð var liðið á árið 2001.

## Viðauki 2

# Gengisvísitölur: Hvað mæla þær?

## Breytt umhverfi – ný sjónarmið

### Endurskoðun aðferða við útreikning gengisvísitalna í Seðlabankanum

Lausleg athugun á útreikningi gengisvísitalna í nokkrum nálægum löndum sýnir að aðferðafræðin við gerð slíkra vísitalna hefur tekið nokkrum breytingum á undanförunum árum. Upptaka evrunnar og flot vaxandi fjölda gjaldmiðla heims virðist ýmist hafa dregið úr áherslu á slíkar vísitölur (vogir þeirra jafnvel ekki verið uppfærðar) eða leitt til breytinga á aðferðafræðinni. Aukin áhersla virðist t.d. lögð á að vísitölurnar séu sem víðastar, þ.e. innihaldi fleiri frekar en færri gjaldmiðla. Breytingar á umgjörð peningastefnunnar hér á landi fyrir nokkrum árum gefa einnig tilefni til þess að endurskoða aðferðir við útreikning gengisvísitölu krónunnar.

Aðferðir við að ákveða vægi landa í gjaldmiðlakörfum eru nokkuð mismunandi eftir löndum. Í sumum löndum er eingöngu miðað við vöruviðskipti. Upplýsingar um landaskiptingu þjónustuviðskipta eru almennt taldar síður áreiðanlegar en upplýsingar um vöruviðskipti og því hafa sumir talið vænlegast að gefa sér að þau skiptist líkt og vöruviðskiptin. Annars staðar eru þjónustuviðskipti tekin með að fullu og í enn öðrum löndum er einungis tekið tillit til landaskiptingar tekna af ferðamönnum.

Gagngerar breytingar urðu á framkvæmd peningastefnunnar á Íslandi árið 2001, þegar horfið var frá fastgengisstefnu og verðbólgu-markmið tekið upp ásamt fljótandi gengi. Þegar vægi gjaldmiðla í hinni opinberu gengisvísitölu á tímum fastgengisstefnunnar var ákveðið réð þörf peningastefnunnar fyrir kjölfestu í formi fastrar gengisviðmiðunar að nokkru leyti ferðinni. Gjaldmiðlakarfan þurfti því að vera samsett af gjaldmiðlum með stöðugt innra virði, þ.e.a.s. gjaldmiðlum landa með litla verðbólgu. Þetta sjónarmið var sérstaklega áberandi á árunum 1990 til 1995 þegar hlutdeild landa með litla verðbólgu var aukin. Árið 1995 var að nokkru leyti dregið í land þegar tekin var upp víðari gengisvísitala. Það hafði að vísu ekki mikil áhrif í reynd, enda fór verðbólga almennt minnkandi víða um heim. Sú stefna að tengja krónuna við körfu „harðra gjaldmiðla“ varð þó aldrei jafn hrein hér á landi og í ýmsum nágrannalöndum sem tóku upp tengingu við ECU, sem líta mátti á sem óbeina tengingu við þýska markið. Aldrei var fyllilega sagt skilið við þá stefnu að gengið gæti verið mikilvægt aðlögunartæki þegar landið yrði fyrir ytri áföllum, ekki síður en kjölfesta peningastefnunnar, og því var talið mikilvægt að gengisvísitalan endurspeglaði einnig vel breytingar á samkeppnisstöðu atvinnuveganna.

Eftir að krónan fór á flot árið 2001 hefur þörfin fyrir viðmiðun við körfu harðra gjaldmiðla minnkað verulega. Enn er þó gagnlegt að reikna gengisvísitölur í tvennum tilgangi: til að fylgjast með þróun samkeppnisstöðu og áhrifum gengisbreytinga á innlent verðlag. Sérstak-

lega hlýtur hið síðarnefnda að vera mikilvægt eftir að verðbólgu- markmið varð kjölfesta peningastefnunnar. Í reynd kann að vera gagnlegt að reikna mismunandi vísitölur til að þjóna mismunandi markmiðum greiningar, eins og reyndar hefur verið gert. Hin opinbera gengisvísitala Seðlabankans byggist á blandaðri aðferðafræði. Markmið þessarar aðferðafræði eru fremur óskýr. Til greina kemur að hætta birtingu þessarar vísitölu, en taka upp í hennar stað, eða a.m.k. birta samhliða, fleiri vísitölur sem byggjast á skýrari markmiðum.

Eitt af því sem orkar tvímælis í núverandi gengisvísitölu er með hvaða hætti tekið er tillit til þjónustuviðskipta landsins. Þar ráða allt önnur sjónarmið en hvað áhrærir vöruviðskiptin. Í vöruviðskiptavoginni er vægi gjaldmiðla reiknað út frá hlutdeild landa sem útflutningurinn fer til og upprunalanda innflutnings. Vogir þjónustuviðskipta ráðast hins vegar að miklu leyti af gjaldmiðli viðskipta, sem getur verið annar en uppruna- eða útflutningsland viðskiptanna. Þetta hefur aukið vægi gjaldmiðla stóru landanna í gjaldmiðlakörfunni sem oft eru notaðir sem viðskiptagjaldmiðlar í innbyrðis viðskiptum smærri landa. Að þeir séu notaðir í slíkum viðskiptum hefur ekki endilega áhrif á samkeppnisstöðu lands til lengri tíma litið. Almennt leikur verulegur vafi á áreiðanleika upplýsinga um landaskiptingu þjónustuviðskipta við útlönd. Því hafa ýmis lönd ekki tekið tillit til þeirra og önnur aðeins að hluta. Þau lönd sem taka tillit til þjónustuviðskipta nota aðrar aðferðir til að ákveða vægi einstakra landa en hér er gert, þ.e.a.s. beinar kannanir á landaskiptingu þjónustuviðskipta (eftir útflutnings- og upprunalöndum) en ekki upplýsingar úr gjaldeyrisviðskiptakerfum.

Áður en ákvörðun er tekin um aðferðir við að meta vægi gjaldmiðla í gjaldmiðlakörfum sem notaðar eru við útreikning á nýjum vísitölum fyrir krónuna er rétt að setja þeim skýr markmið. Tilgangur hinna nýju vísitalna yrði þríþættur:

1. Að vera mælikvarði á breytingar á samkeppnisstöðu til skamms tíma litið (og til lengri tíma þegar þær eru notaðar til að meta raungengi).
2. Að vera mælikvarði á verðlagsáhrif gengisbreytinga.
3. Að vera mælikvarði á stöðu krónunnar miðað við körfu sterkra gjaldmiðla heims.

Til að þjóna fyrstu tveimur markmiðunum er heppilegt að vísitölurnar séu sem víðastar. Ástæðan er sú að land með tiltölulega litla markaðshlutdeild getur haft umtalsverð áhrif á samkeppnisstöðu ef gengissveiflurnar eru stórar. Þannig gæti t.d. umtalsverð hækkun á gengi kínverska júansins (renminbi) haft veruleg áhrif á innlent verðlag (ýmsir telja að jafnvægisgengi hans sé 20-30% hærra en það hefur verið nýlega), þótt vægi hans í utanríkisviðskiptum Íslands sé ekki mjög mikið. Þar sem ekki þarf að taka tillit til þess að innra virði viðkomandi gjaldmiðils sé stöðugt er eðlilegast að hafa fasta reglu um það hversu mikil viðskiptin við land þurfa að vera til þess að það sé tekið inn í vísitölurnar. Nauðsynlegt skilyrði er auðvitað að gengi viðkomandi gjaldmiðils sé skráð með reglubundnum hætti og að ekki sé um fjölgengiskerfi að ræða.

Seðlabankinn hefur nú reiknað tvær nýjar vísitölur með eftirfarandi hætti:

1. Inn í svokallaða „þrengri“ vísitölu hafa verið tekin öll lönd sem eiga viðskipti við Ísland sem nema meira en 1% af heildarvöruviðskiptum. „Víðari“ vísitalan nær til allra landa sem eiga viðskipti við Ísland sem nema meira en 0,5% af heildarvöruviðskiptum.
2. Vöruviðskipti við þau lönd sem eru ekki í körfunni eru ekki tekin með í útreikninginn, þ.e.a.s. fá vægið núll. Aðferðin sem beitt hefur verið við að dreifa viðskiptunum á stóru gjaldmiðlana, þ.e.a.s. eftir skiptingu SDR eða með öðrum hætti, jók vægi stóru „hörðu“ gjaldmiðlanna, en slíkt er ástæðulaust í gengisvísitölu sem ekki þjónar því hlutverki að vera akkeri fyrir fastgengisstefnu.
3. Til þess að forðast þann vanda að þurfa að bæta oft gjaldmiðlum í eða fella þá úr vísitölnunni vegna árssveiflu í viðskiptum er inntaka og brottfall miðað við þriggja ára meðaltal vöruviðskipta.
4. Ekki er tekið tillit til þriðjulandaáhrifa í þessum vísitölum. Slíkt væri að vísu æskilegt, en slíkur útreikningur er tæknilega erfiður og matskenndur. Ávinningurinn er ekki talinn nægilega mikill til þess að réttlætjanlegt sé að leggja út í reglulega uppfærslu slíkrar vogar.

Við útreikning á samsetningu nýju vísitalnanna miðað við 0,5% af þriggja ára meðaltali vöruviðskipta sem inntökuskilyrði annars vegar og 1% hins vegar koma nokkur lönd til viðbótar inn í vísitölnar sem eru ekki í opinberu vísitölnunni. Vísitölnar hafa verið reiknaðar aftur til ársins 1995. Helsti munur á nýju þrengri vísitölnunni (1%) og núverandi gengisvísitölu er að á árinu 1995 bætast Rússland, Ástralía og Taívan við. Kína bætist við vísitöluna árið 1999 og Eistland árið 2002. Þessi lönd haldast þó ekki inni allan tímann því að Taívan fellur aftur út árið 1999, Kanada árið 2003 og Ástralía árið 2004. Í víðari vísitölnunni bætast 14 lönd við á ýmsum tímum og fjöldi gjaldmiðla í vísitölnunni fyrir árið 2005 verður 19 í stað 9 í núverandi gengisvísitölu.

Þar sem tilgangur nýju vísitalnanna er að mæla samkeppnisstöðu Íslands gagnvart helstu viðskiptalöndum er æskilegt að taka tillit til þjónustuviðskipta að því marki sem sæmilega áreiðanlegar upplýsingar um samsetningu þeirra liggja fyrir. Settar hafa verið fram kenningar um að skipting vöruviðskipta sé sambærileg við skiptingu þjónustuviðskipta að ferðamannaíðnaðinum undanskildum. Í ljósi þess að skipting þjónustuviðskipta í núverandi gengisvog sker sig verulega úr skiptingu vöruviðskipta og þjónustuviðskipta í öðrum löndum er ástæða til að ætla að þær upplýsingar sem fengnar eru úr gjaldeyrisviðskiptakerfinu gefi ekki rétta mynd af raunverulegri landaskiptingu þessara viðskipta. Því er ekki æskilegt að byggja á þeim. Upplýsingar um uppruna erlendra ferðamanna og ákvörðunarstaði innlendra ferðamanna liggja hins vegar fyrir og mætti taka tillit til þeirra.

#### **Gengispróunin miðað við nýjar gengisvísitölur**

Ekki er ýkja mikill munur á þróun þrengri og víðari vísitölnnar á undanförunum tíu árum þó að töluvert fleiri gjaldmiðlar séu í þeirri síðar-



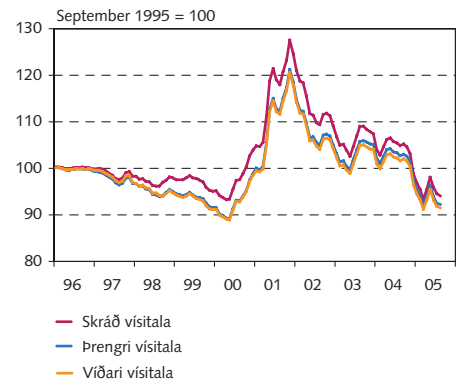
nefndu. Ástæðan er sú að þeir gjaldmiðlar sem bætast við í víðari vísitöluna mynda enn mjög lítinn hluta heildarviðskiptanna. Til lengri tíma litið má gera ráð fyrir að munur þessara vísitalna aukist. Eins og sést á mynd 1 hefur munurinn verið að aukast undanfarin tvö til þrjú ár á sama tíma og gjaldmiðlum í víðu vísitölunni hefur fjölgað og þar með hefur vægi stóru gjaldmiðlanna minnkað. Aftur á móti er greinilegur munur á nýju vísitölunum og þeirri sem nú er skráð. Það má skýra með því að vægi Bandaríkjadals í opinberu vísitölunni er mun meira en í hinum nýju. Þegar mestur munur verður á nýju vísitölunum og þeirri gömlu á sér yfirleitt stað töluverð styrking Bandaríkjadals. Á tímabilum þegar gengi dalsins hefur lækkað hefur styrking krónunnar orðið meiri samkvæmt opinberu vísitölunni og hún nálgast aftur nýju vísitölurnar.

Til álita kemur að reikna fleiri vísitölur. Að ekki sé tekið tillit til þjónustuviðskipta er galli í ljósi þess að vægi þjónustu í viðskiptum hefur aukist á undanförunum áratugum. Því er æskilegt að tillit sé tekið til þeirra að einhverju marki. Sæmilega traustar vísendingar má fá um landaskiptingu ferðamanna. Því er gagnlegt að reikna einnig vísitölur þar sem tekið er tillit til áætlaðrar landaskiptingar tekna og gjalda af ferðamennsku. Verði upplýsingum um þjónustuviðskipti safnað með könnunum í framtíðinni, líkt og gert er í mörgum löndum, kunna að skapast skilyrði til að taka tillit til þeirra að fullu.

Til hliðsjónar kann einnig að vera heppilegt að reikna vísitölu sem sýnir gengi krónunnar gagnvart nokkrum helstu gjaldmiðlum heims. Þessi vísitala yrði þrengri en bæði núverandi vísitala og hinar nýju vísitölur. Tilgangur með þeirri vísitölu væri einkum að bregða upp mynd af stöðu krónunnar í langtímasamhengi gagnvart gjaldmiðlum sem unnið hafa sér sess sem forðagjaldmiðlar og einkennast af lítilli verðbólgu og mjög virkum gjaldeyrismörkuðum.

Mynd 1

Samanburður á skráðri gengisvísitölu og nýjum vísitölum janúar 1996 - ágúst 2005<sup>1</sup>



1. Skráðu vísitölunni hefur verið gefið grunntímabilið september 1995 = 100.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.



### Viðburðaríkt sumar

Seðlabankinn hækkaði stýrivexti um 0,5 prósentur snemma í júní. Í kjölfarið hækkuðu vextir á millibankamarkaði fyrir lán í krónum og gengið styrktist. Gengissveiflur urðu þegar erlendir aðilar hófu að gefa út skuldabréf í íslenskum krónum. Ný gengisskráningargöng var tekin upp í júlíbyrjun. Einkavæðing Símans fór fram í sumar og gekk greiðlega fyrir sig. Ríkissjóður nýttir erlendan hluta greiðslunnar fyrir Símann til að greiða niður erlendar skuldir og áformar að nýta hluta af innlendra greiðslu til aukinna gjaldeyriskaupa til að greiða enn frekar niður erlend lán. Lausafjárstaða ríkissjóðs hefur verið mjög rúm á undanförunum mánuðum. Stöðugt er unnið að þróun stórgreiðslukerfis Seðlabankans og urðu tímamótabreytingar í september. Verðbréfamarkaðurinn hefur blómstrað.

#### Stýrivaxtahækkun

Seðlabanki Íslands tilkynnti hækkun stýrivaxta um 0,5 prósentur 3. júní 2005. Um var að ræða níundu hækkunina á rúmlega ári en samtals hefur bankinn hækkað stýrivexti um 4,2 prósentur frá 11. maí 2004. Frá því að Seðlabankinn hóf núverandi hækkunarferli vaxta hefur munur daglánavaxta og viðskiptareikningsvaxta bankans verið minnkaður markvisst úr 4,9 prósentum í 3 prósentur og er það liður í þeirri viðleitni bankans að auka áhrif vaxtastefnu sinnar. Þrengra vaxtabil leiðir til þess að vaxtasveiflur á millibankamarkaði fyrir lán í krónum verða minni og stýrivextir bankans þ.a.l. áhrifameiri. Samhliða vaxtabreytingunni í byrjun júní var ákveðið að bjóða innstæðubréf með sama hætti og endurhverf viðskipti, þ.e. á tiltekinni ávöxtunarkröfu en að ótakmarkaðri fjárhæð. Ávöxtun innstæðubréfa var ákveðin 0,15 prósentum lægri en ávöxtun í endurhverfum viðskiptum. Endurhverf viðskipti Seðlabankans og sala innstæðubréfa í reglulegum uppboðum fer fram vikulega og er samningstíminn ein vika.

#### Gengisstyrking

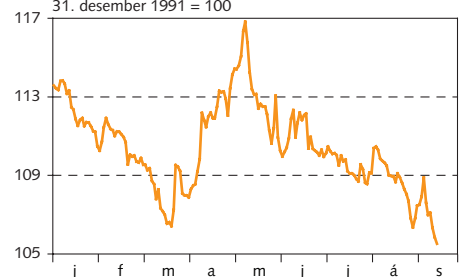
Í byrjun maí tilkynnti Seðlabankinn um sérstök kaup á gjaldeyri vegna áforma ríkissjóðs um að greiða niður meira af erlendum lánum en áður hafði verið fyrirhugað. Rúm lausafjárstaða ríkissjóðs réð því m.a. að ákveðið var að ráðast í þessa framkvæmd. Kaupin fóru fram í nokkrum áföngum og keypti Seðlabankinn alls 100 milljónir Bandaríkjadala á millibankamarkaði. Hinn 12. maí var birt vísitala neysluverðs. Breyting hennar virtist koma á óvart og veiktist gengi krónunnar um 1,4% þann dag. Vísitala gengisskráningar var skráð 116,81 13. maí. Eftir það tók gengi krónunnar að styrkjast og 1. júní var vísitalan skráð 110,63. Í júní flókti vísitalan á bilinu frá 110 til 113 en júlí markaðist af hægri en nokkuð jafnri styrkingu. Viðskipti voru þó lítil um skeið. Styrkingin frá júlí gekk síðan til baka á nokkrum dögum í ágústbyrjun en svo styrktist krónan aftur. Í lok ágúst og byrjun september hófu erlendir aðilar að gefa út skuldabréf í íslenskum krónum eins og lýst er í rammagrein 1. Það leiddi til nokkurs innflæðis gjaldeyris, krónan

Mynd 1

#### Vísitala gengisskráningar

Daglegar tölur 4. janúar - 19. september 2005

31. desember 1991 = 100



Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Upplýsingar í greininni miðast við 19. september 2005.

## Rammagrein 1

### Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum

68

PENINGAMÁL 2005 • 3

Í lok ágúst og byrjun september bárust af því fréttir að nokkrir erlendir aðilar, þ.m.t. ríkissjóður Austurríkis, hefðu gefið út skuldabréf í íslenskum krónum. Skuldabréfin bera háa vexti á erlendan mælikvarða en eru rétt undir íslenskum skuldabréfavöxtum. Skuldabréfin hafa verið gefin út til 12, 18, 24 eða 36 mánaða.

Hér fyrir neðan er leitast við að útskýra ferlið og ávinning útgefendanna af slíkri útgáfu. Erlendur útgefandi gefur út skuldabréf í krónum á vöxtum sem eru aðeins undir vöxtum hér á landi. Þessi bréf eru seld aðilum sem girnast háa vexti og eru tilbúnir til að taka gengisáhættu. Útgefandinn fær íslenskar krónur fyrir skuldabréfin og gerir síðan skiptasamning við umsjónarbanka útboðsins. Með skiptasamningnum eyðir hann gengis- og vaxtaáhættu sinni af íslensku krónunni. Eftir sem áður þarf útgefandi að greiða vexti í þeirri mynt sem hann skiptir í, t.d. Bandaríkjadöllum eða evrum. Umsjónarbankinn hefur síðan samband við íslenskan banka og gerir sams konar skiptasamning við hann og eyðir þar með áhættu sinni algjörlega. Íslenski bankinn verðleggur skiptasamninginn með tilliti til þess hvað varnir kosta, þ.e. hvað það kostar að kaupa íslensk skuldabréf á innlenda skuldabréfamarkaðinum, t.d. ríkisbréf á gjalddaga 2007 eða vexti af láni á millibankamarkaði með krónum. Mögulega getur íslenskur banki notað skuldabréf sem hann á í eigin safni til varna og þarf þá ekki að fara inn á innlendan verðbréfamarkað. Hugsanlegt er einnig að erlendir milligöngubanki verji sig beint með því að fara sjálfur inn á markaðinn hér á landi og kaupi íslensk skuldabréf.

Ávinningur útgefanda er að hann getur selt hávaxtabréf á lágvaxtatímum, hann tekur þó hvorki gengis- né vaxtaáhættu af íslensku krónunni. Þegar síðan kemur að gjalddaga gengur skiptasamningurinn til baka, hann fær krónur ásamt vaxtamun og notar til að greiða kaupanda skuldabréfsins.

Kaupandi skuldabréfsins fær háa vexti en tekur gengisáhættu. Hann þarf að kaupa krónur og afhenda seljanda skuldabréfsins á kaupdegi en á gjalddaga fær hann krónur sem hann þarf að selja. Þessi kaup fara fram á íslenskum gjaldeyrismarkaði og hafa þannig gengisáhrif. Það er lítil skynsemi í því fyrir kaupandann að verja sig gengisáhættunni, því að þá tapast ávinningurinn af háu vöxtunum. Hugsanlegt er ef gengisbreytingar íslensku krónunnar verða eiganda skuldabréfsins mjög óhagstæðar að hann taki sig til og selji krónur framvirkt og losi sig úr áhættunni en þá þarf hann að sætta sig við tapið og vaxtamuninn og hugsanlegan ávinning ef gengisþróun snýst við.

Gengi íslensku krónunnar styrkist þegar viðskiptin eiga sér stað í upphafi, þ.e. þegar kaupandi skuldabréfanna aflar sér króna til að greiða fyrir skuldabréfin. Þetta snýst síðan við á gjalddaga skuldabréfsins. Vegna varna eykst eftirspurn á íslenskum verðbréfamarkaði og ávöxtun lækkar. Smæð íslenska verðbréfamarkaðarins takmarkar tækifæri til varna og dregur það smátt og smátt úr ávinningnum af framhaldi viðskipta af þessu tagi.

styrktist og hinn 19. september var vísitalan skráð 105,52. Vísitala gengisskráningar er sýnd á mynd 1.

#### Vaxtasveiflur

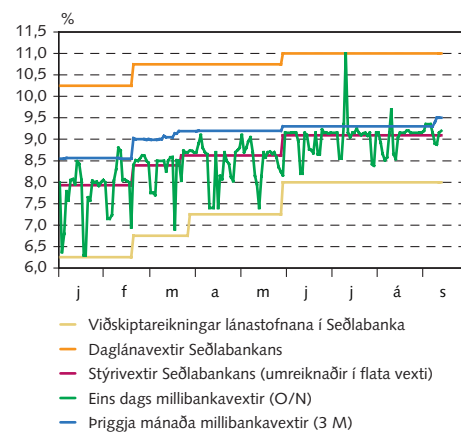
Stystu vextir á millibankamarkaði fyrir lán í krónum hafa ávallt sveiflast tiltölulega mikið hér á landi. Stórar sveiflur tengjast oftast lokum bindiskyldutímabils þegar bankar hafa stillt af stöðu sína og verja hana með því að hækka vexti til að forðast viðurlög. Minni sveiflur verða

t.d. þegar bankar misreikna lausafé í umferð, ellegar þegar óvæntir atburðir verða. Óvæntir atburðir tengjast oftast með einhverjum hætti aðgerðum eða viðskiptum Seðlabankans eða ríkissjóðs og hafa áhrif á allt kerfið en hitt er líka mögulegt að ófullkomin miðlun fjár á milli lánastofnana eigi þar hlut að máli. Vextir til lengri tíma, t.d. viku og þriggja mánaða, hafa verið ótrúlega stöðugir, sem bendir til þess að millibankaviðskipti í þessum tímallengdum séu tillölulega sjaldgæf og lítið reyni á þessa vexti. Þátttakendur á millibankamarkaði með lán í krónum eru skuldbundnir til að gefa leiðbeinandi verðtilboð í þær tímallengdir og því hljóta þeir að gera tilboðin í fullri alvöru. Þar að auki eru vextir til lengri tíma einnig viðmið í gjaldeyrisþingamningum en það styður einnig við áreiðanleika þeirra. Munurinn á vöxtum til lengri tíma og skemmri getur gefið vísbendingar um hvaða vaxtaþróun fjárfestar búast við. Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í krónum hafði þau áhrif að vextir á millibankamarkaði til eins árs lækkuðu aðeins, sem túlka mætti á þann veg að markaðurinn búist við að Seðlabankinn hækki vexti sína ekki eins mikið fyrir vikið. Allt eins gæti verið að eigandi króna í kjölfar þessara viðskipta hafi varið sig með því að lána þær á markaði til árs og aukið þar með framboð í þeirri tímallengd og í kjölfarið lækki vextir vegna þess að mótaðilar hafa ekki áhuga á krónum til svo langs tíma. Vextir í nokkrum tímallengdum lána á millibankamarkaði og helstu vextir Seðlabankans eru sýndir á mynd 2 (stýrivextir Seðlabankans hafa verið umreiknaðir úr ávöxtun í flata vexti til að þeir verði sambærilegir við aðra vexti á myndinni).

Mynd 2

Ávöxtun á krónumarkaði og vextir Seðlabankans

Daglegar tölur 4. janúar - 19. september 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Ný gengisskráningarvog

Hinn 11. júlí tók gildi ný gengisskráningarvog. Hún sýnir vægi einstakra gjaldmiðla í vísitölu gengisskráningar. Vogin er endurskoðuð einu sinni á ári og er tekið mið af viðskiptum Íslands við útlönd á liðnu ári. Breytingar nú voru fremur litlar ef frá er talin tilfærsla frá evru í Bandaríkjadal um u.þ.b. 1,2 prósentur. Gengisskráningarvog er sýnd í töflu 1.

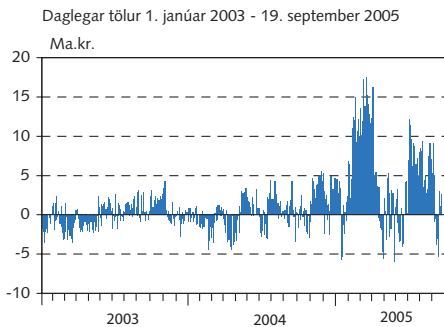
Tafla 1 Ný gengisskráningarvog

| Mynt               | Ný vog (%) | Breyting (prósentur) |
|--------------------|------------|----------------------|
| Bandaríkjadalur    | 23,03      | 1,19                 |
| Breskt pund        | 12,10      | 0,21                 |
| Kanadadalur        | 1,10       | 0,04                 |
| Dönsk króna        | 8,13       | -0,28                |
| Norsk króna        | 6,04       | 0,13                 |
| Sænsk króna        | 3,87       | 0,19                 |
| Svissneskur franki | 1,21       | -0,18                |
| Evra               | 41,14      | -1,23                |
| Japanskt jen       | 3,38       | -0,07                |

### Meiri sveiflur í gjaldeyrisjöfnuði

Reglur um gjaldeyrisjöfnuð kveða á um hve mikill munur má vera á erlendum eignum og skuldum banka. Ef bankar eiga meira í gjaldeyri en þeir skulda (eiga gnótt af gjaldeyri) er jöfnuðurinn jákvæður en neikvæður ef þeir skulda meira en þeir eiga. Reglur Seðlabankans um gjaldeyrisjöfnuð kveða svo á að misvægi verði aldrei meira en 30% af eigin fé bankanna. Síðan eru sérákvæði um að misvægi í einstökum myntum verði ekki meira en 15% en þó er heimilt að fara í 20% í

Mynd 3  
Gjaldeyrisjöfnuður banka



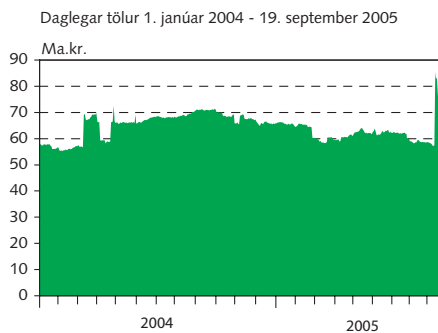
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Bandaríkjadala og evru. Í reglunum eru fyrirmæli um hvernig reikna skal út gjaldeyrisjöfnuð og er tekið tillit til nústöðu og framtíðarstöðu þegar sá útreikningur er gerður. Bankarnir hafa síðan sett sér strangari innanhússreglur. Í nokkurn tíma voru gjaldeyriseignir og skuldir bankanna nokkurn veginn í jafnvægi. Nokkur atferlisbreyting hefur orðið á þessu ári eins og mynd 3 sýnir. Bankarnir hafa leyft sér í auknum mæli að eiga gnótt af gjaldeyri og þá jafnvel í alllangan tíma en vel innan marka framangreindra reglna. Að hluta til skýrist þetta af því hversu mjög íslenskir bankar hafa vaxið á síðustu árum og þar með af hækkingu eigin fjár en að hluta til virðast bankarnir vera farnir að jafna út sveiflur í gengi krónunnar með því að taka sjálfir meiri áhættu.

### Gjaldeyrisforðinn og lánahreyfingar ríkissjóðs

Gjaldeyrisforði Seðlabankans hefur sveiflast nokkuð á árinu vegna lánahreyfinga ríkissjóðs og gengisáhrifa. Um síðustu áramót hætti Seðlabankinn að kaupa gjaldeyri til að styrkja gjaldeyrisforðann en keyptur hefur verið gjaldeyri vegna þarfa ríkissjóðs. Gjald dagar lána ríkissjóðs eru nokkrir á ári og því lækkar gjaldeyrisforðinn við og við en byggist síðan upp þegar keypt er. Styrking gengis rýrir verðmæti forðans, mælt í íslenskum krónum, en virði hans í erlendum gjaldmiðli er að mestu óbreytt en þó koma fram áhrif innbyrðis gengisbreytinga milli þeirra erlendu gjaldmiðla sem forðinn er mældur í. Sá gjaldeyrisforði sem ríkissjóði hlotnaðist við einkavæðingu Símans hf. kom ekki nema að litlum hluta inn í gjaldeyrisforðann því að búið var að gera ráðstafanir til að greiða upp erlend lán fyrir meginhluta þess fjár. Rúm lausafjárstaða ríkissjóðs í íslenskum krónum, m.a. vegna einkavæðingar Símans og meiri tekna en við hafði verið búist, leiddi til þess að fjármálaráðherra ákvað að greiða enn meira niður af erlendum lánum ríkissjóðs en áformað hafði verið. Um er að ræða lán sem falla snemma á næsta ári og var ákveðið að auka kaup á gjaldeyri um 160 milljónir Bandaríkjadala á þessu ári. Í framhaldi af þeirri ákvörðun kaupir Seðlabankinn daglega 2,5 milljónir Bandaríkjadala frá 12. september til loka ársins í stað vikulegra kaupa á 2,5 milljónum Bandaríkjadala frá byrjun ársins. Gjalddeyrisforðinn er sýndur á mynd 4.

Mynd 4  
Gjaldeyrisforði Seðlabankans



Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Endurhverf viðskipti sveifluðust

Endurhverf viðskipti Seðlabankans hafa sveiflast nokkuð á undanförunum mánuðum. Í maí fóru þau lægst í tæplega 16 ma.kr. en stigu skömmu síðar í tæpa 40 ma.kr. Yfir sumarið sveifluðust þau frá 18 ma.kr. upp í 37 ma.kr. og eftir að greiðsla vegna einkavæðingar Símans hafði verið innt af hendi hækkuðu endurhverfu viðskiptin í 62 ma.kr. enda hvarf mikið fé úr hringrás lánakerfisins inn á reikninga Seðlabankans sem varðveitir féð fyrir ríkissjóð uns því verður ráðstafað. Einkavæðing Símans truflaði markaði lítið enda var þannig um hnúta búið að bjóðendur gátu greitt verð í íslenskum krónum, evrum eða Bandaríkjadöllum að eigin vali og þurftu ekki að laga fjármögnunina að fyrirfram ákveðnum kröfum. Há innstæða var á viðskiptareikningum ríkissjóðs í Seðlabankanum í allt sumar, m.a. vegna aukinna tekna ríkissjóðs. Há sjóðsstaða ríkissjóðs dregur úr lausafé í umferð og vinnur þannig með peningastefnu Seðlabankans. Eftir því sem

laust fé hefur minnkað, sem einnig tengist hærri bindiskyldu, hefur vægi innstæðubréfa minnkað. Bindiskylda hefur vaxið um 31% frá áramótum og þurftu bindiskyldar lánastofnanir að leggja inn tæplega 15,7 ma.kr. á reikninga í Seðlabankanum að meðaltali á dag til að uppfylla hana. Í apríl 2004 var samsvarandi fjárhæð um 10,2 ma.kr. Endurhverf viðskipti og innstæðubréf eru sýnd á mynd 5.

### Daglán fáséð og gjaldeyrisskiptasamningum fækkar

Notkun daglána er orðin hverfandi og er hægt að telja á fingrum annarrar handar þau tilvik frá júníbyrjun þar sem Seðlabankinn hefur veitt lánastofnunum daglán. Heildarfjárhæðin þessa mánuði er um fjórðungur þeirra daglána sem veitt voru á sama tíma í fyrra. Þessa breytingu má m.a. rekja til bættrar lausafjárstýringar banka og sameiningar viðskipta- og bindiskyldureikninga lánastofnana í Seðlabankanum. Viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyrisskiptasamninga hafa dregist mikið saman á milli ára. Á tímabilinu frá 1. maí til 9. september áttu sér stað 19 viðskipti að verðmæti u.þ.b. 18 ma.kr. samanborið við 71 viðskipti upp á rúmlega 48 ma.kr. á sama tímabili í fyrra.

### Lásar á stórgreiðslukerfi

Áhersla Seðlabankans á lausafjárstýringu hefur tengst breytingum sem orðið hafa á greiðslukerfum á síðustu árum. Smágreiðslukerfið (svokallað jöfnunarkerfi) og stórgreiðslukerfið voru greind að fyrir nokkru og markvisst hefur verið unnið að því að laga kerfin að alþjóðlega viðurkenndum stöðlum. Fyrir nokkrum misserum voru settar heimildir á stórgreiðslureikninga og eigendur krafðir um tryggingar fyrir þeim. Stöku sinnum hefur lánastofnunum orðið á í messunni og þær farið út fyrir heimildir en því hefur verið kippt í liðinn jafnarðan. Til að auðvelda bönkum umgengni en jafnframt til að auka öryggi kerfisins hefur Seðlabankinn frá áramótum boðið bönkum að hækka heimild innan dags gegn tryggingu og vægu gjaldi. Nokkrum sinnum hafa bankarnir nýtt sér það en oftast hefur rúm staða á reikningum dugað til að mæta þörfum. Stórt skref í þróuninni var stigið 16. september þegar settir voru lásar á stórgreiðslureikninga og þar með verður lánastofnunum ókleift að fara upp fyrir heimildir. Þetta skref var stigið eftir mikla og vandaða yfirferð hjá bönkunum, Reiknistofu bankanna, Verðbréfaskráningu Íslands og Seðlabankanum. Í þeirri yfirferð tókst að lagfæra nokkra hnökra í ferlum sem tengdust umgengni um stórgreiðslureikninga og uppgjör.

### Vaxtamunur og vaxtabreytingar

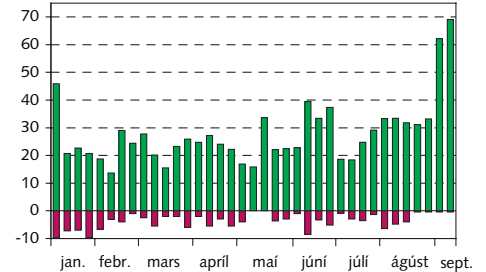
Vaxtamunur á milli Íslands og helstu viðskiptalanda hefur vaxið þegar horft er til þriggja mánaða vaxta ríkisvixla (úr 6,39 prósentum í 6,88 prósentur) en er nánast óbreyttur í 6,42 prósentum á þriggja mánaða lánum á millibankamarkaði á tímabilinu frá 2. maí til 8. september. Vaxtamunur á 5 ára ríkisskuldabréfum lækkaði hins vegar á sama tímabili úr 4,53 í 4,17 prósentur. Seðlabanki Bandaríkjanna hækkaði stýrivexti sína um 0,25 prósentur í byrjun júlí og aftur jafnmikið í byrjun ágúst. Stýrivextirnir eru nú 3,5% og hefur bankinn hækkað stýrivexti sína í reglulegum skrefum í rúmlega ár. Seðlabanki Englands

Mynd 5

Staða endurhverfra viðskipta og innstæðubréfa

Vikulegar tölur 4. janúar - 13. september 2005

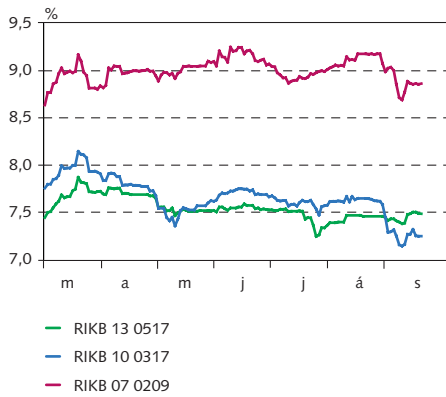
Ma.kr.



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6  
Ávöxtun ríkisbréfa

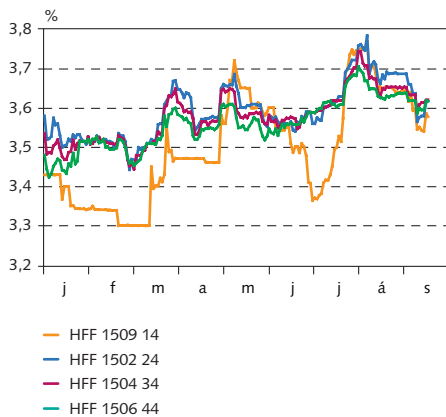
Daglegar tölur 1. mars - 19. september 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7  
Ávöxtun íbúðabréfa

Daglegar tölur 1. janúar - 19. september 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8  
Úrvalsvisitala hlutabréfa

Daglegar tölur 4. janúar - 19. september 2005



Heimild: Kauphöll Íslands.

lækkaði hins vegar stýrivexti sína um 0,25 prósentur hinn 4. ágúst. Seðlabanki Svíþjóðar lækkaði stýrivexti sína um 0,5 prósentur hinn 21. júní og eru stýrivextir þar 1,5%. Seðlabanki Noregs hækkaði hins vegar stýrivexti sína um 0,25 prósentur í byrjun júlí.

Gengi evru gagnvart Bandaríkjadal lækkaði nokkuð frá miðjum maí og til júliloka en þá tók evran að hækka á ný en hafði þó ekki náð fyrri hæðum í byrjun september. Kínverski seðlabankinn tilkynnti seint í júlí að hann hygðist hætta fasttengingu renminbis (yuans) við Bandaríkjadal en þess í stað yrði tekin upp tenging við myntkórðu. Strax fyrsta daginn styrktist renminbið gagnvart Bandaríkjadal um 2,1% en flotinu verður stýrt, þ.e. lokagengi hvers dags verður viðmiðun fyrir gengi næsta dags og má gengið fljóta innan 0,3% marka innan dagsins. Mikill þrýstingur hafði verið á Kínastjórn að hefja þessa aðgerð.

### Skuldabréfaviðskipti voru líflæg

Ávöxtun ríkisbréfa sveiflaðist í tveimur bylgjum á tiltölulega þröngu bili frá miðjum maí til ágústloka eins og sjá má á mynd 6. Lánasýsla ríkisins bauð út bréf í flokki RIKB 10 hinn 20. júlí og var tekið tilboðum fyrir 3 ma.kr. Þegar erlendir aðilar hófu útgáfu skuldabréfa í krónum seint í ágúst jókst ásókn í þessa flokka og lækkaði ávöxtun skemmri flokkanna tveggja allskarpt. Íbúðalánasjóður efndi til lokaðs útboðs hinn 19. maí og voru seld íbúðabréf fyrir 10 ma.kr. í HFF44-flokknum. Annað útboð fór fram 8. júlí og var það opið. Bárust tilboð fyrir 23,5 ma.kr. og var tekið tilboðum fyrir 14 ma.kr. en upphaflega hafði verið lýst áhuga fyrir því að taka tilboðum fyrir 7 ma.kr. Tæplega 12 ma.kr. af þessu útboði voru í HFF14-flokknum. Hann er nú orðinn 38 ma.kr. en nokkuð skortir á að hann hafi náð heppilegri stærð. Í sumar var gerður viðskiptavakasamningur sem m.a. nær til þessa flokks. Ávöxtun íbúðabréfa lækkaði frá maí og fram undir miðjan júní þegar hún fór að stíga á ný. Ávöxtun stysta flokksins skar sig nokkuð úr hinum og lækkaði verulega eins og sjá má á mynd 7. Eftir því sem leið á júlí reis ávöxtunin á þessum flokki og náði hinum flokkunum undir lok júlí og síðan hafa flokkarnir fylgst að og lækkað nokkuð á ný.

### Hlutabréfaverð hækkar stöðugt

Frá áramótum til 9. september hækkaði Úrvalsvisitala Kauphallar Íslands um rúmlega 41% en þróunina má sjá á mynd 8. Hlutabréf Landsbanka Íslands hafa hækkað mest og hefur gengi þeirra rúmlega tvöfaldast. Hlutabréf FL-Group og Nýherja hafa hækkað um u.þ.b. 75% og hlutabréf Bakkavarar og Straums Fjárfestingarbanka um tæplega 62%. Tvö félög voru skráð í Kauphöllinni í sumar, færeyska félagið Atlantic Petroleum og Mosaic Fashions hf. Skráning færeyska félagsins markar ákveðin tímamót í starfsemi Kauphallarinnar þar sem innlendum aðilum gefst nú kostur á að kaupa erlend hlutabréf á heimamarkaði.



# Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram þolmörk<sup>1</sup>

*Seðlabanki Íslands vinnur nú að gerð verðbólgu- og þjóðhagsspáa sem birtar verða í Peningamálum síðar í mánuðinum. Þegar þær liggja fyrir mun bankastjórn meta þörfina fyrir frekara aðhald í peningamálum. Eins og lögin um bankann og yfirlýsingin um verðbólgu markmið áskilja munu ákvarðanir í þeim efnum miða að því að tryggja framgang verðbólgu markmiðsins næstu tvö árin. Þegar er ljóst að frekari aðgerða er þörf til þess að svo verði. Í þeirri viðleitni skiptir aðhald í opinberum fjármálum mjög miklu auk þess sem æskilegt er að framtíðarhlutverk Íbúðalánasjóðs skýrist sem fyrst.*

Samkvæmt lögum nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands er meginmarkmið bankans að stuðla að stöðugu verðlagi. Í yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans frá 27. mars 2001 var bankanum sett verðbólgu markmið, 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 stjórn tækjum sínum til þess að ná verðbólgu markmiðinu. 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 verðbólgu markmiðinu. 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 verðbólgu markmiðinu að nýju. Greinargerðina skal birta opinberlega. Þolmörkin fela ekki í sér aðra formlega kvöð um viðbrögð af hálfu Seðlabankans. Rétt er að áréttta að markmið peningastefnunnar er að halda verðbólgu sem næst 2½% að jafnaði en ekki aðeins innan þolmarka.

Nú í september mældist tólf mánaða hækkun vísitölu neysluverðs 4,8%. Þolmörk verðbólgu markmiðsins voru því rofin í annað sinn á árinu og er það tilefni þessarar greinargerðar. Eftir að verðbólga fór yfir þolmörkin í febrúar sl. gerði Seðlabankinn ríkisstjórninni grein fyrir þróun og horfum í verðlagsmálum í greinargerð dags. 18. febrúar. Þá var fjallað um verðlagsþróunina og horfur í mars- og júníheftum *Peningamála*. Hinn 29. september nk. birtir bankinn næsta hefti *Peningamála* og þar með nýja verðbólgu spá. Vegna þess hve stutt er í þá útgáfu telur bankinn ekki þörf á viðamikilli greinargerð að þessu sinni. Í *Peningamálum* verður m.a. ýtarleg greining á verðlagsþróun undanfarinna mánaða og ástæðum þess að verðbólga fór yfir þolmörk nú.

Í greinargerð Seðlabankans til ríkisstjórnarinnar í febrúar sl. var fjallað um helstu orsakir verðbólgu umfram markmið og öran vöxt innlendrar eftirspurnar, sem rekja mátti til fjárfestingar í áliðnaði og orkuöflun annars vegar og umbreytinga á lánamarkaði hins vegar sem komu flestum í opna skjöldu.<sup>2</sup> Þessar skýringar eiga enn við. Útlán til

1. Send ríkisstjórn Íslands 19. september 2005 og birt á heimasíðu Seðlabankans sama dag.  
2. Greinargerðin var m.a. birt í *Peningamálum* 2005/1 sem gefin voru út í mars sl.

einstaklinga, sem meðal annars eru afleiðing uppstokkunar á íslenska fjármálamarkaðinum, hafa reyndar aukist með vaxandi hraða undanfarna mánuði og íbúðaverð hækkað hraðar en nokkurn tíma áður. Þessi þróun kemur fram í mikilli hækkun húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs, sem á tímabilinu frá maí til ágúst í ár skýrði heildarhækkun vísitölu neysluverðs að mestu leyti. Til samanburðar skýrði húsnæðisliðurinn um helming árshækkunar vísitölnunnar í febrúar sl. Mikil hækkun vísitölnunnar í september var hins vegar að verulegu leyti af öðrum toga, þ.e.a.s. hún stafaði af umtalsverðri hækkun vöruverðs umfram það sem reikna má með á þessum árstíma vegna útsöluloka. Þá hækkaði eldsneytisverð mikið nú auk þess sem verð á þjónustu hækkaði töluvert. Þetta gerðist þrátt fyrir mjög sterkt gengi krónunnar, sem á sumarmánuðum leiddi til umtalsverðrar hjöðnunar vöruverðs, auk þess sem mikil samkeppni lágvöruverðsverslana þrýsti verðlagi tímabundið niður frá því síðla vetrar. Verð varanlegrar neysluvöru, einkum bíla, virðist hins vegar ekki hafa lækkað í samræmi við gengisþróunina. Verð á bensíni og olíu hefur ekki heldur fylgt gengisþróuninni eftir af augljósum ástæðum. Tólf mánaða hækkun kjarnavísitalna, þar sem meðal annars er horft framhjá verðbreytingum bensíns, var þó ekki markvert minni en hækkun neysluverðsvísitölnunnar í heild nú í september. Það skýrist af því að í kjarnavísitölnunum er einnig horft fram hjá öðrum sveiflukenndum liðum en bensíni, þ.e.a.s. búvöru, grænmeti og ávöxtum. Verð þessara liða hefur hækkað minna en vísitalan eða jafnvel lækkað sl. tólf mánuði.

Eins og í febrúar sl. er verðbólga nú fyrst og fremst eftirspurnardröfin, þótt hækkun bensín- og olíuverðs eigi nokkurn hlut að máli, þ.e.a.s. skýri u.þ.b. 0,6% af hækkun vísitölnunnar undanfarna 12 mánuði. Raunar virðist eftirspurnarþrýstingurinn hafa vaxið og birtist sem fyrr skýrast í þeim þáttum vísitölnunnar þar sem erlendar verðsamkeppni gætir minnst, þ.e.a.s. í hækkun á verði húsnæðis og þjónustu. Hátt gengi krónunnar hefur á hinn bóginn haldið verulega aftur af verðbólgu jafnvel þótt gengishækkunin undanfarið ár hafi ekki komið að fullu fram í verðlagi. Þegar gengi krónunnar að endingu veikist á ný munu þessi áhrif ganga til baka, en hugsanlegt er að þegar það gerist muni einnig draga verulega úr verðhækkun húsnæðis eða verð þess jafnvel lækka.

Seðlabankinn birti síðast verðbólguþátt í byrjun júní sl. Hún sýndi verðbólgu yfir markmiði bankans næstu tvö árin. Stýrivextir bankans voru því hækkaðir samhliða útgáfu spárinnar. Jafnframt var gefið til kynna að bankinn þyrfti líklega að halda áfram á sömu braut. Haggögn sem birt hafa verið frá júníbyrjun benda sem fyrr segir til þess að enn frekar hafi bætt í vöxt innlendar eftirspurnar á þessu ári. Ársvöxtur einkaneyslu á öðrum fjórðungi ársins var t.d. 14%. Viðskiptahallinn verður að öllum líkindum meiri en spáð var í júní, íbúðaverð hefur haldið áfram að hækka hröðum skrefum og útlánvöxturinn aukist, bæði til einstaklinga og fyrirtækja. Jafnframt gætir nú aukinnar spennu á vinnumarkaði.

Unnið er að gerð verðbólgu- og þjóðhagsspáa Seðlabankans sem birtar verða í *Peningamálum* síðar í mánuðinum. Þegar þær liggja fyrir mun bankastjórnin meta þörfina fyrir frekari aðhaldsgerðir. Eins og löggin um bankann og yfirlýsingin um verðbólguþáttinn áskilja

munu ákvarðanir í þeim efnum miða að því að tryggja framgang verðbólguþröskuksins næstu tvö árin. Þegar er ljóst að frekari aðgerða er þörf til þess að svo verði. Nauðsynlegt er að hið opinbera leggi sitt af mörkum í þeirri baráttu. Staða ríkisfjármála er nokkuð sterk um þessar mundir en engu að síður er þörf fyrir strangt aðhald á komandi ári. Því meira sem aðhald opinberra fjármála er þeim mun minni byrðar þarf að leggja á peningastefnuna. Um leið verða neikvæð hliðaráhrif aðhaldssamrar peningastefnu minni en ella. Ennfremur er æskilegt að staða Íbúðalánasjóðs skýrist sem fyrst þar eð óhóflega aukningu útlána undanfarið ár má að talsverðu leyti rekja til breytinga á markaði fyrir fasteignaveðlán.



## Gjaldeyrisforði seðlabanka

*Gjaldeyrisforði seðlabanka heimsins hefur vaxið umtalsvert á undanförunum árum. Í þessari grein verður greint frá helstu ástæðum ríkja fyrir forðahaldi. Engin ein ástæða virðist ráðandi fyrir forðahaldi og ekkert eitt viðmið er haft í huga þegar ákveða á æskilega stærð gjaldeyrisforðans. Hér á landi hefur svokölluð þriggja mánaða vöruinnflutningsregla verið höfð til hliðsjónar við ákvörðun á lágmarksstærð forðans, en það viðmið hefur þó ekki verið einhlítt. Þrátt fyrir að gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands hafi stækkað mikið á síðustu þremur árum er hann langt frá því að vera stór í hlutfalli við ýmsar algengar viðmiðunarstærðir.*

### Inngangur

Í handbók um greiðslujöfnuð sem er gefin út af Alþjóðagjaldeyris-  
sjóðnum má finna eftirfarandi skilgreiningu á gjaldeyrisforða:  
„Gjaldeyrisforði samanstendur af erlendum eignum sem eru undir  
stjórn yfirvalda peningamála og teljast aðgengilegar í þeim tilgangi að  
fjármagna beint greiðsluhalla við útlönd eða óbeint með inngrípum á  
gjaldeyrismarkaði til þess að hafa áhrif á gengi gjaldmiðla og/eða til  
annarra þarfa.“ Til gjaldeyrisforða teljast gulleign, erlendur gjaldeyris-  
og aðrar markaðshæfar eignir í erlendri mynt. Í flestum tilfellum eru það  
seðlabankar sem varðveita og ávaxta gjaldeyrisforða og þannig er því  
háttáð hér á landi. Í gjaldeyrisforða ríkja heimsins er Bandaríkjadalur  
langfyrirferðarmestur og skv. ársskýrslu Alþjóðagjaldeyrisjóðsins fyrir  
árið 2004 var hlutfall hans um 66% í lok þess árs.

Flest ríki heims halda gjaldeyrisforða. Ástæður forðahaldsins  
geta þó verið mismunandi og engin ein aðferð er ráðandi við ákvörðun  
viðmiða fyrir stærð gjaldeyrisforða. Í árslok 2004 er talið að seðla-  
bankar hafi átt jafnvirði um 3,8 þúsunda milljarða Bandaríkjadala í  
gjaldeyrisforða og fer sú fjárhæð sífellt hækkandi (Rozanov (2005)).  
Ýmis nýmarkaðsríki í Asíu hafa aukið gjaldeyrisforða sinn gífurlega  
á undanförunum árum og virðist ekkert lát vera á. Meðal iðnríkjanna  
hefur ekki verið um að ræða almenna aukningu þótt á því séu undan-  
tekningar.

Almennt eru ekki fyrir hendi skilgreind markmið hjá ríkjum um  
lágmarks-, hámarks- eða æskilega stærð gjaldeyrisforða. Í megin-  
atriðum hafa þó hugmyndir um stærð forða í gegnum tíðina verið  
af þrennum toga. Fram undir miðja síðustu öld voru ríkjandi þau  
sjónarmið að stærð forða tengdist peningamagni í umferð. Það var  
á þeim tíma þegar gullfótur var við lýði, svipað og nú tíðkast meðal  
ríkja sem búa við myntráð. Um miðja síðustu öld var farið að tengja  
viðmiðanir um stærð gjaldeyrisforða við umfang milliríkjavíðskipta  
og voru slíkar mælingar þróaðar fram á níunda áratuginn. Ráðandi  
sjónarmið var að forðinn dygði til að bregðast við sveiflum í  
viðskiptajöfnuði enda var genginu haldið föstu (Bretton-Woods-

1. Haukur er sérfræðingur á alþjóðasviði Seðlabanka Íslands og lektor við viðskipta- og  
hagfræðideild Háskóla Íslands. Sturla er staðgengill framkvæmdastjóra á alþjóðasviði  
Seðlabanka Íslands. Höfundar vilja þakka Jakobi Gunnarsyni, Jóni Þ. Sigurgeirssyni og  
Þórunni G. Péturssyni fyrir gagnlegar ábendingar. Þær skoðanir sem hér koma fram eru  
höfundanna og þurfa ekki að endurspegla skoðanir Seðlabanka Íslands.

## Rammagrein 1

### Forðahald Seðlabanka Íslands

Í lögum nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands er í 4. og 20. grein fjallað um gjaldeyrisforðann.

„4.gr.

Seðlabanki Íslands skal sinna viðfangsefnum sem samrýmast hlutverki hans sem seðlabanka, svo sem að varðveita gjaldeyrisvarasjóð og að stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslukerfi í landinu og við útlönd.“

„20. gr.

Seðlabanki Íslands varðveitir gjaldeyrisvarasjóð í samræmi við markmið og hlutverk bankans. Bankastjórn setur starfsreglur um varðveislu gjaldeyrisvarasjóðsins sem bankaráð staðfestir, sbr. 28. gr.

Seðlabankanum er heimilt að taka lán til að efla gjaldeyrisvarasjóðinn. Honum er jafnframt heimilt að taka þátt í samstarfi erlendra seðlabanka og alþjóðlegra banka- eða fjármálastofnana um lánveitingar til að efla gjaldeyrisvarasjóð þátttakenda.“

Í lögunum er ekki tiltekið hvert hlutverk gjaldeyrisforðans skal vera. Í frumvarpi því sem varð að lögum um Seðlabankann 2001 sagði í skýringum við 4. gr. að viðfangsefni flestra seðlabanka væri að varðveita gjaldeyrisvarasjóð þjóðar sinnar en hlutverk hans væri m.a. að tryggja fjárhagslegt öryggi þjóðarinnar út á við. Bankastjórn Seðlabankans setur nánari reglur um varðveislu og ávöxtun gjaldeyrisforðans í bankastjórnarsamþykktum auk þess sem þær fjalla um það hver skuli vera lágmarksstærð gjaldeyrisforðans og gjaldmiðlaskipting hans.

kerfið). Eftir að Bretton-Woods-kerfið leið undir lok snemma á áttunda áratugnum og fjármagnsflutningar á milli landa urðu frjálssari var einnig farið að líta á fjármagnshreyfingar á milli landa sem viðmið við æskilega stærð forða og þá einkum meðal nýmarkaðsríkja. Horft var til þess að forði gæti dugað til að mæta fjárhagsskuldbindingum þjóðarbús, t.d. skammtímaskuldum, afborgunum langtímalána og fjármögnun viðskiptahalla næstu 12 mánuði. Slíkar viðmiðanir eru einkum taldar eiga við ríki sem gætu átt á hættu að aðgangur þeirra að erlendu lánsfé lokaðist um lengri tíma, t.d. ef lánardrottinnar og fjárfestar misstu tiltrú á viðkomandi ríkjum. Þessi hugsun spratt upp í kjölfar alvarlegrar fjármálakreppu í nýmarkaðsríkjum á níunda og tíunda áratug liðinnar aldar. Slík viðmið eiga síður við meðal þróaðri ríkja með fljótandi gengi með greiðan aðgang að alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Þrátt fyrir ýmis sjónarmið eru eins og fyrr segir engin einhlít viðmið um ákvörðun á stærð forða.

### Tilgangur ríkja með forðahaldi

Margt hefur verið skrifað um tilgang þess að halda gjaldeyrisforða, (sjá t.d. Archer og Halliday (1998), Nugée (2000), Williams (2003) og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2004)). Segja má að tvö sjónarmið séu ríkjandi, þ.e. annars vegar peningastefnusjónarmið og hins vegar öryggissjónarmið en telja má að þau hafi bæði legið beint og óbeint að baki forðahaldi á Íslandi.

## Peningastefnusjónarmið

Gjaldeyrisforði gegnir mikilvægu hlutverki fyrir ríki með fastgengisstefnu. Seðlabanki sem rekur fastgengisstefnu þarf að eiga viðskipti með heimamýntina á gjaldeyrismarkaði til að jafnvægi verði á milli eftirspurnar og framboðs og gengið haldist fast eða innan vikmarka fastgengisstefnunnar þegar þeim er til að dreifa. Til að stunda þessi viðskipti þarf seðlabankinn að halda gjaldeyrisforða og sé hann nægilega stór styður það trúverðugleika fastgengisstefnunnar. Ríki með flotgengisstefnu ættu að jafnaði að komast af með minni gjaldeyrisforða þar sem ekki þarf inngrip til að verja gengi gjaldmiðilsins.

Þeirri spurningu hefur verið varpað fram hvort lönd með fljótandi gengi þurfi yfir höfuð að halda gjaldeyrisforða út frá peningastefnusjónarmiðum. Það er ekki augljóst en þó má hugsa sér að seðlabanki gæti ákveðið að grípa inn í gjaldeyrismarkaðinn telji hann jafnvægisraungengið verulega frábrugðið markaðsgenginu eða ef stórar og skyndilegar gengissveiflur ógna eðlilegum viðskiptum á markaðinum. Einnig gæti seðlabanki talið æskilegt að grípa inn í gjaldeyrismarkaðinn til að hamla gegn verðbólgu sem stafar af hækkandi innflutningsverði vegna veikingar gjaldmiðils viðkomandi lands. Jafnvel þótt ríki með fljótandi gengi ákveði að grípa alls ekki inn í gjaldeyrismarkað og forðahald sem stýritæki í peningastjórnun sé ónauðsynlegt þá gæti verið æskilegt að halda forða þar sem markaðsaðilar og lánshæfisfyrirtæki líta gjarnan svo á að það auki trúverðugleika peningastefnunnar. Á Norðurlöndunum er ein af ástæðum fyrir forðahaldi talin vera stuðningur við peningastefnu þrátt fyrir að peningastefna þeirra sé ólík. Finnland á aðild að Efnahags- og myntbandalagi Evrópu. Ísland, Noregur og Svíþjóð hafa verðbólguarmið og Danmörk rekur fastgengisstefnu gagnvart evrunni.

Þegar íslenskur fjármálamarkaður tók að þróast og virkur gjaldeyrismarkaður varð til breyttist hlutverk forðans og hann varð stýritæki við stjórn peningamála í samræmi við þáverandi fastgengisstefnu. Það birtist t.d. í því að Seðlabankinn nýtti forðann til inngripa á gjaldeyrismarkaði á árunum 2000 og 2001 í þeim tilgangi að jafna sveiflur á gengi krónunnar og halda henni innan vikmarka fastgengisstefnunnar. Eftir að umgjörð peningastefnunnar var breytt snemma árs 2001 og gengi krónunnar látið ráðast af framboði og eftirspurn á markaði hefur Seðlabankinn fyrst og fremst átt viðskipti á gjaldeyrismarkaði með það fyrir augum að byggja upp trúverðugan gjaldeyrisforða og til þess að geta séð ríkissjóði fyrir gjaldeyri til greiðslu vaxta og afborgana af erlendum lánnum. Í yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og bankans í mars 2001 var raunar tekið fram að bankinn gæti gripið inn í gjaldeyrismarkaðinn teldi hann það nauðsynlegt til þess að stuðla að markmiðinu um verðbólgu eða ef hann teldi að gengissveiflur gætu ógnað fjármálalegum stöðugleika. Þó má segja að eftir að fastgengisstefnan var aflögð og meginmarkmið peningastefnu Seðlabankans varð að halda verðlagi stöðugu hafi þörf bankans fyrir gjaldeyrisforða frá sjónarhóli peningastefnunnar minnkað.

## Öryggissjónarmið

Þjóðríki leitast við að eiga varasjóð til að mæta hugsanlegum áföllum, svo sem óvæntum sveiflum á viðskiptajöfnuði, breytingum á aðgangi að lánsfé á erlendum mörkuðum eða sem tryggingarsjóð gegn náttúruhamförum. Gjaldeyrisforði hefur þannig það hlutverk að tryggja að nægilegt fé sé til taks til að draga úr áhrifum skyndilegra áfalla.

Á síðustu áratugum hefur verið leitast við að halda stærð gjald-eyrisforða Seðlabanka Íslands nálægt fjárhæð sem nemur u.þ.b. þriggja mánaða vöruinnflutningi án skipa og flugvéla. Fyrr á árum var því einkum litið á forðann sem varasjóð til að tryggja greið viðskipti við útlönd, en tekjur útflutningsatvinnuvega voru mjög sveiflukenndar auk þess sem landið var aðili að Bretton-Woods- fastgengiskerfinu. Forðinn átti að geta mætt sveiflum í inn- og útflutningi. Þessu hefur verið líkt við reiðufjárþörf einstaklinga og fyrirtækja sem þurfa að hafa fé handbært til að standa straum af daglegum rekstrarútgjöldum. Forðann væri því hægt að nota til þess að jafna inn- og útstreymi gjaldeyris við óvæntar aðstæður.

Almennt séð er eitt af markmiðunum með forðahaldi að sjá til þess að gjaldeyrismarkaður sé starfhæfur og að hægt sé að grípa inn í hann ef markaðsbrestur verður. Ónógur gjaldeyrisforði gæti orðið kveikja að spákaupmennskuárás á íslensku krónuna, sérstaklega ef fjárfestar tryðu því að Seðlabankinn gripi inn í markaðinn á einhverju stigi. Flotgengisstefna dregur hins vegar verulega úr líkum á slíkri árás. Ef almennt er talið að forði sé nægilegur eykur það traust á gjaldmiðlinum og getur dregið úr líkum á skyndilegum fjárflóttu. Vaxandi fjárfesting erlendra aðila í innlendum verðbréfum hefur hækkað þá fjárhæð sem hugsanlega gæti horfið í einni svipan ef trú þeirra á gjaldmiðilinn brysti. Svipuð röskun á markaði gæti orðið fyrir tilstilli innlendra fjárfesta og yrði slík hreyfing síst minni.

Snöggar breytingar hafa oft orðið á alþjóðlegum gjaldeyris-mörkuðum og gengi gjaldmiðla hækkað eða lækkað skarpt á skömmum tíma. Kveikjan að slíku gæti t.d. verið birting óvæntra fréttu úr efnahagslífi viðkomandi lands. Þótt íslenski gjaldeyrismarkaðurinn sé ekki alþjóðlegur í eiginlegri merkingu og með aðeins þrjá innlenda banka sem viðskiptavaka, lýtur hann þó í grundvallaratriðum sömu lögmálum og markaðir erlendis þar sem gengi ræðst af framboði og eftirspurn. Þar sem flotgengisstefna er við lýði er seðlabanki ekki skuldbundinn til þess að bregðast við verðsveiflum á gjaldeyrismarkaði jafnvel þótt þær séu krappar.

Seðlabankinn gæti þurft að vera við því búinn að leysa ýmis vandamál sem gætu grafið undan virkni gjaldeyrismarkaðarins. Þau gætu t.d. komið upp vegna brotthvarfs viðskiptavaka, ef markaðurinn þornaði upp, ef munur kaup- og sölutilboða yrði óeðlilega mikill eða vegna annarra óvæntra áfalla. Seðlabankinn gæti skyndilega þurft að leika stærra hlutverk í daglegum viðskiptum á millibankamarkaði og tryggja að viðskipti með íslensku krónuna stöðvist ekki. Að öðrum kosti gæti hlotist af röskun sem gæti grafið undan fjármálegum stöðugleika. Til beinna inngripa kæmi þó væntanlega aðeins ef bankinn teldi það nauðsynlegt til þess að stuðla að markmiðinu um verðbólgu eða ef hann teldi að gengissveiflur gætu ógnað fjármálegum stöðug-



leika, sbr. yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og bankans frá mars 2001 sem áður er getið.

Til viðbótar því sem að framan er sagt má líta á gjaldeyrisforðann sem varasjóð til að mæta áföllum á markaði, t.d. lausafjávanda fjármálafyrirtækja af völdum erfiðleika við endurfjármögnun erlendra skulda. Slíkan vanda mætti e.t.v. leysa með neyðarlánnum. Erfitt gæti reynst að ákveða undir hvaða kringumstæðum grípa mætti til aðgerða af þessu tagi. Ákvörðun um stærð forða út frá þessu sjónarmiði gæti kallað á freistnivanda (e. moral hazard) og seðlabankar gefa almennt ekki yfirlýsingar um að slík trygging geti verið fyrir hendi.

Í lögum um Seðlabanka Íslands segir að þegar sérstaklega stendur á og bankinn telur þess þörf, til að varðveita traust á fjármálakerfi landsins, geti hann veitt lánstofnunum í lausafjávanda ábyrgðir eða önnur lán á sérstökum kjörum gegn tryggingum eða öðrum skilyrðum sem bankinn setur. Slík fyrirgreiðsla væri háð ströngum skilyrðum og óheimil nema tryggt væri að ekki væri um eiginfjávanda að ræða í viðkomandi stofnun eða stofnunum. Seðlabankanum er sem sagt heimilt að veita lán með skilyrðum þegar um er að ræða lausafjávanda t.d. til að koma í veg fyrir að lánstraust fjármálakerfisins bíði hnekki sem gæti orsakað viðtækari fjármálakreppu. Þó er skýrt að þessar heimildir veita ekki allsherjartryggingu fyrir fjármálakerfið og ættu sjónarmið um það alls ekki að vera leiðandi við ákvörðun um stærð forða. Íslenskur fjármálamarkaður er í örum vexti. Erlendar skuldir bankanna hafa vaxið ört og um leið mikilvægi þess að njóta aðgangs að erlendu lánsfé.

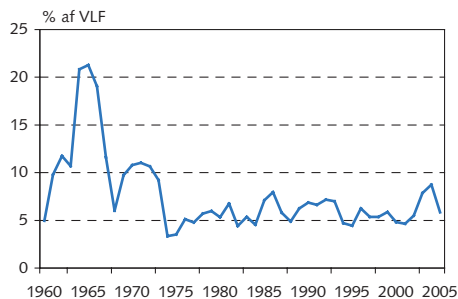
Það hlutverk forðans að vera til reiðu ef efnahagsleg áföll raska venjulegum viðskiptum og tekjustreymi er ein af forsendunum fyrir lánstrausti ríkissjóðs. Stærð forðans hefur því áhrif á lánshæfismat ríkissjóðs. Fyrirtækin þrjú sem meta lánshæfi íslenska ríkisins (Moody's, S&P og Fitch) hvöttu öll til þess á sínum tíma að erlend staða Seðlabankans yrði styrkt til muna í kjölfar þess að verulegum fjárhæðum hafði verið varið til þess að hamlu gegn hraðri lækkun á gengi krónunnar á árunum 2000 og 2001. Bankinn reiddi sig á þeim tíma á erlend skammtímalán til þess að halda gjaldeyrisforðanum yfir tilgreindri lágmarksstærð sem þýddi að erlend staða bankans (hreinn gjaldeyrisforði) rýrnaði. Lánshæfismatsfyrirtækin hafa þó ekki kveðið upp úr um hver sé æskileg stærð forðans. Ljóst er að ákveðinn lágmarksforði verður að vera til staðar til að viðhalda lánstrausti ríkissjóðs á erlendum mörkuðum og þar með aðgengi hans og annarra innlendra fyrirtækja, þ.m.t. banka, að erlendu lánsfé.

### Önnur sjónarmið

Á Íslandi og víðar er gjaldeyrisforða ætlað að tryggja að nægilegur sjóður sé til taks til þess að mæta greiðslum vegna erlendra skuldbindinga ríkissjóðs. Í löndum þar sem gjaldeyrismarkaður er grunnur og kaup viðkomandi ríkis á gjaldeyri í skiptum fyrir innlenda mynt geta haft töluverð áhrif á innlenda gjaldeyrismarkaðinn er nauðsynlegt að hafa gjaldeyrisforða sem getur þá virkað sem sveiflujöfnunartæki þegar greiða þarf vexti eða afborganir af erlendum lánnum ríkissjóðs viðkomandi lands.

Mynd 1

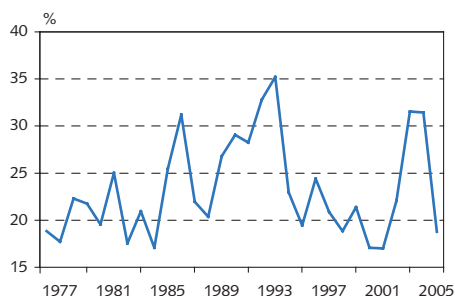
Gjaldeyrisforði sem hlutfall af  
vergri landsframleiðslu 1960-2005<sup>1</sup>



1. Ætlan 2005.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF) og útreikningar höfunda.

Mynd 2

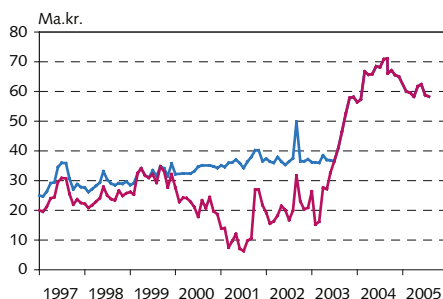
Gjaldeyrisforði í hlutfalli af  
vöruinnflutningi (fob) 1976-2005<sup>1</sup>



1. Ætlan 2005.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF) og útreikningar höfunda.

Mynd 3

Vergur og hreinn gjaldeyrisforði  
janúar 1997 - ágúst 2005



— Vergur gjaldeyrisforði  
— Hreinn gjaldeyrisforði

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Seðlabankinn hefur m.a. haft það hlutverk að sjá ríkissjóði fyrir gjaldeyri til að standa straum af afborgunum og vöxtum af erlendum lánum auk annars erlends kostnaðar ríkissjóðs. Fyrr á árum var talið mikilvægt að hafa varasjóð til þess að tryggja hnökralaus viðskipti og einnig til þess að geta mætt erfiðum tímabilum á erlendum lánsfjármörkuðum. Á síðari árum hafa erlendir markaðir þróast og jafnframt hefur aðgangur ríkissjóðs að erlendum fjármálamörkuðum batnað vegna hækkandi lánsþæfismats. Ríkissjóður hefur nú greiðan aðgang að mörkuðum og eru hverfandi líkur á að hann lokist til langs tíma. Ríkissjóður hefur greitt niður erlend lán sín á undanförunum misserum og skuldastaða hans batnað verulega og styrkir það stöðu hans sem lántakanda enn frekar.

Stór hluti eigin fjár seðlabanka er bundinn í gjaldeyrisforða. Vaxtatekjur nýtast því til að standa straum af kostnaði við rekstur seðlabanka og dæmi eru um að ríki nefni það sem eina af ástæðum forðahalds.

## Kostnaður við forðahald

Forðahaldi fylgir bæði kostnaður og áhætta. Þegar fjallað er um gjaldeyrisforða hættir mönnum oft til að hugsa eingöngu um forðann sem eignasafn en gleyma skuldahliðinni, þ.e. fjármögnun forðans. Í grundvallaratriðum eru þjár leiðir til að fjármagna forðahald (Nugée (2000)). Þær eiga það sammerkt sem útgangspunkt að eðlilegt sé að ríkisvaldið eigi eingöngu eignir í innlendum gjaldmiðli. Til að eignast gjaldeyrisignir er í raun tekin sú ákvörðun að eiga ekki eignir í innlendum gjaldmiðli og með því fórnað þeim arði sem felst í fjárfestingu í innviðum eigin samfélags en það er eitt af meginhlutverkum ríkisvalds á hverjum stað. Gjaldyrisforði er ýmist fjármagnaður með erlendri lántöku, gjaldeyrisskiptasamningum eða einfaldlega með kaupum á erlendum gjaldeyri fyrir innlendan gjaldmiðil.

Algengast er að kostnaður við forðahald sé skilgreindur sem mismunurinn á ávöxtun áhættulausrar fjárfestinga t.d. bandarískum, þýskum og breskum ríkisskuldabréfum og þeim kjörum sem ríkissjóður viðkomandi lands nýtur. Ástæðan er sú að óbeint er gjaldeyrisforðinn fenginn með erlendu lánsfé þannig að með því að auka forða aukast skuldir ríkisins á móti. Forðahaldi fylgir því fórnarkostnaður þess að halda forða í stað þess að nýta hann til að greiða niður erlendar skuldir ríkissjóðs. Þær tekjur sem verða af forðahaldi umfram áhættulausa ávöxtun eru umbun fyrir tekna áhættu og koma því ekki til frádráttar kostnaði við forðahald. Hins vegar má benda á að ef enginn forði væri til staðar þá myndi kostnaður við öflun lánsfjár að öllum líkindum vera almennt hærri.

## Íslenski gjaldeyrisforðinn og ýmsar viðmiðanir

Gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands nam í lok ágúst 2005 58,3 ma. kr. Gera verður skýran greinarmun á hreinum gjaldeyrisforða annars vegar og vergum gjaldeyrisforða hins vegar þótt sá munur sé lítill í dag. Hreinn gjaldeyrisforði er skilgreindur sem vergur gjaldeyrisforði að frádregnum erlendum skammtímalánum og erlendum innlánum. Innlán í Seðlabankanum eru nær eingöngu frá ríkissjóði en erlendum

gjalddeyrisreikningum bankanna í Seðlabankanum var lokað á árinu 1997.

Þegar gjalddeyrisforði fór niður fyrir það lágmark sem sett var fram í bankastjórnarsamþykkt um gjalddeyrisforða voru á árum áður tekin lán til að brúa bilið. Mismunurinn á hreinum gjalddeyrisforða og vergum skýrist aðallega af þessum lántökum.

Ef horft er aftur til ársins 1997, en það ár var innlendur gjalddeyrismarkaður að verða til í þeirri mynd sem hann er í dag, sést að lægst fór hreinn gjalddeyrisforði í 6,2 ma.kr. í júlí 2001. Í nóvember það ár tók ríkissjóður lán til að styrkja erlenda stöðu Seðlabankans en frá ársbyrjun 2000 hafði gengið mjög á forðann vegna endurtekinnna inngripa bankans á gjalddeyrismarkaði. Í september 2002 var svo ákveðið að hefja regluleg gjalddeyriskaup á markaði til að greiða upp erlendar skammtímaskuldir bankans og þar með að styrkja hreinan gjalddeyrisforða hans. Var þeim kaupum fram haldið til ársloka 2004. Frá ársbyrjun 2005 miðuðust regluleg gjalddeyriskaup Seðlabankans á markaði að því að mæta þörf ríkissjóðs vegna greiðslu vaxta og afborgana af erlendum lánum. Í maí sl. var tilkynnt að keyptar yrðu 100 milljónir Bandaríkjadala aukalega vegna aukinna uppgreiðslna ríkissjóðs á erlendum lánum. Í byrjun september var tilkynnt að regluleg gjalddeyriskaup Seðlabankans yrðu aukin töluvert vegna áforma ríkissjóðs um endurgreiðslur erlendra lána umfram það sem áður hafði verið ráðgert. Án þessara kaupa hefði Seðlabankinn aðeins getað selt ríkissjóði gjalddeyri umfram það sem áður var ráðgert með því að ganga á gjalddeyrisforðann.

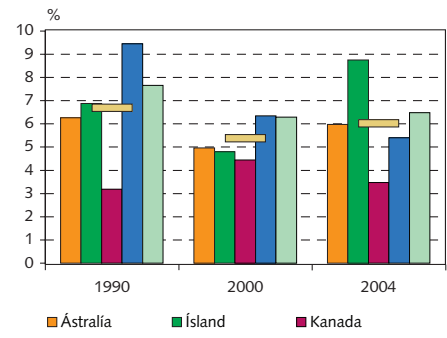
Þau viðmið sem Seðlabankinn notar við ákvörðun á lágmarksstærð forða byggjast á sögulegum forsendum. Þau eru til hliðsjónar og að hluta sett fram í ljósi þess sem bankinn telur eðlilegt til að skapa trúverðugleika um peningastefnu bankans og til að mæta öryggis-sjónarmiðum þ.m.t. sjónarmiðum er varða fjármálastöðugleika og láns hæfi.

Í samanburði við gjalddeyrisforða annarra þjóða var stærð gjalddeyrisforða Seðlabankans í árslok 2004 viðunandi sem hlutfall af landsframleiðslu, peningamagni (M3), og endingartíma í vikum vöruinnflutnings. Sem hlutfall af heildarskuldum þjóðarbúsins var forðinn hins vegar fremur lítill og dygði tiltölulega skammt ef aðgangur að erlendu lánsfé lokaðist. Auk þess hefur gjalddeyrisforði Seðlabankans sem hlutfall af landsframleiðslu dregist saman frá lokum árs 2004. Óráðlegt er að draga eindregnar ályktanir af samanburðinum enda hagkerfi viðmiðunarlandanna ólík auk þess sem ekki þarf alltaf að vera fullt samræmi í þeim gögnum sem lögð eru til grundvallar. Bent hefur verið á að mikilvægar atvinnugreinar á Íslandi hafa stóran hluta tekna sinna í erlendum myntum og má þar nefna sjávarútveg, álvinnslu og ferðamannaiðnað. Löndin sem valin eru til samanburðar eiga það sameiginlegt að vera með sjálfstæðan gjaldmiðil, flotgengisstefnu og verðbólgu markmið við stjórn peningamála. Þessi lönd eru Ástralía, Kanada, Nýja-Sjáland og Svíþjóð.

Eins og áður hefur komið fram er ekkert einhlítt viðmið um stærð gjalddeyrisforða. Þegar þetta viðmið var síðast ákvarðað var litið til flestra þeirra þátta sem nefndir eru hér að framan og gátu niðurstöður samkvæmt þeim verið á mjög breiðu bili. Sú ákvörðun

Mynd 4

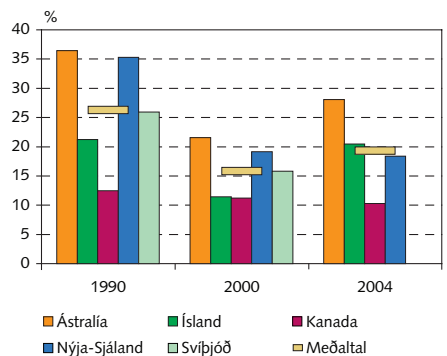
Gjalddeyrisforði sem hlutfall af vergri landsframleiðslu



Heimild: Alþjóðagjalddeyrissjóðurinn (IMF).

Mynd 5

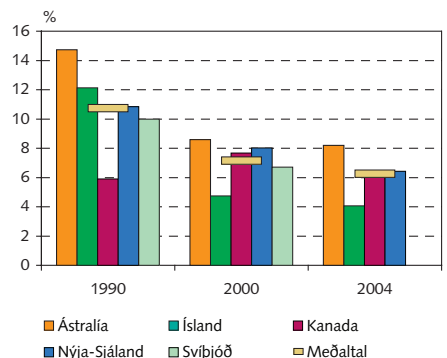
Gjalddeyrisforði sem hlutfall af vöru- og þjónustuinflutningi



Heimild: Alþjóðagjalddeyrissjóðurinn (IMF).

Mynd 6

Gjalddeyrisforði sem hlutfall af erlendum skuldum þjóðarbúsins



Heimild: Alþjóðagjalddeyrissjóðurinn (IMF).

Tafla 1: Gjaldeyrisforði á Íslandi og í nokkrum viðmiðunarlöndum

Í lok árs 2004 nema annað sé tekið fram

| <i>Gjaldeyrisforði sem hlutfall (%)</i> | <i>Ísland</i> | <i>Svíþjóð</i>         | <i>Nýja-Sjáland</i> | <i>Ástralía</i>       | <i>Kanada</i> |
|---|---------------|------------------------|---------------------|-----------------------|---------------|
| Landsframleiðsla (VLF)                  | 8,8           | 6,5                    | 5,4                 | 6,0                   | 3,5           |
| Peningamagns (M3)                       | 12,0          | [12,2] <sup>2003</sup> | 5,6                 | [7,0] <sup>2003</sup> | 6,1           |
| Veltu á gjaldeyrismarkaði               | 11,07         | 2,39                   | 3,12                | 1,36                  | 3,13          |

| <i>Forði í vikum vöruinnflutnings</i> | <i>Ísland</i> | <i>Svíþjóð</i> | <i>Nýja-Sjáland</i> | <i>Ástralía</i> | <i>Kanada</i> |
|---------------------------------------|---------------|----------------|---------------------|-----------------|---------------|
| Forði alls                            | 15,7          | 11,6           | 11,9                | 17,5            | 6,4           |
| Án gulls                              | 15,3          | 11,5           | 11,9                | 17,0            | 6,4           |

var tekin að víkja ekki frá því viðmiði sem hefur verið notað, þ.e. að hafa vöruinnflutning til hliðsjónar við ákvörðun á stærð forða, enda var stærð forðans þá nálægt því viðmiði og ekki talið ráðlegt að bæta í hann á þeim tíma. Nú er notað hlaupandi meðaltal þriggja mánaða vöruinnflutnings sl. fimm ára og fari forðinn niður fyrir það viðmið er ekki lengur gerð krafa um lántöku til að viðhalda gefinni lágmarksfjárhæð.

#### Heimildir

- Archer, D og Halliday, J. (1998). The rationale for holding foreign currency reserves. *RBZN Bulletin*, 61(4), bls. 346-354.
- Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn (IMF) (1993). *Balance of Payments Manual, 5th edition* (bls. 97). Washington: International Monetary Fund.
- Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn (IMF) (2004). *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*. Washington: International Monetary Fund.
- Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn (IMF) (2005). *IMF Annual Report 2005*. Washington: International Monetary Fund.
- Nugée, J. (2000). *Foreign Exchange Reserves Management*. (Handbooks in Central Banking no. 19). London: Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
- Rozanov, A. (2005). Who holds the wealth of nations? *Central Banking Journal*, XV(4), bls. 52-57.
- Williams, D. (2003). The need for reserves. Í R. Pringle og N. Carver (Ritstj.), *How countries manage reserve assets* (bls. 33-44). London: Central Banking Publications.

# Álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins

*Sendinefnd Alþjóðagjaldeyrissjóðsins kynnti sér íslensk efnahagsmál á fundum með fulltrúum stjórnvalda og atvinnulífs dagana 2. júní - 13. júní sl. Á lokafundi nefndarinnar lagði formaður hennar fram álit og niðurstöður af viðræðum hennar og athugunum hér á landi. Hliðstæðar viðræður fara fram árlega við nánast öll aðildarríki sjóðsins, 184 að tölu. Niðurstöður sendinefndarinnar birtast hér.*

## Inngangur

1. Á heildina litið hefur framvinda íslensks efnahagslífs verið mjög eftirtektarverð. Stjórnvöld eiga hrós skilið fyrir að fylgja af festu stefnu sem lagt hefur grunninn að kröftugum hagvexti. Þessi stefna felur m.a. í sér skipulagsumbætur sem hafa aukið kraft og sveigjanleika efnahagslífsins, mikilvægar umbætur í eftirliti með fjármálastarfsemi, upptöku sveigjanlegs gengis og verðbólguþröngunarmíðs og samfellt skeið traustar ríkisfjármálastjórnar.
2. Annar mikilvægur þáttur efnahagsstjórnarinnar hefur verið að stuðla að uppbyggingu stóriðju sem nýtir hlutfallslega yfirburði Íslands á sviði hreinnar orku. Þessi uppbygging leiðir til aukinnar fjölbreytni í hagkerfinu og bætir verulega við útflutningsgetu og auð þjóðarinnar. Á sama tíma hefur umfang þessara framkvæmda í samanburði við stærð hagkerfisins aukið sveiflur í efnahagslífinu.
3. Helsta viðfangsefni hagstjórnar á komandi tíð verður að jafna þessar sveiflur um leið og leitast er við að tryggja bæði kröftugan og stöðugan hagvöxt. Á núverandi stigi hagsveiflunnar þarf að beita viðeigandi hagstjórn til þess að misvægi sem endurspeglast í viðskiptahallanum, erlendum skuldum, innlendri eftirspurn og verðbólgu leiði ekki til óhóflegra sveiflna í efnahagslífi þegar aðlögun á sér stað eftir að stóriðjuframkvæmdum lýkur.

## Horfur

4. Spáð er miklum hagvexti, um 6% í ár og aðeins lítillega minni 2006. Einkaneysla og fjárfesting í orkufrekum iðjuverum munu öðru fremur knýja áfram hagvöxt. Því er spáð að vöxtur innlendrar eftirspurnar muni leiða til þess að viðskiptahallinn vaxi í yfir 12% af vergri landsframleiðslu 2005 og minnki aðeins lítillega 2006. Enda þótt aukinn sveigjanleiki sem tengist notkun erlends vinnuafns hafi valdið því að stóriðjuviðfangsefnin fela ekki í sér beinan þrýsting á innlandan vinnuþéttunum, er því nú spáð að eftirspurnarþrýstingur í öðrum geirum þjóðarþéttunna valdi því að verðbólga verði ofan við verðbólguþröngunarmíð Seðlabankans næstu tvö árin. Þegar stóriðjuframkvæmdunum lýkur og framleiðsla hefst í nýjum verksmiðjum munu upptök hagvaxtar færast yfir í útflutningsgeirann og viðskiptahallinn minnka hratt. Þessar horfur eru hins vegar háðar töliverðri óvissu.

5. Til skemmri tíma litið felst hættan í horfunum fremur í að hagkerfið ofrísi en hún er á hinn veginn þegar litið er lengra fram á veg. Hugsanlegt er að neysla örvist umfram spár af völdum kröftugrar hækkunar ráðstöfunartekna og eignaverðs um leið og aðgangur heimilanna að lánsfé á hagstæðum kjörum hefur eflst til muna. Snarpari vöxtur eftirspurnar myndi valda því að enn meiri hækkun vaxta yrði nauðsynleg til þess að halda verðbólgu við verðbólgu-markmiðið. Hærri skammtímavextir myndu ýta frekar undir gengi krónunnar og líklega valda frekari viðskiptahalla og erlendum skuldum. Þegar núverandi stóriðjufrjárfestingu lýkur verður að draga úr ójöfnuðinum í hagkerfinu. Því meiri sem ójöfnuðurinn verður, þeim mun líklegra er að aðlögunin verði skörp og að verulega hægi á umsvifum í efnahagslífinu. Grípa þarf til efnahagsaðgerða nú í líkingu við þær sem við leggjum til hér að neðan til þess að draga úr hættunni á þessari framvindu.

## Ríkisfjármál

6. Þrátt fyrir aukið aðhald í ríkisfjármálum er þörf á enn meira aðhaldi en felst í fjárlögum fyrir árið 2005 þannig að þau leggi sitt af mörkum til þess að hafa hemil á eftirspurnarþrýstingi, koma í veg fyrir frekara ójafnvægi og stuðla að skipulegri aðlögun þeirra. Aukinn sveigjanleiki hagkerfisins, sérstaklega á vinnumarkaði, hefur eflt getu þess til skjótrar aðlögunar. Hins vegar er varfærni nauðsynleg til þess að koma í veg fyrir hugsanleg neikvæð áhrif þess á hagkerfið ef óskipulega dregur úr hratt vaxandi ójafnvægi. Frá því að fjárlög 2005 voru staðfest hafa spár um heildareftirspurn í þjóðarbúskapnum verið hækkaðar verulega og meiri ójöfnuði er spáð í þjóðarbúskapnum en þá. Af því leiðir að auka þyrfti aðhald í ríkisfjármálum með viðeigandi hætti.
7. Beita ætti aðgerðum bæði í skattamálum og á útgjaldahlið í þessu skyni. Á gjaldahlið ætti að fresta nýjum opinberum fjárfestingaráformum að meðtöldum þeim sem fyrirhugað var að ráðast í á seinni hluta árs 2005, þar til eftir að stóriðjuframkvæmdirnar hafa náð hámarki. Enda þótt langtímaáhrif skattalækkana á vinnuafslframboð verði jákvæð, þá munu þau trúlega skila sér smátt og smátt og verða tiltölulega hófleg þegar þau verða mest. Af þeim sökum væri skynsamlegt að fresta skattalækkunum sem fyrirhugaðar eru á árinu 2006 og síðar þar til að ljóst verður að umframeftirspurn í hagkerfinu hefur horfið. Reynist ekki unnt að fresta skattalækkunum ætti þegar í stað að ákveða lækkun á útgjaldaliðum til viðbótar þeirri lækkun opinberrar fjárfestingar sem þegar hefur verið lögð til. Réttmætt virðist að draga úr rekstrarútgjöldum ríkisins sem spáð er að vaxi um 7% að nafnverði 2006. Til að efla hagræðingu í heilbrigðis- og menntakerfinu virðist einnig liggja beint við að taka nú upp eða útvíkka þjónustugjöld í þessum greinum. Að auki gæti ríkissjóður lagt nokkuð af mörkum til að hemja eftirspurnarþrýsting með því að verja tekjunum af sölu Símans til lækkunar skulda.

8. Þrátt fyrir að fjármál hins opinbera séu í sérstaklega góðu horfi þegar litið er til lengri tíma ætti að efla langtímaáætlanagerð í ríkisfjármálum. Uptaka útgjaldamarkmiða til nokkurra ára var skref í rétta átt en meira er hægt að gera. Æskilegt væri að skilgreina útgjaldamarkmið í nafnfjárhæðum fyrir hið opinbera í heild til nokkurra ára. Auk þess ætti að efla samvinnu í fjármálum ríkissjóðs og sveitarfélaga til þess að koma í veg fyrir frávik frá markmiðum. Hraðari samruni sveitarfélaga ætti að auðvelda slíka samvinnu. Útgjaldaviðmið til nokkurra ára ætti að byggja á fastmótuðum reglum sem tryggðu bæði langtímamarkmið stjórnvalda um skuldastöðu hins opinbera og sveiflujöfnun í ríkisfjármálum. Þetta myndi hjálpa til við að tryggja kerfisbundna samhæfingu peninga- og ríkisfjármálastefnu sem er nauðsynleg til að ná bæði öflugum og stöðugum hagvexti.

## Peningamál

9. Peningastefnan hefur með viðeigandi hætti brugðist við vaxandi eftirspurn og verðbólguþrýstingi. Hækkandi fasteignaverð hefur kynt verulega undir verðbólgu. Það endurspeglar hins vegar almenna ofpenslu í hagkerfinu og þess vegna hafa viðbrögð peningastefnunnar verið viðeigandi. Þótt tímabundnir þættir hafi nýlega dregið úr hækkun vísitölu neysluverðs á peningastefnan enn að beinast að undirliggjandi eftirspurnarþrýstingi sem er aðalorsök þrálátrar verðbólgu. Líklegt virðist að aðilar hins almenna vinnumarkaðar muni bregðast við af ábyrgð eins og þeir hafa jafnan gert þegar metið verður í nóvember hvort endurskoða þurfi gildandi kjarasamninga. Engu að síður verður Seðlabankinn að fylgjast grannt með viðræðum og meta hugsanlegar afleiðingar fyrir kaupgjald og verðlag. Framvindan á fasteignalánamarkaði, sem leitt hefur til lægri fjármagnskostnaðar heimilanna af langtímalánum á sama tíma og Seðlabankinn hefur hækkað skammtímavexti, hefur valdið því að erfiðara er en ella að halda verðbólgu við markmiðið. Seðlabankinn þarf að vera reiðubúinn að bregðast við breytingum í efnahagsaðstæðum. Um leið þarf hann að hafa í huga að þurfi hann að reiða sig um of á miðlun peningastefnunnar í gegnum gengi krónunnar kann það að auka ójafnvægi og gera endanlega aðlögun skarpari en ella.
10. Vegna smæðar hagkerfisins er mun erfiðara að halda verðbólgu stöðugri við markmiðið en í stærri verðból gumarkmiðslöndum. Ein leið sem gæti stuðlað að stöðugri verðbólgu með því að festa væntingar betur í sessi væri að taka upp fyrirfram ákveðna og tilkynnta peningastefnufundi sem lyki með opinberri tilkynningu um ákvörðun bankastjórnar Seðlabankans um vexti. Enda þótt ársfjórðungsritið *Peningamál* hafi orðið mjög skýr, gagnsæ og virk leið til þess að koma boðum Seðlabankans á framfæri mætti styrkja þau frekar. Festa mætti væntingar betur í sessi með því að birta fráviksspá um verðbólgu sem fæli í sér vaxtaferil sem nauðsynlegur yrði til þess að verðból gumarkmiðinu yrði náð á grundvelli mats Seðlabankans á stöðu og horfum í efnahagsmálum. Spár sem sýna að verðból gumarkmiðinu verði ekki náð er auðvelt að mistúlka.

Ef birt yrði verðbólguþá sem byggist á breytilegum vöxtum yrði mikilvægt að leggja áherslu á að Seðlabankinn væri ekki með því að skuldbinda sig til þess að fylgja fyrirfram ákveðnum vaxtaferli. Almennigur myndi þá skilja að Seðlabankinn yrði að breyta líklegum vaxtaferli til samræmis við framvindu efnahagsmála.

11. Þegar núverandi fjárfestingarhrinu lýkur kann að verða mögulegt að bæta enn frekar umgjörð peningastefnunnar til þess að stuðla að stöðugari verðbólgu og stöðugleika í efnahagslífi. Enda þótt verðtrygging fasteignaveðlana geri það m.a. mikilvægt að halda áfram að miða verðbólgu markmiðið við vísitölu sem innifelur fasteignaverð mætti hugleiða að taka úr vísitölunni sveiflukenda þætti svo sem orkuverð og matvælaverð, líkt og gert hefur verið í öðrum löndum.

## Fjármálakerfi

12. Brýnt er að fylgjast náið með þeirri hættu sem kann að steðja að fjármálastöðugleika af völdum útlánaþenslu og að grípa tímanlega til varúðarráðstafana ef þörf krefur. Álagspróf Fjármálaeftirlitsins staðfesta að efnahagsreikningar fjármálastofnana eru traustir. Um leið og eignaverð heldur áfram að hækka hratt verður mikilvægt fyrir Fjármálaeftirlitið að halda áfram þróun strangari álagsprófa. Þá er mikilvægt að Fjármálaeftirlitið hraði þróun og gerð álagsprófa til þess að meta hættuna sem fjármálakerfinu kann að stafa af breytingum á vöxtum og skyndilegum breytingum á gengi krónunnar. Mikilvægi þessa eykst vegna þess að bankarnir miðla hratt vaxandi erlendum lánnum, sem að hluta til fara til lánþega án tekna í erlendum gjaldmiðlum, og stækka hlutdeild sína á fasteignaveðlánamarkaði. Telji Fjármálaeftirlitið að einhverri stofnun sé hættu búin ætti það tafarlaust að beita varúðarreglum, þ.m.t. að hækka eiginfjárkröfu, til þess að draga hratt úr hættunni.
13. Innkoma viðskiptabankanna á fasteignaveðlánamarkaðinn er jákvæð með tilliti til fjármálastöðugleika til langs tíma. Stærri eignahlutur í fasteignaveðlánnum á fyrsta veðrétti stuðlar að aukinni fjölbreytni í eignasafni þeirra og eykur stöðugleika í tekjustreymi að því gefnu að þessi starfsemi skili viðvarandi arði. Ef bankarnir verða að keppa beint við Íbúðalánasjóð sem hefur forskot á fjármögnunarhlíðinni vegna ríkisábyrgðar er ólíklegt að þetta gerist. Vegna þessa er nauðsynlegt að grípa til skjótra úrbóta á Íbúðalánasjóði. Breytingar ætti að byggja á eftirfarandi meginatriðum:
  - Bankar og sparisjóðir ættu að eiga aðgang að fjármögnun sem gerir þeim kleift að keppa á arðbæran hátt í veitingu fasteignaveðlana.
  - Sérþekkingu á fjármögnun sem byggst hefur upp í Íbúðalánasjóði ætti að nýta til hins ýtrasta.
  - Fjármögnun fasteignaveðlana ætti að vera þannig fyrir komið að Ísland njóti bestu mögulegra kjara (vegna stærðarhagkvæmni) og að innlendir skuldabréfamarkaður verði áfram virkur.



- Áfram ætti að verða kröftug samkeppni í veitingu fasteignaveðlána.
  - Opinbera aðstoð ætti að takmarkast við að tryggja möguleika lágtekjufólks og þeirra sem búa í hinum dreifðu byggðum landsins á að eignast húsnæði.
14. Íslensk stjórnvöld hafa jafnan brugðist hratt og örugglega við breyttum aðstæðum í efnahagslífi. Þótt ríkjandi aðstæður feli í sér vissa erfiðleika hefur áður þurft að glíma við enn erfiðari skilyrði. Til skamms tíma verður mikilvægt að beita auknu aðhaldi í ríkisfjármálum og að breyta Íbúðalánasjóði sem fyrst til að draga úr vaxandi misvægi og áhættu þegar frá líður. Viðfangsefni til lengri tíma lúta að því að bæta áfram umgjörð efnahagsstjórnarinnar og stuðla þannig að því að öflugur og stöðugur hagvöxtur verði tryggður.



# 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 daglánavexti á millibankamarkaði.
- *Daglán* eru veitt að ósk lánastofnana og tryggð með sömu verðbréfum og hæf eru í endurhverfum viðskiptum (sjá síðar). Vextir daglána mynda þak yfir daglánavexti á millibankamarkaði.

## Yfirlit vaxta Seðlabankans 19. september 2005

| Viðskiptaform                     | Vextir nú (%) | Síðast breytt | Breyting (prósentur) | Vextir fyrir ári (%) |
|-----------------------------------|---------------|---------------|----------------------|----------------------|
| Viðskiptareikningar               | 8,00          | 13. júní 2005 | 0,75                 | 3,75                 |
| Daglán                            | 11,00         | 13. júní 2005 | 0,25                 | 8,25                 |
| Innstæðubréf til 90 daga          | 9,00          | 13. júní 2005 | 0,50                 | 5,75                 |
| Bindiskylda                       | 8,75          | 13. júní 2005 | 0,75                 | 5,00                 |
| Endurhverf viðskipti (ávöxtun)    | 9,50          | 7. júní 2005  | 0,50                 | 6,25                 |
| Innstæðubréf til 7 daga (ávöxtun) | 9,35          | 13. júní 2005 | .                    | .                    |

- *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 lausafjáragnótt. Uppboðsaðferð er fastverðsuppboð.
- *Viðskipti á verðbréfamarkaði* takmarkast við ríkistryggð verðbréf.
- *Inngripum á gjaldeyrismarkaði* er einungis beitt telji Seðlabankinn það nauðsynlegt til þess að stuðla að verðbólguþéttu sínu eða ef hann telur að gengissveiflur geti ógnað stöðugleika fjármálakerfisins.

# Annáll efnahags- og peningamála

## Júní 2005

Hinn 3. júní var tilkynnt að bankastjórn Seðlabanka Íslands hefði ákveðið að hækka stýrivexti bankans, þ.e. vexti í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir, um 0,50 prósentur í 9,50% hinn 7. júní. Vextir á innstæðubréfum til einnar viku voru ákveðnir 0,15 prósentum undir stýrivöxtunum og fjárhæðartakmarkanir í vikulegum útboðum þeirra voru afnumdar. Aðrir vextir bankans hækkuðu hinn 11. júní, vextir á viðskiptareikningum lánastofnana í bankanum um 0,75 prósentur og daglánavextir bankans um 0,25 prósentur.

Hinn 15. júní tilkynnti Íslandsbanki hf. að gengið hefði verið frá útgáfu vikjandi skuldabréfa að fjárhæð 150 milljónir evra, eða um 12 milljarða króna. Skuldabréfin teljast til eiginfjárpáttar A í samræmi við reglur um viðbótareiginfjárliði.

## Júlí 2005

Hinn 11. júlí tilkynnti Kaupþing banki hf. að öll skilyrði tilboðs Kaupthing Holdings UK Ltd., dótturfélags hans í Bretlandi í Singer & Friedlander Group PLC., hefðu verið uppfyllt. Í kjölfarið var stefnt að afskráningu hluta í Singer & Friedlander. Nam tilboðsupphæðin 316 pensum á hlut eða sem svarar til um 547 milljóna punda, um 64,6 ma.kr., fyrir alla útgefna hluti í Singer & Friedlander. Mælti stjórn Singer & Friedlander með kaupunum. Kaupþing banki átti fyrir viðskiptin 19,5% hlutafjár í Singer & Friedlander.

Hinn 12. júlí tilkynnti Seðlabanki Íslands um árlega endurskoðun gengisskráningarvogar krónunnar í ljósi utanríkisviðskipta ársins 2004. Hin nýja vog tók gildi sama dag (sjá meðfylgjandi töflu).

Hinn 19. júlí staðfesti alþjóðlega matsfyrirtækið Moody's Investor Service lánshæfiseinkunnir ríkissjóðs Íslands, Aaa fyrir langtímaskuld-

## Ný gengisskráningarvog 2005 (%)

Byggð á viðskiptum 2004

| Lönd            | Mynt | Út-<br>flutn-<br>ingsvog | Inn-<br>flutn-<br>ingsvog | Gengis-<br>skrán-<br>ingargvog | Breyting<br>frá fyrri<br>vog |
|-----------------|------|--------------------------|---------------------------|--------------------------------|------------------------------|
| Bandaríkin      | USD  | 22,03                    | 24,02                     | 23,03                          | 1,19                         |
| Bretland        | GBP  | 14,66                    | 9,55                      | 12,10                          | 0,21                         |
| Kanada          | CAD  | 1,27                     | 0,94                      | 1,10                           | 0,04                         |
| Danmörk         | DKK  | 7,67                     | 8,59                      | 8,13                           | -0,28                        |
| Noregur         | NOK  | 5,02                     | 7,05                      | 6,04                           | 0,13                         |
| Svíþjóð         | SEK  | 2,11                     | 5,64                      | 3,87                           | 0,19                         |
| Sviss           | CHF  | 1,50                     | 0,92                      | 1,21                           | -0,18                        |
| Evrusvæði       | EUR  | 42,67                    | 39,60                     | 41,14                          | -1,23                        |
| Japan           | JPY  | 3,07                     | 3,69                      | 3,38                           | -0,07                        |
| Alls            |      | 100,00                   | 100,00                    | 100,00                         | 0,00                         |
| Norður-Ameríka  |      | 23,30                    | 24,96                     | 24,13                          | 1,23                         |
| Evrópa          |      | 73,63                    | 71,35                     | 72,49                          | -1,16                        |
| Evrópusambandið |      | 67,11                    | 63,38                     | 65,24                          | -1,11                        |
| Japan           |      | 3,07                     | 3,69                      | 3,38                           | -0,07                        |

Heimild: Seðlabanki Íslands.

bindingar og P-1 fyrir skammtímaskuldbindingar. Einkunnirnar gilda bæði fyrir erlendar og innlendar skuldbindingar. Horfur eru áfram stöðugar.

### Ágúst 2005

Hinn 3. ágúst staðfesti alþjóðlega matsfyrirtækið Fitch Ratings óbreyttar lánshæfiseinkunnir fyrir Landsbanka Íslands hf., A fyrir langtímaskuldbindingar, F1 fyrir skammtímaskuldbindingar, C í eigin einkunn og 2 í stuðningseinkunn. Horfur um breytingar á matinu eru stöðugar.

Hinn 4. ágúst staðfesti alþjóðlega matsfyrirtækið Fitch Ratings lánshæfiseinkunnir ríkissjóðs Íslands, AA- fyrir langtímaskuldbindingar í erlendri mynt, AAA fyrir langtímaskuldbindingar í íslenskum krónum og F1+ fyrir skammtímaskuldbindingar í erlendri mynt. Horfur eru áfram stöðugar.

Hinn 5. ágúst var 98,8% hlutur ríkisins í Landssíma Íslands hf. seldur Skipti ehf. Að Skipti ehf. standa átta aðilar, Exista ehf. með 45% hlut, Kaupþing banki með 30%, Lífeyrissjóður verslunarmanna með 8,25%, Gildi-lífeyrissjóður með 8,25%, Sameinaði lífeyrissjóðurinn með 2,25%, Samvinnulífeyrissjóðurinn með 2,25%, MP fjárfestingarbanki með 2% og Imis ehf. með 2%. Greiðslu kaupverðsins, 66,7 ma.kr. skyldi miða við gengisskráningu Seðlabanka Íslands 27. júlí 2005. Kaupverðið skiptist í eftirfarandi gjaldmiðla: íslenskar krónur: 34.505.550.000, evrur: 310.000.000 og Bandaríkjadali: 125.000.000. Nýjum eigendum er skylt að uppfylla skilyrði ríkisins er fram koma í söluskilmálum. Þannig má enginn einn einstakur aðili, skyldir eða tengdir aðilar, eignast stærri hlut í Símanum en 45% fram að skráningu félagsins á Aðallista í Kauphöll, og ekki minna en 30% af heildarhlutafé félagsins verður af hálfu kaupanda, að bjóða almenningi og öðrum fjárfestum til kaups í síðasta lagi fyrir árslok 2007. Fyrir sama tíma skal félagið skráð á Aðallista Kauphallarinnar. Eftir þessi viðskipti hefur ríkið dregið sig að öllu leyti út úr samkeppnisrekstri á fjarskiptamarkaði.

Hinn 12. ágúst staðfesti alþjóðlega matsfyrirtækið Moody's Investor Service óbreyttar lánshæfiseinkunnir fyrir Landsbanka Íslands hf., A2 fyrir langtímaskuldbindingar, P-1 fyrir skammtímaskuldbindingar og C fyrir fjárhagslegan styrkleika. Horfur um breytingar á matinu eru stöðugar.

Hinn 17. ágúst var umsókn Lánasjóðs sveitarfélaga um starfsleyfi sem lánafyrirtæki samþykkt af Fjármálaeftirlitinu.

### September 2005

Hinn 6. september barst ríkissjóði greiðsla fyrir hlut hans í Landssíma Íslands hf. frá Skipti ehf. að fjárhæð 66,7 ma.kr. Þeim 32,2 ma.kr. sem greiddir voru í erlendri mynt verður varið til að greiða niður erlendar skuldir ríkissjóðs. Afgangur söluandvirðisins verður að mestu lagður inn á reikning í Seðlabankanum og verður til ráðstöfunar á árunum 2007-2010. Þeim hluta greiðslunnar sem greiddur verður í íslenskri mynt mun verða varið á eftirfarandi hátt: 15 ma.kr. verður varið á árunum

2007 - 2010 til framkvæmda í vegamálum, 18 ma.kr. á árunum 2008 - 2012 verður varið til uppbyggingar hátæknisjúkrahúss, 3 ma.kr. til kaupa á varðskipi og flugvél fyrir Landhelgisgæsluna, 2,5 ma.kr. til eflingar nýsköpunar í íslensku efnahagslífi, 2,5 ma.kr. í fjarskiptasjóð, 1 ma.kr. í framkvæmdir vegna geðfatlaðra, og 1 ma.kr. til nýbyggingar fyrir Stofnun íslenskra fræða – Árnastofnun.

Hinn 8. september var tilkynnt að Seðlabankinn myndi auka regluleg gjaldeyriskaup sín á innlendum millibankamarkaði fyrir ríkissjóð. Í ljósi bættrar greiðslustöðu ríkissjóðs hefur fjármálaráðherra ákveðið að greiða meira af erlendum lánum ríkissjóðs en áður var áformað. Frá 12. september munu kaup bankans hækka um 10 milljónir Bandaríkjadala í viku hverri til viðbótar þeim 2,5 milljónum dala sem hann hefur keypt vikulega það sem af er ári.





# Tölur og myndir

Tölur og myndir miðast almennt við talnalegar upplýsingar sem fyrir lágu um miðjan september 2005 en fjármálamarkaðagögn frá 31. ágúst 2005. Skýringar á merkingu tákna eru á bls. 2.

|     | <b>A</b> | <b>Tölur</b>  |
|-----|----------|---|
| 99  | Tafla 1  | Helstu mánaðarlegar vísbendingar  |
| 101 | Tafla 2  | Verðlagsþróun   |
| 102 | Tafla 3  | Gengisþróun   |
| 103 | Tafla 4  | Vextir  |
| 104 | Tafla 5  | Peningastærðir og útlán   |
| 105 | Tafla 6  | Reikningar lánakerfisins  |
| 106 | Tafla 7  | Fjármálamarkaður  |
| 106 | Tafla 8  | Vinumarkaður  |
| 107 | Tafla 9  | Þjóðhagslegt yfirlit  |
| 109 | Tafla 10 | Greiðslujöfnuður  |
| 111 | Tafla 11 | Erlend staða þjóðarbúsins   |
| 112 | Tafla 12 | Yfirlit um fjármál ríkissjóðs   |
| 113 | Tafla 13 | Fjármál hins opinbera   |
| 114 | Tafla 14 | Velta   |
| 114 | Tafla 15 | Raungengi íslensku krónunnar  |
| 115 | Tafla 16 | Fasteignamarkaður og eignaverð  |
| 115 | Tafla 17 | Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja   |
| 116 | Tafla 18 | Afkoma fyrirtækja   |
| 117 | Tafla 19 | Erlendur samanburður  |
| 117 | Tafla 20 | Alþjóðleg hagþróun  |
| 118 | Tafla 21 | Sögulegar hagtölur  |
| 121 | Tafla 22 | Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins  |
| 122 | Tafla 23 | Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum                                     |
|     | <b>B</b> | <b>Myndir</b>   |
| 101 | Mynd 1   | Vísitala neysluverðs janúar 1999 - september 2005                                   |
| 101 | Mynd 2   | Vísitala neysluverðs eftir eðli og uppruna janúar 1999 - september 2005             |
| 102 | Mynd 3   | Vísitölur meðalgengis janúar 1999 - ágúst 2005                                      |
| 102 | Mynd 4   | Gengi helstu gjaldmiðla gagnvart íslenskri krónu                                    |
| 103 | Mynd 5   | Ávöxtun á peningamarkaði janúar 1997 - ágúst 2005                                   |
| 103 | Mynd 6   | Ávöxtun langtímaskuldabréfa janúar 1997 - ágúst 2005                                |
| 104 | Mynd 7   | Peningamagn (M3), útlán innlánsstofnana og grunnfé janúar 1997 - ágúst 2005         |
| 104 | Mynd 8   | Útlánaflokkun innlánsstofnana janúar 1992 - ágúst 2005                              |
| 105 | Mynd 9   | Vöxtur útlána lánakerfisins 1. ársfj. 1994 - 2. ársfj. 2005                         |
| 105 | Mynd 10  | Flokkun innlendra skulda lánakerfisins 1990 - 2005                                  |
| 106 | Mynd 11  | Þróun launa og kaupmáttar janúar 1996 - ágúst 2005                                  |
| 106 | Mynd 12  | Atvinnuleysi og atvinnuþátttaka janúar 1996 - ágúst 2005                            |
| 107 | Mynd 13  | Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu og fjármunamyndunar 1980-2007                  |
| 107 | Mynd 14  | Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun sem % af vergri landsframleiðslu 1980-2007 |
| 108 | Mynd 15  | Ársfjórðungslegur hagvöxtur 1. ársfj. 1998 - 2. ársfj. 2005                         |
| 108 | Mynd 16  | Undirþættir hagvaxtar 1. ársfj. 1998 - 2. ársfj. 2005                               |
| 109 | Mynd 17  | Vöruútflutningur og vöruinnflutningur janúar 1996 - júlí 2005                       |
| 109 | Mynd 18  | Útflutt og innflutt þjónusta 1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2005                        |
| 110 | Mynd 19  | Viðskiptajöfnuður 1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2005                                   |

- 110 Mynd 20 Nokkrir undirþættir fjármagnsjafnaðar 1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2005
- 111 Mynd 21 Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða Seðlabankans 1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2005
- 111 Mynd 22 Erlend staða þjóðarbúsins 1980-2005
- 112 Mynd 23 Lánsfjárbörf og lántökur ríkissjóðs 1991-2005
- 112 Mynd 24 Mánaðarlegur tekjuafgangur ríkissjóðs 2003-2005
- 113 Mynd 25 Skuldir og tekjuafgangur hins opinbera 1991-2007
- 113 Mynd 26 Útgjöld og tekjur hins opinbera 1991-2007
- 114 Mynd 27 Veltubreyting milli ára 1998/1 - 2005/3
- 114 Mynd 28 Ársfjórðungslegt raungengi krónunnar 1. ársfj. 1980 - 2. ársfj. 2005
- 115 Mynd 29 Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2005
- 115 Mynd 30 Hlutabréfaverð 1998-2005
- 116 Mynd 31 Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka og sparisjóða 1996/1-2005/1
- 116 Mynd 32 Eiginfjárlutfall viðskiptabanka og sparisjóða 1996/1-2005/1
- 120 Mynd 33 Verðbólga 1940-2007
- 120 Mynd 34 Hagvöxtur 1945-2007
- 120 Mynd 35 Viðskiptajöfnuður 1945-2007
- 120 Mynd 36 Raungengi krónunnar 1960-2005
- 120 Mynd 37 Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2007
- 120 Mynd 38 Raunávöxtun og peningamagn 1960-2004
- 121 Mynd 39 Hlutfallsleg atvinnuskipting 1970 og 2001
- 121 Mynd 40 Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir vöruflokkum 1970 og 2004
- 122 Mynd 41 Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir svæðum 1970 og 2004
- 122 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, %)       |                               |                  |                               | Peningstærðir (í lok tímabils) <sup>5</sup> |                          |         |       |                               |                                |
|-----------|----------------------|--------------|--------------|---|--------------|-----------------------------------|-------------------------------|------------------|-------------------------------|---|--------------------------|---------|-------|-------------------------------|--------------------------------|
|           | % -breyting vísitölu |              |              | % -breyt. meðal-<br>gengis krónu <sup>1,2</sup> |              | Peningamarkaður                   |                               |                  |                               | 12 mán. %-breytingar                        |                          |         |       |                               |                                |
|           | sl.<br>1 m.          | sl.<br>12 m. | sl.<br>12 m. | sl.<br>1 m.                                     | sl.<br>12 m. | Endurhverf<br>verð-<br>bréttakaup | 3 mán.<br>REIBOR <sup>3</sup> | 3 mán.<br>vixlar | 5 ára<br>ríkis-<br>bréttakaup | 10 ára<br>spari-<br>skirteini               | 40 ára<br>íbúða-<br>bréf | Grunnmé | M3    | Útlán<br>innláns-<br>stofnana | Erlent<br>lánsfél <sup>6</sup> |
| 1999      | .                    | 3,4          | .            | .   | 0,2          | 9,0                               | 11,7                          | 9,8              | 9,6                           | 4,7   | 4,8                      | 75,9    | 17,1  | 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                          | 83,4                           |
| 2001      | .                    | 6,7          | .            | .   | -16,7        | 10,1                              | 12,5                          | 10,0             | 9,1                           | 5,1   | 5,9                      | -14,2   | 14,9  | 13,4                          | 30,1                           |
| 2002      | .                    | 4,8          | .            | .   | 3,0          | 5,8                               | 6,2                           | 5,8              | 6,9                           | 4,9   | 5,2                      | 17,2    | 15,3  | 0,9                           | -2,8                           |
| 2003      | .                    | 2,1          | .            | .   | 6,4          | 5,3                               | 5,1                           | 4,8              | 7,5                           | 4,3   | 4,6                      | -33,5   | 17,5  | 14,8                          | 67,3                           |
| 2004      | .                    | 3,2          | .            | .   | 2,1          | 8,25                              | 8,6                           | 7,4              | 7,8                           | 3,6   | 4,6                      | 77,7    | 14,9  | 39,6                          | 58,8                           |
| 2003      |                      |              |              |   |              |                                   |                               |                  |                               |   |                          |         |       |                               |                                |
| Október   | 0,5                  | 2,2          | 0,6          | 3,2   | 3,2          | 5,3                               | 5,1                           | 4,6              | 6,9                           | 4,2   | 4,6                      | -1,2    | 22,1  | 13,9                          | 38,9                           |
| Nóvember  | 0,1                  | 2,5          | 0,5          | 3,1   | 3,1          | 5,3                               | 5,1                           | 4,8              | 7,1                           | 4,3   | 4,6                      | -17,2   | 218,9 | 13,6                          | 56,8                           |
| Desember  | 0,3                  | 2,7          | 0,5          | 1,7   | 1,7          | 5,3                               | 5,1                           | 4,8              | 7,5                           | 4,3   | 4,6                      | -33,5   | 17,5  | 14,8                          | 67,3                           |
| 2004      |                      |              |              |   |              |                                   |                               |                  |                               |   |                          |         |       |                               |                                |
| Janúar    | 0,0                  | 2,4          | 3,3          | 2,7   | 2,7          | 5,3                               | 5,3                           | 5,1              | 7,3                           | 4,4   | 4,7                      | -12,5   | 21,4  | 20,8                          | 68,5                           |
| Febrúar   | -0,3                 | 2,3          | 1,1          | 2,0   | 2,0          | 5,3                               | 5,3                           | 5,4              | 7,0                           | 4,1   | 4,6                      | -30,0   | 21,0  | 21,4                          | 56,2                           |
| Mars      | 0,6                  | 1,8          | -1,7         | 0,5   | 0,5          | 5,3                               | 5,4                           | 5,0              | 7,0                           | 3,9   | 4,4                      | -28,7   | 22,8  | 23,9                          | 71,4                           |
| Apríl     | 0,6                  | 2,2          | -1,5         | -2,2  | -2,2         | 5,3                               | 5,4                           | 5,3              | 7,0                           | 3,7   | 4,1                      | -7,7    | 19,2  | 23,5                          | 77,0                           |
| Mai       | 0,8                  | 3,2          | -0,3         | -3,7  | -3,7         | 5,50                              | 5,8                           | 5,6              | 7,7                           | 4,0   | 4,3                      | -32,4   | 16,4  | 19,8                          | 77,5                           |
| Júní      | 0,8                  | 3,9          | 0,7          | -1,1  | -1,1         | 5,75                              | 6,1                           | 6,0              | 7,7                           | 3,9   | 4,2                      | -11,7   | 16,1  | 20,1                          | 58,3                           |
| Júlí      | -0,5                 | 3,6          | 0,3          | 1,4   | 1,4          | 6,25                              | 6,5                           | 6,0              | 7,6                           | 3,9   | 3,8                      | 23,8    | 22,1  | 20,5                          | 48,5                           |
| Ágúst     | 0,0                  | 3,7          | 0,5          | 3,9   | 3,9          | 6,25                              | 6,6                           | 6,5              | 7,7                           | 3,7   | 3,7                      | -15,8   | 12,6  | 23,6                          | 58,5                           |
| September | 0,4                  | 3,4          | -0,3         | 3,6   | 3,6          | 6,75                              | 6,9                           | 6,8              | 7,5                           | 3,7   | 3,7                      | -8,3    | 18,3  | 26,6                          | 65,0                           |
| Október   | 0,8                  | 3,7          | 0,6          | 3,6   | 3,6          | 6,75                              | 7,2                           | 7,0              | 7,8                           | 3,7   | 3,7                      | 3,5     | 17,8  | 32,4                          | 55,3                           |
| Nóvember  | 0,2                  | 3,8          | 1,4          | 4,6   | 4,6          | 7,25                              | 7,7                           | 7,5              | 7,9                           | 3,6   | 3,6                      | 7,4     | 16,7  | 34,9                          | 53,4                           |
| Desember  | 0,5                  | 3,9          | 4,5          | 8,7   | 8,7          | 8,25                              | 8,6                           | 7,4              | 7,8                           | 3,6   | 3,5                      | 77,7    | 14,9  | 39,6                          | 58,8                           |
| 2005      |                      |              |              |   |              |                                   |                               |                  |                               |   |                          |         |       |                               |                                |
| Janúar    | 0,1                  | 4,0          | 1,9          | 7,2   | 7,2          | 8,25                              | 8,6                           | 7,1              | 7,7                           | 3,5   | 3,5                      | 3,9     | 17,1  | 37,0                          | 61,3                           |
| Febrúar   | 0,2                  | 4,5          | 1,6          | 7,8   | 7,8          | 8,75                              | 9,0                           | 7,8              | 7,8                           | 3,4   | 3,5                      | -13,1   | 15,5  | 40,0                          | 71,0                           |
| Mars      | 0,8                  | 4,7          | 2,2          | 12,1  | 12,1         | 9,00                              | 9,2                           | 8,7              | 7,9                           | 3,6   | 3,6                      | 14,7    | 14,8  | 41,4                          | 64,5                           |
| Apríl     | 0,2                  | 4,3          | -2,3         | 11,1  | 11,1         | 9,00                              | 9,2                           | 8,8              | 7,7                           | 3,5   | 3,5                      | -23,4   | 17,4  | 47,6                          | 70,4                           |
| Mai       | -0,5                 | 2,9          | -2,6         | 8,6   | 8,6          | 9,00                              | 9,2                           | 8,6              | 7,6                           | 3,6   | 3,6                      | 52,0    | 18,9  | 53,5                          | 84,5                           |
| Júní      | 0,7                  | 2,8          | 2,3          | 10,4  | 10,4         | 9,50                              | 9,3                           | 9,2              | 7,7                           | 3,6   | 3,6                      | 36,0    | 20,7  | 53,3                          | 94,6                           |
| Júlí      | 0,1                  | 3,5          | 1,3          | 11,5  | 11,5         | 9,50                              | 9,3                           | 9,4              | 7,6                           | 3,7   | 3,7                      | -18,2   | 19,1  | 54,8                          | 110,4                          |
| Ágúst     | 0,2                  | 3,7          | 0,5          | 11,5  | 11,5         | 9,50                              | 9,3                           | 9,3              | 7,4                           | 3,6   | 3,6                      | -10,9   | 21,1  | 50,5                          | 100,7                          |
| September | 1,5                  | 4,8          | ...          | ...   | ...          | ...                               | ...                           | ...              | ...                           | ...   | ...                      | ...     | ...   | ...                           | ...                            |

1. Árstölur eru breytingar milli ársmeðaltala. 2. M.v. opinbera gengisskráningarvísitölu krónunnar og meðalgengi hvers tímabils. Jákvætt formerki táknar styrkingu gengisins. 3. Meðalávöxtun á millbankamarkaði lánaðstofnana með krónu. 4. Fyrir sparskrifteini og íbúðabréf er sýnd ávöxtun umfram verðtryggingu. Viðskipti með íbúðabréf hófust í júlí 2004, áður eru sýndar tölur um húsbúðabréf. 5. Árstölur eru breytingar yfir ár. Útlán til innlendra aðila eingöngu frá janúar 2002. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur. 6. Erlendur skuldir innlánsstofnana.

Tafla 1 (frh.) Helstu mánaðarlegar vísibendingar

|           | Gjaldveisismarkaður og gjaldveisiforði |                               | Hrein kaup sí                       |   | Útanríkisviðskipti og ytri skilyrði |                     | Vinnu- og launamarkaður |                      | Ríkisfjármál   |               | Eignaverð       |                |               |      |
|-----------|--|-------------------------------|-------------------------------------|---|-------------------------------------|---------------------|-------------------------|----------------------|----------------|---------------|-----------------|----------------|---------------|------|
|           | Staða (ma.kr.)                         | vöruinnflutningi <sup>7</sup> | erl. skt.sk. á lánaðum <sup>8</sup> | sem hlutfall af vöruinnflutningi <sup>7</sup> | erl. skt.sk. á markaði (ma.kr.)     | Vöruskipti (ma.kr.) | Vöruflokkur (ma.kr.)    | Vöruflokkur (ma.kr.) | Útlán (ma.kr.) | Laun (ma.kr.) | Tekjur (ma.kr.) | Útlán (ma.kr.) | Verð (ma.kr.) |      |
| 1999      | 35,8                                   | 2,6                           | 0,91                                | 12,0  | -22,9                               | 144,9               | 167,8                   | -4,8                 | 93,6           | 1,9           | 6,8             | 8,7            | 47,4          | 22,2 |
| 1999      | 35,8                                   | 2,6                           | 0,91                                | 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                           | 0,60                                | -13,9   | -38,0                               | 149,3               | 187,3                   | -3,0                 | 96,2           | 1,3           | 6,6             | 5,9            | -19,3         | 13,3 |
| 2001      | 36,6                                   | 2,1                           | 0,40                                | -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                           | 0,20                                | 4,5   | 13,1                                | 204,3               | 191,2                   | 3,4                  | 88,5           | 2,5           | 7,2             | -5,6           | 16,7          | 7,5  |
| 2003      | 58,1                                   | 3,5                           | 0,25                                | 43,2  | -16,9                               | 182,6               | 199,5                   | 0,4                  | 94,1           | 3,4           | 5,6             | -7,7           | 56,4          | 9,1  |
| 2004      | 65,6                                   | 3,6                           | 0,24                                | 27,2  | -37,8                               | 202,4               | 240,2                   | 0,6                  | 97,2           | 3,1           | 4,7             | 0,1            | 58,9          | 23,3 |
| 2003      |  |                               |                                     |   |                                     |                     |                         |                      |                |               |                 |                |               |      |
| Oktober   | 51,7                                   | 3,1                           | 0,28                                | 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                           | 0,29                                | 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                           | 0,25                                | 3,7   | -2,5                                | 13,7                | 16,2                    | -1,4                 | 93,6           | 3,1           | 5,4             | -7,7           | 56,4          | 9,1  |
| 2004      |  |                               |                                     |   |                                     |                     |                         |                      |                |               |                 |                |               |      |
| Janúar    | 56,4                                   | 3,4                           | 0,28                                | 7,0   | 0,3                                 | 16,7                | 16,4                    | -2,9                 | 96,5           | 3,7           | 3,3             | -1,2           | 76,8          | 8,3  |
| Febrúar   | 57,3                                   | 3,5                           | 0,28                                | 1,4   | 0,1                                 | 14,3                | 14,1                    | -2,3                 | 97,3           | 3,6           | 3,3             | 8,1            | 89,3          | 9,2  |
| Mars      | 66,7                                   | 3,8                           | 0,33                                | 1,8   | -1,0                                | 20,3                | 21,2                    | -2,7                 | 95,8           | 3,5           | 3,8             | -0,5           | 79,8          | 9,7  |
| Apríl     | 65,6                                   | 3,7                           | 0,31                                | 1,5   | -3,2                                | 16,8                | 20,0                    | -5,1                 | 94,8           | 3,5           | 4,0             | 1,0            | 91,1          | 13,4 |
| Mai       | 65,8                                   | 3,8                           | 0,31                                | 1,5   | -3,6                                | 15,0                | 18,6                    | -3,1                 | 94,9           | 3,3           | 4,6             | -2,2           | 82,7          | 11,4 |
| Júní      | 68,5                                   | 3,8                           | 0,29                                | 1,8   | -7,2                                | 16,0                | 23,1                    | -1,8                 | 95,6           | 3,1           | 5,1             | -2,5           | 96,9          | 9,9  |
| Júlí      | 68,1                                   | 3,8                           | 0,34                                | 1,4   | -6,2                                | 16,8                | 23,1                    | -0,1                 | 95,8           | 3,0           | 5,1             | -9,1           | 105,6         | 12,6 |
| Ágúst     | 70,8                                   | 3,8                           | 0,30                                | 1,6   | -6,5                                | 14,1                | 20,6                    | 3,3                  | 96,4           | 2,9           | 5,2             | -4,8           | 92,6          | 9,5  |
| September | 71,1                                   | 3,8                           | 0,29                                | 1,6   | 0,3                                 | 19,4                | 19,2                    | 4,3                  | 96,4           | 2,6           | 5,3             | -5,8           | 109,3         | 14,3 |
| Oktober   | 66,1                                   | 3,5                           | 0,27                                | 1,4   | -4,5                                | 17,1                | 21,6                    | 4,9                  | 97,1           | 2,7           | 5,3             | -2,0           | 75,1          | 13,8 |
| Nóvember  | 67,1                                   | 3,6                           | 0,24                                | 4,9   | -2,3                                | 18,9                | 21,2                    | 5,2                  | 98,8           | 2,6           | 5,4             | -3,7           | 70,1          | 17,3 |
| Desember  | 65,6                                   | 3,6                           | 0,24                                | 1,4   | -4,0                                | 16,9                | 20,9                    | 9,2                  | 103,4          | 2,7           | 6,0             | 0,1            | 58,9          | 23,3 |
| 2005      |  |                               |                                     |   |                                     |                     |                         |                      |                |               |                 |                |               |      |
| Janúar    | 65,0                                   | 3,5                           | 0,26                                | 0,8   | -4,9                                | 13,9                | 18,8                    | 9,5                  | 105,9          | 3,0           | 6,6             | 15,2           | 54,6          | 27,9 |
| Febrúar   | 60,0                                   | 3,2                           | 0,26                                | 0,6   | -5,0                                | 16,4                | 21,4                    | 7,9                  | 107,6          | 2,8           | 6,7             | 21,1           | 43,3          | 32,2 |
| Mars      | 59,5                                   | 3,1                           | 0,26                                | 0,6   | -5,9                                | 16,3                | 22,3                    | 9,6                  | 109,9          | 2,6           | 6,5             | 11,6           | 53,5          | 32,2 |
| Apríl     | 61,5                                   | 3,0                           | 0,22                                | 0,6   | -4,7                                | 17,1                | 21,9                    | 8,6                  | 106,6          | 2,3           | 6,7             | 9,7            | 51,8          | 34,1 |
| Mai       | 61,7                                   | 3,0                           | 0,21                                | 7,3   | -8,2                                | 15,7                | 23,9                    | 8,9                  | 103,8          | 2,2           | 6,6             | 7,2            | 51,6          | 38,5 |
| Júní      | 62,4                                   | 3,0                           | 0,19                                | 0,6   | -8,6                                | 18,7                | 27,3                    | 8,7                  | 106,5          | 2,1           | 6,3             | 8,2            | 39,9          | 38,8 |
| Júlí      | 58,8                                   | 2,8                           | 0,17                                | 0,7   | -10,2                               | 13,7                | 23,9                    | 8,2                  | 108,1          | 2,0           | 6,6             | 2,2            | 38,3          | 39,4 |
| Ágúst     | 58,3                                   | 2,8                           | ...                                 | 0,8   | ...                                 | ...                 | ...                     | ...                  | 109,5          | 1,8           | 6,7             | ...            | 38,0          | 40,3 |
| September | ...                                    | ...                           | ...                                 | ...   | ...                                 | ...                 | ...                     | ...                  | 111,5          | ...           | ...             | ...            | ...           | ...  |

7. Gjaldveisiforði í lok tímabils sem hlutfall af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvöruinnflutnings sl. 12 mánuði. 8. Í nefnara eru eftendar skammtímaskuldbindingar innlánsstofnana og fjárfestingarbanka. 9. Verð í SDR. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 10. Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag á Íslandi og 117 helstu vöðskjalaflokkum. 1980 = 100. Meðaltal tímabils. 11. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 12. Greiðslugrunnur. An eignasölu. Leibrétt fyrir öran bókun gjalda jan. - nóv. 2004. 13. Árstölur eru breyting yfir ár. 14. Íbúðarhúsnæði á höfuðborgarsvæði (sjó sveitarfélög). Árstölur eru breyting yfir ár.

Heimildir: Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Ríkisskjaldbindingar, Vinnu- og launastofnun, Seðlabanki Íslands.

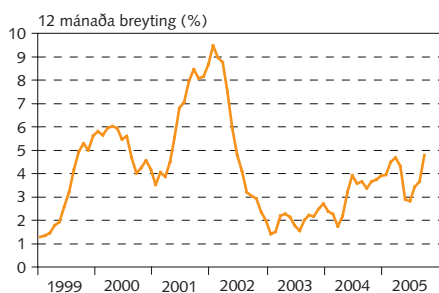
## Tafla 2 Verðlagsþróun

|  | 2005  |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|  | jan.  | febr. | mars  | apríl | maí   | júní  | júlí  | ág.   | sept. |
| Vísitala neysluverðs (maí 1988 = 100)                    | 239,2 | 239,7 | 241,5 | 242,0 | 240,7 | 242,4 | 242,7 | 243,2 | 246,9 |
| <i>1 mánaðar %-breytingar:</i>                           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Vísitala neysluverðs                                     | 0,1   | 0,2   | 0,8   | 0,2   | -0,5  | 0,7   | 0,1   | 0,2   | 1,5   |
| Innlendar vörur án búvöru og grænmetis                   | -0,2  | -0,1  | -1,4  | -1,9  | -2,4  | 1,8   | -1,0  | 1,9   | 0,3   |
| Búvara og grænmeti                                       | 1,1   | -0,8  | -2,0  | -1,7  | -5,3  | 2,7   | 3,0   | -0,7  | 2,0   |
| Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks                    | -3,1  | -1,1  | 1,6   | -0,2  | 0,6   | -0,5  | -1,0  | -1,3  | 3,7   |
| Bensín   | -5,7  | 0,1   | 2,7   | 0,2   | 3,8   | -0,1  | 5,7   | 1,9   | 4,9   |
| Húsnæði  | 1,9   | 2,4   | 2,2   | 2,7   | -1,1  | 1,9   | 1,1   | 1,4   | 1,0   |
| Opinber þjónusta   | 4,4   | 1,0   | -0,2  | -     | 0,2   | 0,4   | 0,3   | 0,1   | 0,2   |
| Önnur þjónusta   | 0,9   | 0,4   | 0,6   | -0,1  | 0,4   | 0,1   | 0,3   | 0,3   | 0,6   |
| Samræmd neysluverðsvísitala ESB <sup>1</sup>             | -0,4  | -0,2  | 0,4   | -0,5  | -0,3  | 0,4   | -0,2  | ...   | ...   |
| <i>12 mánaða %-breytingar:</i>                           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Vísitala neysluverðs                                     | 4,0   | 4,5   | 4,7   | 4,3   | 2,9   | 2,8   | 3,5   | 3,7   | 4,8   |
| Innlendar vörur án búvöru og grænmetis                   | 1,8   | 2,0   | 1,1   | -0,9  | -4,0  | -2,9  | -3,9  | -1,7  | -2,0  |
| Búvara og grænmeti                                       | 5,2   | 4,9   | 3,0   | 2,0   | -4,8  | -2,7  | -0,7  | -2,6  | -0,5  |
| Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks                    | 0,1   | -0,5  | -0,1  | -1,4  | -1,4  | -2,9  | -2,2  | -2,6  | -     |
| Bensín   | 4,3   | 4,9   | 9,9   | 5,7   | 6,2   | -0,1  | 8,1   | 6,6   | 12,2  |
| Húsnæði  | 11,5  | 13,9  | 15,7  | 17,7  | 14,6  | 14,9  | 16,7  | 17,6  | 18,0  |
| Opinber þjónusta   | 3,6   | 7,2   | 6,9   | 6,9   | 6,4   | 6,7   | 6,4   | 6,0   | 6,8   |
| Önnur þjónusta   | 3,6   | 3,6   | 3,5   | 3,1   | 3,0   | 3,1   | 3,1   | 3,3   | 3,9   |
| Samræmd neysluverðsvísitala ESB <sup>1</sup>             | 2,7   | 2,9   | 2,5   | 1,6   | 0,5   | 0,3   | 0,5   | ...   | ...   |
| Vísitala byggingarkostnaðar <sup>2</sup>                 | 8,6   | 8,1   | 7,0   | 6,6   | 4,5   | 4,2   | 3,7   | 4,3   | ...   |
| Fasteignaverð <sup>3</sup>                               | 27,9  | 32,2  | 32,2  | 34,1  | 38,5  | 38,8  | 39,4  | ...   | ...   |
| <i>Verðlag erlendis og á heimsmarkaði, 12 mán. %-br.</i> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Vísitala neysluverðs í Bandaríkjunum                     | 3,0   | 3,0   | 3,1   | 3,5   | 2,8   | 2,5   | 3,2   | ...   | ...   |
| Vísitala neysluverðs á evrusvæði <sup>4</sup>            | 1,9   | 2,1   | 2,1   | 2,1   | 2,0   | 2,1   | 2,2   | 2,1   | ...   |
| Hrávöruverð (án olíu) á heimsmarkaði                     | 5,6   | 4,8   | 9,4   | 6,1   | -14,9 | -14,2 | -14,7 | ...   | ...   |
| Olíuverð <sup>5</sup>                                    | 42,0  | 46,3  | 56,8  | 53,3  | 27,4  | 52,2  | 51,0  | 51,0  | ...   |

1. Frábrugðin neysluverðsvísitölu 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.

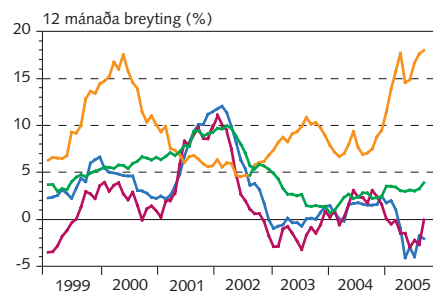
Heimildir: EcoWin, Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands.

Mynd 1  
Vísitala neysluverðs  
janúar 1999 - september 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

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



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

Heimild: Hagstofa Íslands.

## Tafla 3 Gengisþróun

| Mánaðarmeðaltöl<br>Vísitölur meðalgengis:             | 2004  |       |       |       | 2005  |       |       |       |       | 3 mán.<br>%-br. til |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------|
|   | des.  | jan.  | febr. | mars  | apríl | maí   | júní  | júlí  | ág.   | 31. ág.             |
| Gengisskráningargvog (31/12 '91 = 100)                | 114,5 | 112,5 | 110,7 | 108,3 | 110,8 | 113,8 | 111,2 | 109,7 | 109,1 | 3,3                 |
| Innflutningsvog (31/12 '94 = 100) <sup>1</sup>        | 97,0  | 95,2  | 93,7  | 91,6  | 93,8  | 96,3  | 94,0  | 92,8  | 92,3  | 3,4                 |
| Útflutningsvog (31/12 '94 = 100) <sup>1</sup>         | 98,0  | 96,2  | 94,7  | 92,7  | 94,9  | 97,4  | 95,2  | 93,9  | 93,5  | 3,3                 |
| <i>Gengisskráning Seðlabanka Íslands:<sup>2</sup></i> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                     |
| Bandaríkjadalur                                       | 62,7  | 62,7  | 62,0  | 59,9  | 62,3  | 64,8  | 65,1  | 65,1  | 63,7  | 2,3                 |
| Evra  | 84,1  | 82,1  | 80,7  | 79,2  | 80,6  | 82,3  | 79,2  | 78,4  | 78,3  | 3,4                 |
| Japanskt jen  | 0,604 | 0,606 | 0,591 | 0,570 | 0,581 | 0,608 | 0,599 | 0,582 | 0,576 | 5,6                 |
| Sterlingspund   | 121,0 | 117,6 | 117,0 | 114,4 | 118,0 | 120,2 | 118,5 | 114,0 | 114,3 | 4,3                 |
| Dönsk króna   | 11,31 | 11,04 | 10,85 | 10,64 | 10,82 | 11,05 | 10,65 | 10,51 | 10,50 | 3,6                 |
| Norsk króna   | 10,23 | 10,00 | 9,70  | 9,68  | 9,86  | 10,18 | 10,03 | 9,90  | 9,89  | 2,3                 |
| Sænsk króna   | 9,36  | 9,07  | 8,88  | 8,72  | 8,79  | 8,95  | 8,56  | 8,32  | 8,39  | 5,6                 |

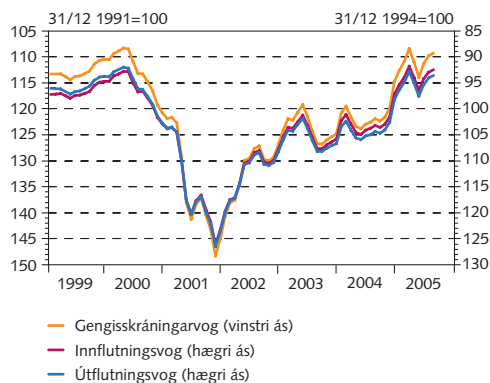
102

| % -breytingar <sup>3</sup>                            | Milli ársmeðaltala |      |      |      | Frá ársbyrjun til loka mán. |         |         | Sl. 12 mán. til loka |         |         |
|---|--------------------|------|------|------|-----------------------------|---------|---------|----------------------|---------|---------|
|   | 2001               | 2002 | 2003 | 2004 | ág. '03                     | ág. '04 | ág. '05 | ág. '03              | ág. '04 | ág. '05 |
| <i>Vísitölur meðalgengis:</i>                         |                    |      |      |      |                             |         |         |                      |         |         |
| Gengisskráningargvog (31/12 '91 = 100)                | -16,7              | 3,0  | 6,4  | 2,1  | -0,7                        | 0,8     | 4,9     | 3,7                  | 2,7     | 13,7    |
| Innflutningsvog (31/12 '94 = 100)                     | -16,4              | 3,1  | 6,6  | 2,3  | -0,7                        | 0,8     | 5,0     | 3,7                  | 3,0     | 13,8    |
| Útflutningsvog (31/12 '94 = 100)                      | -17,0              | 3,0  | 6,2  | 1,8  | -0,6                        | 0,8     | 4,8     | 3,6                  | 2,3     | 13,6    |
| <i>Gengisskráning Seðlabanka Íslands:<sup>2</sup></i> |                    |      |      |      |                             |         |         |                      |         |         |
| Bandaríkjadalur                                       | -19,3              | 6,8  | 19,2 | 9,5  | 0,5                         | -1,7    | -3,2    | 9,3                  | 11,0    | 14,4    |
| Evra  | -17,0              | 1,5  | -0,6 | -0,5 | -3,3                        | 2,4     | 8,3     | -1,1                 | -0,1    | 13,7    |
| Japanskt jen  | -9,1               | 10,2 | 10,1 | 2,3  | -1,3                        | 1,0     | 5,4     | 7,9                  | 4,6     | 16,4    |
| Sterlingspund   | -15,3              | 2,6  | 9,4  | -2,4 | 2,5                         | -2,3    | 4,8     | 7,4                  | -2,1    | 15,0    |
| Dönsk króna   | -17,0              | 1,2  | -0,6 | -0,4 | -3,2                        | 2,3     | 8,6     | -1,1                 | 0,1     | 14,0    |
| Norsk króna   | -17,7              | -5,2 | 5,9  | 4,1  | 9,5                         | 2,6     | 3,4     | 10,5                 | 1,8     | 6,3     |
| Sænsk króna   | -9,0               | 0,4  | -1,0 | -0,4 | -2,8                        | 3,0     | 12,3    | -0,7                 | -1,1    | 16,5    |

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

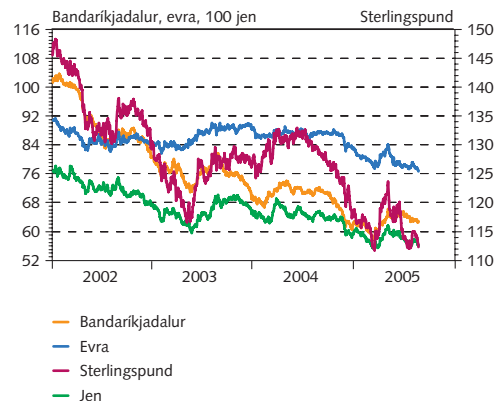
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3  
Vísitölur meðalgengis janúar 1999 - ágúst 2005  
Mánaðarleg meðaltöl



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4  
Gengi helstu gjaldmiðla gagnvart íslenskrí krónu  
Daglegar tölur, 3. janúar 2002 - 31. ágúst 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

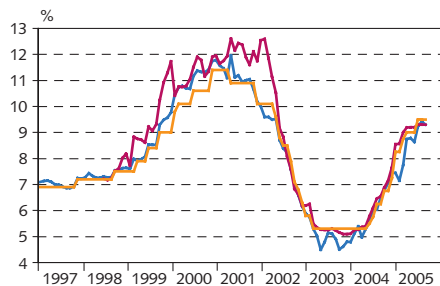
## Tafla 4 Vextir

| Allar tölur eru í %  | Ársmeðaltöl <sup>1</sup> |      |      | Í lok mánaðar 2005 |       |       |       |       |       |       |
|--|--------------------------|------|------|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|  | 2002                     | 2003 | 2004 | febr.              | mars  | apríl | maí   | júní  | júlí  | ágúst |
| <i>Vextir Seðlabanka Íslands</i>   |                          |      |      |                    |       |       |       |       |       |       |
| Viðskiptareikningar lánastofnana   | 5,5                      | 2,9  | 3,7  | 6,8                | 6,75  | 7,25  | 7,25  | 8,00  | 8,00  | 8,00  |
| Bindiskyldureikningar  | 7,1                      | 4,2  | 4,9  | 7,8                | 7,75  | 8,00  | 8,00  | 8,75  | 8,75  | 8,75  |
| Daglán, forvextir  | 10,7                     | 7,8  | 8,3  | 10,8               | 10,75 | 10,75 | 10,75 | 11,00 | 11,00 | 11,00 |
| Endurhverf verðbréfa   | 8,4                      | 5,4  | 6,1  | 8,8                | 9,00  | 9,00  | 9,00  | 9,50  | 9,50  | 9,50  |
| <i>Ávöxtun á peningamarkaði<sup>2</sup></i>                                |                          |      |      |                    |       |       |       |       |       |       |
| REIBOR, yfir nótt  | 9,3                      | 5,1  | 6,1  | 8,6                | 8,7   | 8,1   | 8,7   | 8,7   | 9,2   | 9,2   |
| REIBOR, 1 mán.   | 9,0                      | 5,3  | 6,1  | 8,6                | 8,8   | 8,8   | 8,8   | 9,2   | 9,2   | 9,2   |
| REIBOR, 3 mán.   | 8,9                      | 5,3  | 6,3  | 9,0                | 9,2   | 9,2   | 9,2   | 9,3   | 9,3   | 9,3   |
| REIBOR, 6 mán.   | 8,8                      | 5,5  | 6,5  | 9,3                | 9,4   | 9,4   | 9,4   | 9,5   | 9,5   | 9,5   |
| Ríkisvixlar, 3 mán.  | 8,1                      | 5,0  | 6,1  | 7,8                | 8,7   | 8,8   | 8,6   | 9,2   | 9,4   | 9,3   |
| Ríkisvixlar, 6 mán. <sup>3</sup>   | 7,9                      | 5,0  | ...  | ...                | ...   | ...   | ...   | ...   | ...   | ...   |
| <i>Ávöxtun á skuldabréfamarkaði<sup>4</sup></i>                            |                          |      |      |                    |       |       |       |       |       |       |
| Ríkisbréf (RIKB 07 0209)   | 7,6                      | 6,8  | 7,5  | 8,6                | 8,8   | 9,0   | 9,1   | 9,1   | 9,0   | 9,0   |
| Ríkisbréf (RIKB 10 0317)   | .                        | .    | 7,6  | 7,8                | 7,9   | 7,7   | 7,6   | 7,7   | 7,6   | 7,4   |
| Ríkisbréf (RIKB 13 0517)   | 4,9                      | 7,6  | 7,6  | 7,4                | 7,7   | 7,7   | 7,5   | 7,5   | 7,3   | 7,4   |
| Spariskirteini (RIKS 15 1001)  | 5,2                      | 4,4  | 3,9  | 3,4                | 3,6   | 3,5   | 3,6   | 3,6   | 3,7   | 3,6   |
| Húsbréf (IBH 26 0315) <sup>5</sup>   | 5,7                      | 4,7  | 4,5  | 4,7                | 4,7   | 4,7   | 4,8   | 4,7   | 4,7   | 4,8   |
| Íbúðabréf (HFF 15 0914) <sup>5</sup>                                       | .                        | .    | 3,5  | 3,3                | 3,5   | 3,5   | 3,7   | 3,5   | 3,7   | 3,6   |
| Íbúðabréf (HFF 15 0224) <sup>5</sup>                                       | .                        | .    | 3,8  | 3,4                | 3,7   | 3,6   | 3,6   | 3,6   | 3,7   | 3,7   |
| Íbúðabréf (HFF 15 0434) <sup>5</sup>                                       | .                        | .    | 3,8  | 3,5                | 3,6   | 3,6   | 3,6   | 3,6   | 3,7   | 3,7   |
| Íbúðabréf (HFF 15 0644) <sup>5</sup>                                       | .                        | .    | 3,7  | 3,5                | 3,6   | 3,5   | 3,6   | 3,6   | 3,7   | 3,6   |
| <i>Útlánsvextir banka og sparisjóða<sup>6</sup></i>                        |                          |      |      |                    |       |       |       |       |       |       |
| Óverðtryggð skuldabréf, meðalvextir  | 15,4                     | 12,0 | 12,2 | 13,9               | 14,3  | 14,3  | 14,3  | 14,8  | 14,8  | 14,9  |
| Verðtryggð skuldabréf, meðalvextir   | 10,1                     | 9,1  | 8,0  | 7,6                | 7,4   | 7,4   | 7,4   | 7,4   | 7,4   | 6,9   |
| <i>Vextir skv. 10. gr. laga nr. 25/1987 / laga nr. 38/2001<sup>7</sup></i> |                          |      |      |                    |       |       |       |       |       |       |
| Dráttarvextir í íslenskum krónum   | 21,3                     | 17,3 | 17,3 | 20,0               | 20,0  | 20,0  | 20,0  | 20,0  | 20,5  | 20,5  |

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 húsbrefta 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 tölfraðilegar 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.

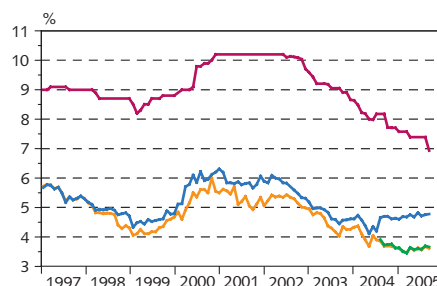
Mynd 5  
Ávöxtun á peningamarkaði  
janúar 1997 - ágúst 2005  
Í lok mánaðar



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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6  
Ávöxtun langtímaskuldabréfa  
janúar 1997 - ágúst 2005  
Í lok mánaðar



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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Tafla 5 Peningastærðir og útlán

|   | Staða í ma.kr.<br>ágúst'05 | % -breyting yfir ár |       |       | 1 mán. breyt. í ma.kr. |         |        | 12 mán. %-breyting |        |        |
|---|----------------------------|---------------------|-------|-------|------------------------|---------|--------|--------------------|--------|--------|
|   |                            | 2002                | 2003  | 2004  | júní'05                | júlí'05 | ág.'05 | ág.'03             | ág.'04 | ág.'05 |
| <i>Úr reikningum Seðlabankans</i>           |                            |                     |       |       |                        |         |        |                    |        |        |
| Erl. eignir til skamms tíma, nettó          | 58,3                       | .                   | .     | .     | 0,7                    | -3,8    | -0,3   | .                  | .      | .      |
| Kröfur á ríkissjóð og ríkisstofnanir, nettó | -28,0                      | .                   | .     | .     | -8,4                   | 8,4     | -12,2  | .                  | .      | .      |
| Kröfur á innlánsstofnanir                   | 26,6                       | 27,9                | -65,2 | 32,2  | 14,1                   | -9,6    | 6,1    | -21,7              | -65,8  | 26,1   |
| Grunnfé                                     | 30,7                       | 17,2                | -33,5 | 77,7  | 7,7                    | -2,9    | -7,6   | 5,6                | -15,8  | -10,9  |
| Seðlar og mynt í umferð                     | 9,4                        | 3,4                 | 9,4   | 9,1   | 0,4                    | 0,7     | -0,5   | 7,7                | 6,2    | 15,3   |
| Sjóður og innstæður innlánsstofnana         | 21,3                       | 22,3                | -46,7 | 121,0 | 7,3                    | -3,6    | -7,0   | 5,1                | -21,0  | -19,1  |

### Úr reikningum innlánsstofnana

|                                       |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Seðlabankaliðir, nettó                | -5,3    | .     | .     | .     | -6,4  | 6,4   | -13,9 | .     | .     | .     |
| Skammtímaastaða, nettó                | -7,6    | .     | .     | .     | -8,5  | 10,3  | -13,0 | .     | .     | .     |
| Útlán og markaðsverðbréf <sup>1</sup> | 2.373,4 | 3,1   | 28,2  | 40,3  | 125,7 | 54,0  | 78,8  | 17,2  | 35,1  | 61,6  |
| Útlán <sup>2</sup>                    | 1.855,5 | 2,6   | 22,8  | 43,1  | 91,2  | 39,7  | 62,3  | 15,2  | 33,3  | 64,4  |
| Opinberir aðilar                      | 13,4    | 8,1   | 1,6   | -16,1 | 1,4   | -0,8  | 0,8   | -12,2 | -4,7  | -14,8 |
| Fjálmálastofnanir aðrar en bankar     | 13,7    | -45,2 | .     | .     | -0,9  | -1,1  | -3,6  | .     | .     | -46,7 |
| Atvinnuvegir                          | 965,9   | 15,5  | 2,1   | 25,1  | 17,5  | 21,5  | 10,8  | 20,8  | 33,3  | 34,3  |
| Einstaklingar                         | 455,3   | 9,9   | 8,1   | 12,7  | 12,9  | 8,2   | 24,4  | 2,2   | 19,0  | 131,5 |
| Erlendir aðilar                       | 398,0   | .     | 63,1  | 117,9 | 60,0  | 10,3  | 30,8  | 48,6  | 126,5 | 148,0 |
| Markaðsskuldabréf                     | 268,9   | -3,4  | 38,3  | 22,8  | 12,5  | 14,7  | -9,4  | 16,9  | 22,6  | 44,2  |
| Innlend útlán og markaðsverðbréf      | 1.874,6 | 0,9   | 22,6  | 35,5  | 63,9  | 29,7  | 37,8  | 15,9  | 25,9  | 47,1  |
| Innlend útlán                         | 1.457,5 | 0,9   | 14,8  | 39,6  | 31,2  | 29,5  | 31,5  | 13,1  | 23,6  | 50,5  |
| Innstæður                             | 656,0   | 15,5  | 22,5  | 13,5  | 21,9  | 3,3   | 5,4   | 19,8  | 15,6  | 27,1  |
| Innlendar innstæður                   | 609,7   | .     | .     | 15,1  | 18,6  | 1,8   | 1,1   | .     | .     | 21,2  |
| Verðbréfaútgáfa                       | 1.575,5 | 6,7   | 106,1 | 79,4  | 73,8  | 105,1 | 8,3   | 49,5  | 82,8  | 111,5 |
| Innlend verðbréfaútgáfa               | 123,9   | 46,4  | 4,9   | 29,5  | 1,8   | 0,9   | -3,0  | -1,1  | 12,3  | 42,7  |
| Erlendar skuldir alls <sup>3</sup>    | 1.772,9 | -2,8  | 67,3  | 58,8  | 86,6  | 106,0 | 17,1  | 33,5  | 58,5  | 100,7 |

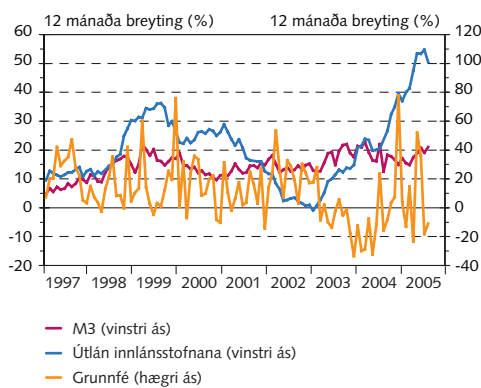
### Úr reikningum bankakerfisins

|  |         |      |      |      |      |       |       |      |      |      |
|--|---------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|
| Erlendar eignir, nettó                             | -585,8  | -6,8 | 18,5 | 25,1 | 21,6 | -23,0 | -16,9 | 22,0 | 11,2 | 45,1 |
| Innlend útlán og markaðsverðbréf                   | 1.707,3 | -2,3 | 21,6 | 36,1 | 39,0 | 47,3  | 7,7   | 18,1 | 23,1 | 46,6 |
| Peningamagn (M1) <sup>4</sup>                      | 161,6   | 23,8 | 22,8 | 29,9 | 20,8 | -3,3  | -10,9 | 32,5 | 13,6 | 34,3 |
| Peningamagn og alm. sparifé (M2) <sup>5</sup>      | 283,7   | 9,3  | 18,5 | 27,5 | 19,1 | 3,4   | -13,3 | 25,6 | 13,6 | 27,2 |
| Peningamagn og sparifé (M3) <sup>6</sup>           | 619,1   | 15,3 | 17,5 | 14,9 | 19,0 | 2,4   | 0,5   | 19,6 | 12,6 | 21,1 |
| Peningamagn, sparifé og verðbréf (M4) <sup>7</sup> | 743,0   | 17,0 | 15,6 | 17,0 | 20,8 | 3,4   | -2,5  | 16,0 | 12,5 | 24,2 |

1. Ríkissvælar, hlutabréf og eignarleigusamningar meðtaldir. 2. Raðir fyrir flokkun útlána hafa verið umreiknaðar í kjölfar upptöku ÍSAT lánaflökkunar. Upplýsingar um útlán til erlendra aðila liggja fyrir frá janúar 2001. 3. Frá og með Peningamálum 2005/3 tákna þessi liður erlendar skuldir alls, þ.m.t. verðbréfaútgáfu erlendis. 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.

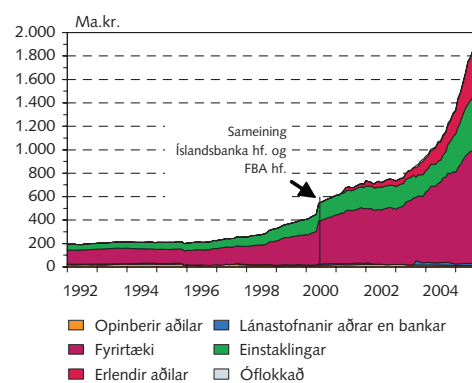
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7  
Peningamagn (M3), útlán innlánsstofnana og grunnfé janúar 1997 - ágúst 2005



Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8  
Útlánaflokkun innlánsstofnana janúar 1992 - ágúst 2005<sup>1</sup>



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



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

| Staða í ma.kr.                                 | júni'05  | % -breyting yfir ár |       |      |       |       |       | 3 mán. %-br. til loka |         |        |
|--|----------|---------------------|-------|------|-------|-------|-------|-----------------------|---------|--------|
|  |          | 1999                | 2000  | 2001 | 2002  | 2003  | 2004  | des.'04               | mars'05 | jún'05 |
| <b>Eignir</b>                                  |          |                     |       |      |       |       |       |                       |         |        |
| Innlend útlán og verðbréfaeign                 | 3.103,2  | 17,3                | 17,2  | 19,2 | 3,2   | 11,4  | 20,2  | 2,8                   | 6,8     | 9,5    |
| Bankakerfi <sup>2</sup>                        | 1.805,5  | 23,7                | 44,4  | 13,8 | 8,0   | 22,4  | 36,9  | 10,0                  | 12,7    | 13,0   |
| Ýmis lánaþyrntæki                              | 620,6    | 17,4                | -3,8  | 20,8 | -2,0  | 8,0   | 15,1  | -4,5                  | 0,8     | -2,9   |
| Íbúðalánasjóður                                | 403,2    | 13,9                | 12,0  | 18,1 | 11,5  | 14,1  | 0,3   | -8,2                  | -3,1    | -6,9   |
| Bindiskyld lánaþyrntæki <sup>3</sup>           | 173,8    | .                   | .     | 30,3 | -41,4 | -19,0 | 133,6 | 9,0                   | 12,4    | 6,5    |
| Önnur lánaþyrntæki <sup>4</sup>                | 43,7     | 9,2                 | 17,2  | 16,1 | 9,0   | 0,8   | -2,4  | -4,3                  | 1,8     | 2,1    |
| Lífeyrissjóðir                                 | 785,0    | 17,9                | 4,6   | 16,4 | 12,2  | 13,4  | 16,5  | 0,2                   | 4,5     | 2,5    |
| Tryggingarfélag                                | 84,8     | 10,1                | 24,1  | 12,2 | 6,3   | 14,8  | 4,1   | -5,0                  | 17,9    | 7,4    |
| Verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir <sup>5</sup> | 291,5    | 24,1                | -14,0 | 22,3 | 39,2  | 47,0  | 38,9  | 6,1                   | 10,2    | 3,1    |
| Útlönd   | 2.223,5  | 24,0                | 39,6  | 29,5 | -4,6  | 29,7  | 42,5  | 9,4                   | 8,5     | 27,1   |
| Lánasjóðir ríkisins                            | 294,7    | 2,2                 | 0,0   | 31,9 | -3,0  | -3,2  | -4,3  | -5,7                  | -5,0    | -1,1   |
| Milli samtala                                  | 6.105,5  | 18,3                | 18,4  | 21,6 | 3,1   | 18,8  | 28,3  | 4,8                   | 7,5     | 12,8   |
| frá dragast innbyrðis viðskipti                | -3.002,4 | 19,9                | 20,4  | 25,4 | 2,9   | 29,8  | 38,8  | 7,1                   | 8,3     | 16,5   |
| Eignir = skuldir                               | 3.103,2  | 17,3                | 17,2  | 19,2 | 3,2   | 11,4  | 20,2  | 2,8                   | 6,8     | 9,5    |

## Skuldir

|                          |         |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|--------------------------|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Innlendar skuldir</b> | 2.092,0 | 21,0 | 7,1  | 14,1 | 7,2  | 19,4 | 14,7 | 2,7  | 3,1  | 7,5  |
| Innlán og seðlar         | 558,3   | 16,6 | 11,1 | 14,9 | 13,4 | 21,9 | 9,8  | -5,7 | 12,0 | 6,3  |
| Skuldabréf og víxlar     | 245,0   | 23,0 | 10,1 | 6,7  | 0,2  | 45,2 | 13,2 | 4,5  | -2,8 | -5,3 |
| Tryggingarsjóður         | 53,0    | 9,1  | 11,5 | 15,6 | 4,4  | 4,7  | 2,3  | -5,5 | 8,0  | -3,2 |
| Lífeyrissjóðir           | 1.049,7 | 27,4 | 9,9  | 13,7 | 4,9  | 21,1 | 19,8 | 2,1  | 4,4  | 4,3  |
| Eigið fé lánastofnana    | 474,0   | -1,9 | 14,3 | 26,0 | 19,4 | 19,7 | 71,0 | 20,4 | 22,6 | 2,0  |
| Annað, nettó             | -288,0  | .    | .    | .    | .    | .    | .    | .    | .    | .    |
| Erlendar skuldir, nettó  | 1.011,2 | 6,6  | 50,2 | 31,0 | -4,8 | -6,9 | 36,1 | 3,2  | 16,0 | 14,0 |

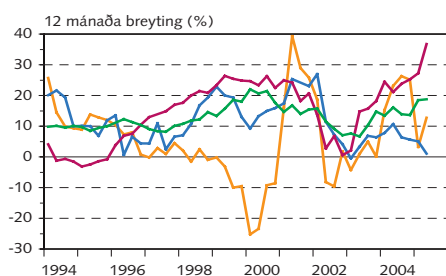
Flokkun útlána og verðbréfaeignar lánakerfisins:<sup>6</sup>

|                                     |         |      |      |      |     |      |      |      |      |      |
|-------------------------------------|---------|------|------|------|-----|------|------|------|------|------|
| Ríkissjóður og ríkisstofnanir       | 191,2   | -9,5 | -8,6 | 25,8 | 1,8 | 0,0  | 25,1 | -2,7 | -9,9 | 11,5 |
| Bæjar- og sveitarfélög <sup>7</sup> | 120,3   | 13,1 | 15,9 | 23,0 | 4,1 | 6,3  | 5,7  | 0,8  | 0,6  | 0,0  |
| Atvinnuvegir <sup>7</sup>           | 1.825,2 | 24,9 | 22,5 | 20,7 | 0,6 | 18,2 | 25,3 | 2,4  | 9,9  | 13,2 |
| Heimili <sup>7</sup>                | 966,5   | 18,0 | 17,6 | 15,5 | 7,0 | 14,7 | 13,6 | 5,1  | 6,1  | 3,9  |

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 Bygðastofnun. 5. Frá og með árslokum 2003 eru fjárfestingarsjóðir meðtaldir í þessum geira. 6. Útlánaflokkun er áætluð 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  
1. ársfj. 1994 - 2. ársfj. 2005Útlán flokkuð eftir lántakendum<sup>1</sup>

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

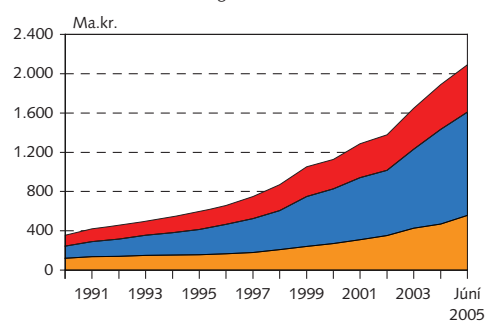
1. Í september 2003 hófst sjálfvirk flokkun útlána og verðbréfaeignar á atvinnugreinar skv. ÍSAT 95 staðli. Við það lækkuðu útlán til heimila, en útlán til atvinnuvega og sveitarfélaga hækkuðu. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Mynd 10

Flokkun innlendra skulda lánakerfisins  
1990-2005

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    | júlí'05 | maí'05              | júní'05 | júlí'05 | maí'05               | júní'05 | júlí'05 |
| Peningamarkaður <sup>1</sup>        | 36,9           | 39,4    | 69,2    | 12,0                | 5,5     | 1,6     | 48,7                 | 78,1    | 51,7    |
| Skuldabréfamarkaður <sup>2</sup>    | 1.187,6        | 1.736,6 | 2.336,1 | 7,0                 | 7,2     | 5,5     | 55,9                 | 60,6    | 66,4    |
| þar af spariskirteini ríkissjóðs    | 53,1           | 45,1    | 26,0    | -0,4                | -0,2    | -0,8    | -46,5                | -47,2   | -47,4   |
| þar af húsbref                      | 307,7          | 98,2    | 65,2    | -44,4               | 65,1    | -2,9    | -87,5                | -80,5   | -81,0   |
| þar af íbúðabref                    | .              | 340,3   | 384,0   | -0,5                | 5,1     | 4,4     | .                    | .       | .       |
| Hlutabréfamarkaður                  | 658,8          | 1.083,7 | 1.442,1 | -1,0                | 5,9     | 2,9     | 67,2                 | 64,0    | 60,9    |
| Hlutdeildarskirteini verðbréfasjóða | 198,1          | 272,7   | 327,6   | -1,7                | 3,4     | 2,5     | 30,6                 | 31,7    | 30,0    |

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 meðtaln.

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  | ág.'05 | júní'05         | júlí'05 | ág.'05 | ág.'03           | ág.'04 | ág.'05 |
| Launavísitala (1990=100)   | 205,9    | 215,6 | 231,6  | 0,4             | 0,4     | 0,3    | 5,7              | 5,2    | 6,7    |
| Raunlaun (1990=100) <sup>1</sup>   | 131,8    | 133,7 | 138,1  | -0,3            | 0,3     | 0,1    | 3,6              | 1,5    | 2,9    |
| Fjöldi útgefina atvinnuleyfa   | 3.299    | 3.750 | 478    | -104            | 289     | -94    | -77              | 86     | 178    |
| Laus störf hjá vinnumiðlunum um land allt  | 459      | 668   | 1.912  | -27             | -177    | 406    | 584              | 205    | 859    |
| Höfuðborgarsvæðið  | 104      | 204   | 478    | 156             | -170    | 173    | 89               | 210    | 84     |

| Meðaltal tímabils                                    | 2002  | 2003  | 2004  | júní'05 | júlí'05 | ág.'05 | ág.'03 | ág.'04 | ág.'05 |
|--|-------|-------|-------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Fjöldi atvinnulausra                                 | 3.631 | 4.893 | 4.564 | 3.242   | 3.135   | 2.851  | 4.452  | 4.452  | 2.851  |
| Atvinnuleysi (hlutfall af mannafla)                  | 2,5   | 3,4   | 3,1   | 2,1     | 2,0     | 1,8    | 2,9    | 2,9    | 1,8    |
| Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi (hlutfall af mannafla) | .     | .     | .     | 2,2     | 2,1     | 2,1    | 3,3    | 3,3    | 2,1    |

| Ársfjórðungslegar mælingar               | Meðaltöl |       |       | 3 mán. %-breyting |      |       | 12 mán. %-breyting |       |       |
|--|----------|-------|-------|-------------------|------|-------|--------------------|-------|-------|
|  | 2003     | 2004  | II'05 | IV'04             | I'05 | II'05 | II'03              | II'04 | II'05 |
| Launavísitala (1990=100)                 | 205,8    | 215,5 | 228,7 | 0,9               | 3,1  | 1,4   | 5,6                | 4,6   | 6,5   |
| Laun á almennum vinnumarkaði             | 188,5    | 196,9 | 209,4 | 0,8               | 3,4  | 1,0   | 5,5                | 4,2   | 6,8   |
| Laun opinberra starfsmanna og bankamanna | 234,5    | 246,3 | 260,6 | 1,0               | 2,7  | 2,0   | 5,9                | 4,9   | 6,1   |

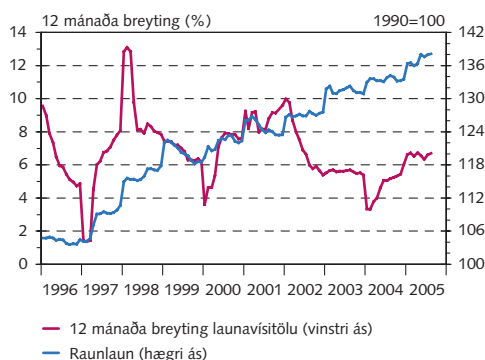
1. Staðvirt með neysluverðsvísitölu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

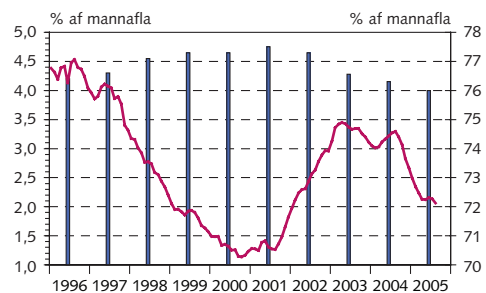
## Þróun launa og kaupmáttar janúar 1996 - ágúst 2005

Raunlaun eru launavísitala staðvirt með vísitölu neysluverðs



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 12

Atvinnuleysi og atvinnupátttaka<sup>1</sup> janúar 1996 - ágúst 2005

— Atvinnuleysi (árstíðarleiðrétt) (vinstri ás)  
■ Atvinnupátttaka (hægri ás)

1. Áætun Seðlabankans um atvinnupátttöku 2003-2005.  
Heimildir: Þjóðhagsstofnun, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Tafla 9 Þjóðhagslegt yfirlit - árlegar tölur

| Milljarðar króna                               | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | Bráðab.-<br>tölur |        | Spá <sup>1</sup> |         |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|--------|------------------|---------|
|  |       |       |       |       |       | 2004              | 2005   | 2006             | 2007    |
| Verg landsframleiðsla (VLF), verðlag hvers árs | 615,1 | 669,2 | 750,0 | 782,3 | 811,2 | 885,0             | 998,1  | 1.114,6          | 1.212,4 |
| Viðskiptajöfnuður, verðlag hvers árs           | -42,9 | -69,0 | -33,1 | 10,8  | -40,2 | -73,9             | -142,0 | -125,9           | -74,3   |
| VLF, fast verðlag <sup>2</sup>                 | 637,1 | 669,2 | 691,5 | 682,8 | 707,2 | 750,8             | 792,0  | 845,3            | 886,2   |

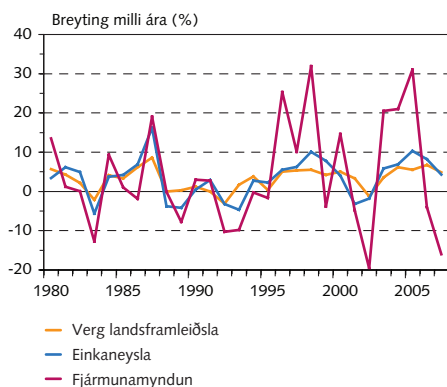
Magnbreytingar í %<sup>2</sup>

|  |      |      |       |       |      |      |      |      |       |
|--|------|------|-------|-------|------|------|------|------|-------|
| Einkaneysla                              | 7,8  | 4,1  | -3,2  | -1,8  | 5,8  | 6,9  | 10,3 | 8,2  | 4,3   |
| Samneysla                                | 4,9  | 4,4  | 3,1   | 5,0   | 1,5  | 2,8  | 3,5  | 3,0  | 2,7   |
| Fjármunamyndun                           | -3,8 | 14,7 | -4,9  | -19,6 | 20,5 | 21,0 | 31,1 | -4,0 | -16,0 |
| Atvinnuvegir                             | -5,6 | 15,1 | -13,3 | -26,2 | 28,4 | 23,4 | 54,7 | -6,7 | -26,9 |
| Íbúðarhúsnæði                            | 0,6  | 12,9 | 15,4  | 5,0   | 16,1 | 5,8  | 12,0 | 10,0 | 0,2   |
| Hið opinbera                             | -0,7 | 14,7 | 8,0   | -23,1 | 3,0  | 26,9 | -7,3 | -9,1 | 22,9  |
| Þjóðarútgjöld                            | 4,3  | 6,6  | -2,8  | -3,8  | 7,2  | 8,4  | 13,1 | 4,0  | -1,0  |
| Útflutningur vöru og þjónustu            | 3,9  | 4,3  | 7,4   | 3,9   | 1,4  | 8,3  | 4,4  | 6,1  | 14,5  |
| Vöruútflutningur                         | 7,1  | -1,3 | 7,2   | 6,6   | -1,2 | 9,2  | ...  | ...  | ...   |
| Þjónustuútflutningur                     | -2,5 | 16,3 | 7,7   | -1,4  | 6,6  | 6,6  | ...  | ...  | ...   |
| Innflutningur vöru og þjónustu           | 4,3  | 8,5  | -9,1  | -2,6  | 10,7 | 14,2 | 23,0 | 0,1  | -1,0  |
| Vöruinnflutningur                        | 3,2  | 2,8  | -10,0 | -3,4  | 7,3  | 15,8 | ...  | ...  | ...   |
| Þjónustuinnflutningur                    | 6,9  | 21,5 | -7,2  | -1,2  | 17,2 | 11,5 | ...  | ...  | ...   |
| Verg landsframleiðsla (VLF)              | 4,2  | 5,0  | 3,3   | -1,3  | 3,6  | 6,2  | 5,5  | 6,7  | 4,8   |
| Vergar þjóðartekjur                      | 4,1  | 3,3  | 2,2   | 2,6   | 0,7  | 4,9  | ...  | ...  | ...   |
| Viðskiptakjör vöru- og þjónustuviðskipta | -0,8 | -2,7 | 0,2   | 0,6   | -4,3 | -1,2 | 1,3  | 1,6  | 0,9   |

## Hlutföll af VLF (%)

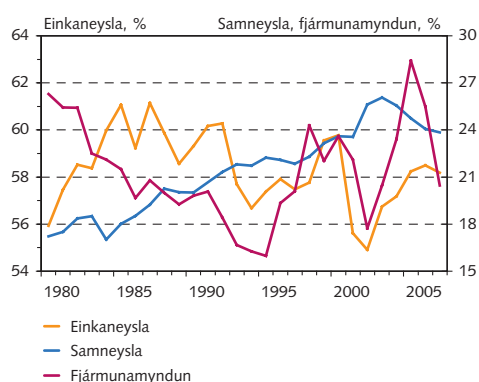
|                         |      |       |      |      |      |      |       |       |      |
|-------------------------|------|-------|------|------|------|------|-------|-------|------|
| Einkaneysla             | 59,6 | 59,8  | 55,6 | 54,9 | 56,8 | 57,2 | 58,2  | 58,5  | 58,2 |
| Fjármunamyndun          | 22,0 | 23,6  | 22,1 | 17,7 | 20,5 | 23,4 | 28,4  | 25,5  | 20,5 |
| Viðskiptajöfnuður       | -7,0 | -10,3 | -4,4 | 1,4  | -5,0 | -8,4 | -14,2 | -11,3 | -6,1 |
| Þjóðhagslegur sparnaður | 15,1 | 13,7  | 17,4 | 19,1 | 15,3 | 14,7 | ...   | ...   | ...  |

Mynd 13

Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu og fjármunamyndunar 1980-2007<sup>1</sup>

1. Bráðabirgðatölur 2004. Spá 2005-2007.  
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Mynd 14

Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun sem % af vergri landsframleiðslu 1980-2007<sup>1</sup>

1. Bráðabirgðatölur 2004. Spá 2005-2007.  
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

## Tafla 9 (frh.) Þjóðhagslegt yfirlit - ársfjórðungslegar tölur

| Milljónir króna<br>á verðlagi hvers árs | Einka-<br>neysla | Sam-<br>neysla | Fjármuna-<br>myndun | Þrigða-<br>breyt. | Þjóðar-<br>gjöld | Út-<br>flutn. | Inn-<br>flutn. | Verg lands-<br>framleiðsla |
|---|------------------|----------------|---------------------|-------------------|------------------|---------------|----------------|----------------------------|
| 2001: 4.ársfj.                          | 110.039          | 47.148         | 39.963              | -20               | 197.131          | 81.532        | -73.482        | 205.181                    |
| 2002: 1.ársfj.                          | 102.173          | 48.149         | 34.809              | -339              | 184.792          | 75.691        | -71.036        | 189.447                    |
| 2002: 2.ársfj.                          | 107.949          | 49.730         | 34.403              | -896              | 191.186          | 78.514        | -75.162        | 194.538                    |
| 2002: 3.ársfj.                          | 106.257          | 49.818         | 33.945              | 825               | 190.845          | 80.092        | -75.079        | 195.858                    |
| 2002: 4.ársfj.                          | 113.242          | 52.775         | 35.525              | 229               | 201.771          | 71.567        | -70.833        | 202.505                    |
| 2003: 1.ársfj.                          | 109.099          | 51.039         | 31.689              | 2.235             | 194.062          | 70.797        | -67.415        | 197.444                    |
| 2003: 2.ársfj.                          | 114.860          | 52.828         | 40.839              | -369              | 208.159          | 67.744        | -78.282        | 197.621                    |
| 2003: 3.ársfj.                          | 114.005          | 52.461         | 45.358              | 27                | 211.851          | 80.214        | -87.252        | 204.813                    |
| 2003: 4.ársfj.                          | 122.399          | 55.201         | 48.086              | -3.396            | 222.290          | 69.359        | -80.328        | 211.321                    |
| 2004: 1.ársfj.                          | 119.045          | 54.522         | 40.608              | 3.412             | 217.588          | 72.915        | -79.056        | 211.447                    |
| 2004: 2.ársfj.                          | 126.416          | 56.905         | 54.315              | -2.166            | 235.469          | 74.970        | -94.166        | 216.273                    |
| 2004: 3.ársfj.                          | 124.064          | 56.539         | 55.421              | 176               | 236.200          | 89.311        | -96.433        | 229.078                    |
| 2004: 4.ársfj.                          | 136.575          | 58.293         | 56.814              | -4.766            | 246.915          | 78.907        | -97.611        | 228.211                    |
| 2005: 1.ársfj.                          | 133.422          | 58.727         | 51.129              | 3.997             | 247.276          | 69.390        | -91.131        | 225.535                    |
| 2005: 2.ársfj.                          | 146.225          | 62.033         | 66.260              | -5.382            | 269.136          | 81.198        | -112.281       | 238.053                    |

Magnbreyting frá sama ársfjórðungi árið áður (%)<sup>2</sup>

|                |      |      |       |   |      |      |       |      |
|----------------|------|------|-------|---|------|------|-------|------|
| 2001: 4.ársfj. | -6,3 | 2,5  | -18,8 | . | -8,3 | 13,4 | -19,9 | 3,2  |
| 2002: 1.ársfj. | -5,5 | 0,6  | -27,2 | . | -8,2 | 3,5  | -14,0 | -1,4 |
| 2002: 2.ársfj. | -2,1 | 3,1  | -14,3 | . | -4,0 | 11,9 | 2,2   | -0,5 |
| 2002: 3.ársfj. | -0,2 | 7,3  | -24,6 | . | -3,9 | 2,4  | -3,4  | -1,3 |
| 2002: 4.ársfj. | 0,6  | 9,0  | -9,8  | . | 0,6  | -1,7 | 6,5   | -1,8 |
| 2003: 1.ársfj. | 5,6  | 5,9  | -7,2  | . | 4,7  | 5,6  | 1,3   | 6,4  |
| 2003: 2.ársfj. | 5,9  | 2,7  | 22,4  | . | 8,4  | -4,0 | 10,8  | 2,5  |
| 2003: 3.ársfj. | 5,7  | -0,2 | 31,1  | . | 8,2  | 3,7  | 16,3  | 3,1  |
| 2003: 4.ársfj. | 6,1  | -1,7 | 35,5  | . | 7,2  | 0,4  | 13,8  | 2,5  |
| 2004: 1.ársfj. | 7,1  | 3,4  | 26,8  | . | 9,9  | 4,8  | 16,8  | 5,5  |
| 2004: 2.ársfj. | 6,7  | 3,8  | 27,1  | . | 9,2  | 5,9  | 13,6  | 6,4  |
| 2004: 3.ársfj. | 5,4  | 3,3  | 17,4  | . | 7,3  | 9,5  | 7,3   | 8,0  |
| 2004: 4.ársfj. | 8,3  | 0,7  | 15,1  | . | 7,5  | 12,8 | 20,1  | 4,8  |
| 2005: 1.ársfj. | 9,0  | 3,0  | 24,4  | . | 10,6 | -2,7 | 18,4  | 3,0  |
| 2005: 2.ársfj. | 14,1 | 4,4  | 20,0  | . | 11,8 | 12,2 | 23,5  | 6,8  |

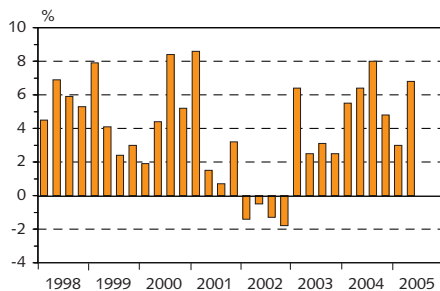
1. Spá Seðlabankans í september 2005. 2. Í september 2005 var tekin upp árleg keðjutenging við útreikning magnbreytinga í stað viðmiðunar við fast verð tiltekins árs og voru tölur fyrri ára endurreiknaðar á þann hátt.

Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands (spár).

Mynd 15

Ársfjórðungslegur hagvöxtur  
1. ársfj. 1998 - 2. ársfj. 2005<sup>1</sup>

Magnbreyting vergrar landsframleiðslu yfir fjóra ársfjórðunga

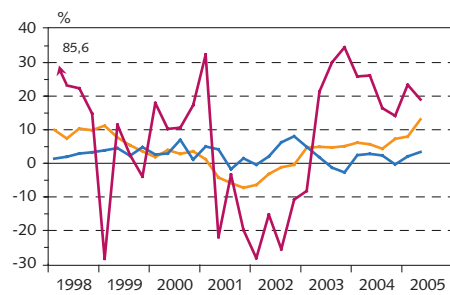


1. Bráðabirgðatölur 2004 og áætlaðar tölur 2005.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 16

Undirþættir hagvaxtar  
1. ársfj. 1998 - 2. ársfj. 2005<sup>1</sup>

Magnbreytingar frá sama fjórðungi árið áður



— Einkaneysla — Samneysla — Fjármunamyndun

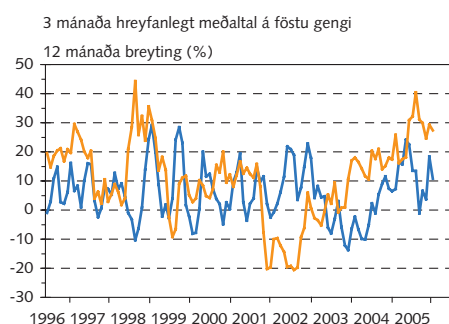
1. Bráðabirgðatölur 2004 og áætlaðar tölur 2005.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

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

| Vöruviðskipti                         | Milljarðar króna |       |       |       |              | Breyting frá fyrra ári <sup>2</sup> í % m.v. |        |         |
|---------------------------------------|------------------|-------|-------|-------|--------------|--|--------|---------|
|                                       | 2001             | 2002  | 2003  | 2004  | Jan.-júlí'05 | 3 mán.                                       | 6 mán. | 12 mán. |
| Vöruskiptajöfnuður                    | -6,7             | 13,1  | -16,9 | -37,8 | -47,5        | .  | .      | .       |
| Útfluttar vörur f.o.b.                | 196,4            | 204,3 | 182,6 | 202,4 | 111,9        | 10,6   | 8,4    | 11,1    |
| Útfluttar vörur án skipa og flugvéla  | 193,1            | 202,0 | 181,2 | 201,6 | 108,7        | 5,0  | 5,3    | 9,4     |
| Sjávarafurðir                         | 121,8            | 128,6 | 113,7 | 121,7 | 66,6         | 9,1  | 6,4    | 8,2     |
| Ál og kísiljárn                       | 44,4             | 43,5  | 40,3  | 42,6  | 24,8         | 5,7  | 11,7   | 11,2    |
| Aðrar iðnaðarvörur                    | 19,0             | 14,5  | 21,6  | 28,4  | 13,2         | 0,2  | -2,8   | 12,5    |
| Innfluttar vörur f.o.b.               | 203,1            | 191,2 | 199,5 | 240,2 | 159,4        | 27,5   | 28,6   | 26,7    |
| Innfluttar vörur án skipa og flugvéla | 190,1            | 180,0 | 195,7 | 231,7 | 152,9        | 34,3   | 29,9   | 25,6    |
| Neysluvörur                           | 60,8             | 59,5  | 66,3  | 77,2  | 52,1         | 32,3   | 30,3   | 27,1    |
| Fjárfestingarvörur (án flutn.tækja)   | 44,4             | 38,6  | 46,1  | 52,8  | 34,6         | 29,3   | 25,8   | 18,2    |

| Þjónustu- og þáttaviðskipti    | Milljarðar króna |        |        |        |                | Breyting frá fyrra ári <sup>2</sup> í % m.v. |        |         |
|--------------------------------|------------------|--------|--------|--------|----------------|--|--------|---------|
|                                | 2001             | 2002   | 2003   | 2004   | 2. ársfj. 2005 | 3 mán.                                       | 6 mán. | 12 mán. |
| Þjónustujöfnuður               | -1,5             | -0,3   | -9,3   | -14,6  | -10,1          | .  | .      | .       |
| Útflutt þjónusta, alls         | 102,8            | 101,6  | 105,5  | 113,7  | 29,3           | 18,9   | 16,8   | 15,1    |
| Samgöngur                      | 47,0             | 48,5   | 50,2   | 63,2   | 17,1           | 29,1   | 23,1   | 31,4    |
| Ferðalög                       | 22,9             | 22,8   | 24,5   | 26,1   | 5,8            | 5,8  | 5,3    | 7,6     |
| Önnur þjónusta                 | 33,0             | 30,2   | 30,8   | 24,4   | 6,5            | 8,3  | 12,3   | -8,8    |
| Innflutt þjónusta, alls        | -104,4           | -101,9 | -114,8 | -128,3 | -39,5          | 33,0   | 29,3   | 21,7    |
| Samgöngur                      | -36,7            | -38,6  | -39,7  | -48,8  | -14,1          | 30,4   | 20,6   | 23,5    |
| Ferðalög                       | -36,4            | -33,4  | -39,8  | -48,5  | -15,5          | 36,5   | 35,6   | 29,5    |
| Önnur þjónusta                 | -31,3            | -29,9  | -35,3  | -31,0  | -9,9           | 31,4   | 33,5   | 9,1     |
| Jöfnuður þáttatekna            | -25,3            | -4,2   | -14,0  | -21,6  | -2,7           | .  | .      | .       |
| Tekjur                         | 16,9             | 27,2   | 28,4   | 41,2   | 20,2           | 71,0   | 94,3   | 71,7    |
| Laun                           | 5,8              | 5,4    | 6,2    | 5,6    | 0,9            | -17,7  | -22,9  | -14,5   |
| Vextir                         | 3,4              | 4,8    | 4,3    | 8,5    | 4,3            | 152,7  | 142,1  | 133,6   |
| Ávöxtun hlutafjár <sup>3</sup> | 7,8              | 16,9   | 17,9   | 27,1   | 15,0           | 66,5   | 107,4  | 78,7    |
| Gjöld                          | -42,2            | -31,3  | -42,4  | -62,8  | -22,9          | 78,6   | 74,4   | 64,4    |
| Laun                           | -0,5             | -0,7   | -0,5   | -0,8   | -0,3           | 90,7   | 36,6   | 68,2    |
| Vextir                         | -41,3            | -31,5  | -28,5  | -33,2  | -12,2          | 59,0   | 57,0   | 46,8    |
| Ávöxtun hlutafjár <sup>3</sup> | -0,3             | 0,8    | -13,5  | -28,8  | -10,4          | 108,3  | 103,9  | 88,8    |
| Rekstrarframlög                | -1,0             | 1,2    | -1,2   | -1,2   | -0,3           | -1,3   | -19,6  | -7,3    |
| Viðskiptajöfnuður              | -33,7            | 10,8   | -40,3  | -73,9  | -34,1          | .  | .      | .       |

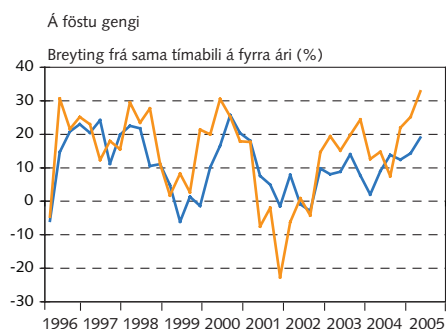
Mynd 17  
Vöruútflutningur og vöruinnflutningur  
janúar 1996 - júlí 2005



— Útflutt vara  
— Innflutt vara

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

Mynd 18  
Útflutt og innflutt þjónusta  
1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2005



— Útflutt þjónusta  
— Innflutt þjónusta

Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

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

|   | Milljarðar króna |       |        |        |               | Breyting frá fyrra ári <sup>2</sup> í ma.kr. m.v. |        |         |
|---|------------------|-------|--------|--------|---------------|---|--------|---------|
|   | 2001             | 2002  | 2003   | 2004   | 2. ársfj. '05 | 3 mán.  | 6 mán. | 12 mán. |
| Fjármagnsjöfnuður                             | 19,3             | 0,0   | 16,5   | 135,6  | 53,3          | .   | .      | .       |
| Fjárframlög                                   | 0,4              | -0,1  | -0,4   | -0,2   | -0,5          | -0,3  | -0,7   | -0,4    |
| Fjármagnshreyfingar <sup>4</sup>              | 18,9             | 0,1   | 16,9   | 135,9  | 53,8          | 16,6  | 117,6  | 194,4   |
| Hreyfingar án forða                           | 14,1             | 5,8   | 40,3   | 150,1  | 54,0          | 14,3  | 104,8  | 163,5   |
| Bein fjárfesting, nettó                       | -16,4            | -21,2 | -3,9   | -165,4 | -99,6         | -81,3   | -87,1  | -216,9  |
| Erlendis                                      | -33,7            | -29,6 | -28,4  | -193,0 | -108,4        | -87,6   | -91,8  | -213,7  |
| Á Íslandi                                     | 17,3             | 8,3   | 24,4   | 27,6   | 8,8           | 6,3   | 4,7    | -3,2    |
| Verðbréfavíðskipti, nettó                     | 61,5             | 22,0  | 228,0  | 507,5  | 340,3         | 283,1   | 362,3  | 557,9   |
| Erlend verðbréf                               | -5,6             | -30,0 | -45,3  | -75,7  | -25,4         | -16,8   | -4,7   | -16,2   |
| Hlutafé                                       | -5,8             | -25,7 | -40,6  | -71,2  | -22,5         | -15,1   | -1,7   | -13,4   |
| Skuldaskjöl                                   | 0,2              | -4,3  | -4,7   | -4,4   | -3,0          | -1,7  | -3,0   | -2,8    |
| Innlend verðbréf                              | 67,2             | 52,0  | 273,3  | 583,2  | 365,7         | 299,9   | 366,9  | 574,1   |
| Hlutafé                                       | 9,8              | 4,5   | -5,6   | 20,2   | -0,3          | 0,6   | -1,1   | 19,0    |
| Skuldaskjöl                                   | 57,3             | 47,5  | 278,9  | 563,0  | 366,0         | 299,3   | 368,0  | 555,0   |
| Aðrar fjármagnshreyfingar, nettó <sup>4</sup> | -30,9            | 5,0   | -183,8 | -192,0 | -186,7        | -187,6  | -170,4 | -177,5  |
| Eignir  | -47,1            | -30,4 | -156,1 | -237,6 | -287,5        | -236,3  | -260,0 | -313,4  |
| Skuldir                                       | 16,2             | 35,5  | -27,7  | 45,5   | 100,8         | 48,8  | 89,6   | 135,9   |
| Gjaldeyrisforði (- aukning)                   | 4,8              | -5,7  | -23,4  | -14,2  | -0,2          | 2,4   | 12,8   | 30,9    |
| Skekkiur og vantalið, nettó                   | 14,4             | -10,8 | 23,8   | -61,7  | -19,2         | .   | .      | .       |
| <i>Liðir til skýringa:</i>                    |                  |       |        |        |               |   |        |         |
| Skuldabréf, lán o.fl., nettó                  | 31,4             | 42,6  | 67,0   | 352,3  | 176,1         | 112,4   | 207,5  | 405,7   |
| Eignir  | -42,1            | -40,4 | -184,3 | -256,2 | -290,7        | -235,6  | -250,1 | -285,2  |
| Seðlabankinn                                  | 4,8              | -5,7  | -23,3  | -14,2  | -0,2          | 2,4   | 12,8   | 30,9    |
| Hið opinbera                                  | -                | -     | -      | -      | -             | -   | -      | -       |
| Innlánsstofnanir                              | -18,5            | -33,3 | -162,6 | -220,8 | -296,2        | -249,1  | -274,8 | -313,9  |
| Aðrir   | -28,4            | -1,4  | 1,7    | -21,3  | 5,7           | 11,1  | 11,8   | -2,2    |
| Skuldir                                       | 73,5             | 83,0  | 251,3  | 608,5  | 466,9         | 348,1   | 457,6  | 690,9   |
| Seðlabankinn                                  | -5,8             | 4,8   | -15,9  | 0,0    | -0,0          | -0,0  | -0,0   | 3,8     |
| Hið opinbera                                  | 42,3             | 17,5  | -10,4  | 9,9    | -2,8          | 5,1   | -12,0  | 0,8     |
| Innlánsstofnanir                              | 9,1              | 51,4  | 264,3  | 584,3  | 441,3         | 323,9   | 452,0  | 673,7   |
| Aðrir   | 27,9             | 9,3   | 13,2   | 14,2   | 28,3          | 19,1  | 17,6   | 12,5    |

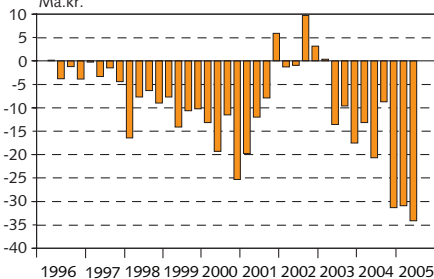
1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur. 2. Breytingar á undirliðum vöruskipta- og þjónustujafnaðar eru sýndar í % en á undirliðum fjármagnsjafnaðar sem krónur. Allar breytingar eru reiknaðar á föstu gengi. 3. Arðgreiðslur og endurfjárfesting hagnaðar í beinni fjárfestingu. 4. Flæði til landsins er með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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 19

Viðskiptajöfnuður  
1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2005

Á gengi hvers tíma  
Ma.kr.

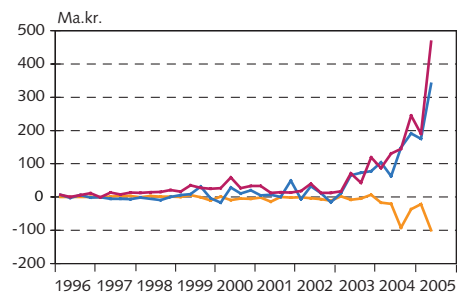


Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 20

Nokkrir undirþættir fjármagnsjafnaðar  
1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2005

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     | sept.'04 | des.'04  | mars'05  | júní'05  |
| Hrein staða við útlönd                              | -451,0               | -596,4  | -579,9 | -550,8  | -680,9   | -683,4   | -680,8   | -818,0   | -905,8   |
| Erlendar eignir                                     | 314,4                | 415,9   | 409,3  | 708,2   | 1.133,9  | 986,9    | 1.133,9  | 1.156,4  | 1.553,2  |
| Bein fjárfesting                                    | 56,2                 | 86,8    | 101,2  | 122,5   | 255,2    | 225,1    | 255,2    | 259,3    | 323,1    |
| Eigið fjármagn                                      | 41,0                 | 66,8    | 82,3   | 110,5   | 218,0    | 191,5    | 218,0    | 229,5    | 279,6    |
| Lán til tengdra félaga                              | 15,2                 | 19,9    | 18,9   | 12,1    | 37,1     | 33,7     | 37,1     | 29,8     | 43,5     |
| Erlend markaðsverðbréf                              | 185,0                | 197,3   | 159,7  | 262,3   | 344,4    | 312,6    | 344,4    | 340,8    | 376,2    |
| Hlutabréf   | 178,4                | 184,8   | 149,3  | 239,2   | 316,5    | 286,4    | 316,5    | 307,7    | 340,4    |
| Skuldaskjöl   | 6,6                  | 12,5    | 10,4   | 23,1    | 27,9     | 26,2     | 27,9     | 33,0     | 35,8     |
| Aðrar fjáreignir en forði                           | 39,1                 | 95,2    | 111,2  | 265,2   | 468,7    | 378,0    | 468,7    | 496,8    | 791,4    |
| Gjaldeyrisforði                                     | 34,2                 | 36,6    | 37,2   | 58,1    | 65,6     | 71,1     | 65,6     | 59,5     | 62,4     |
| Erlendar skuldir alls                               | 765,4                | 1.012,3 | 989,2  | 1.259,0 | 1.814,8  | 1.670,2  | 1.814,8  | 1.974,3  | 2.458,9  |
| Bein fjárfesting á Íslandi                          | 41,5                 | 70,8    | 64,3   | 84,6    | 110,7    | 103,7    | 110,7    | 123,3    | 122,9    |
| Eigið fjármagn                                      | 33,1                 | 63,4    | 56,1   | 61,8    | 97,2     | 83,5     | 97,2     | 110,2    | 110,2    |
| Lán frá tengdum félögum                             | 8,5                  | 7,4     | 8,2    | 22,8    | 13,5     | 20,2     | 13,5     | 13,1     | 12,7     |
| Innlend markaðsverðbréf                             | 347,7                | 471,3   | 490,3  | 776,2   | 1.302,2  | 1.160,8  | 1.302,2  | 1.460,8  | 1.835,5  |
| Hlutafé   | 2,3                  | 12,1    | 35,9   | 42,6    | 86,5     | 91,9     | 86,5     | 106,7    | 112,3    |
| Skuldaskjöl   | 345,4                | 459,2   | 454,4  | 733,6   | 1.215,7  | 1.068,9  | 1.215,7  | 1.354,0  | 1.723,2  |
| Aðrar erlendar skuldir                              | 376,2                | 470,2   | 434,6  | 398,3   | 402,0    | 405,8    | 402,0    | 390,3    | 500,6    |
| Löng lán  | 289,0                | 377,0   | 296,2  | 252,0   | 206,7    | 246,6    | 206,7    | 205,8    | 223,1    |
| Skammtímaskuldir                                    | 87,2                 | 93,2    | 138,4  | 146,3   | 195,3    | 159,1    | 195,3    | 184,5    | 277,5    |
| <b>Ýmsar kennitölur</b>                             |                      |         |        |         |          |          |          |          |          |
| Áhættufjármagn, nettó                               | 190,7                | 188,7   | 150,3  | 234,5   | 374,6    | 315,9    | 374,6    | 337,0    | 428,4    |
| Skuldabréf, lán o.fl., nettó                        | -641,7               | -785,1  | -730,2 | -785,3  | -1.055,5 | -999,2   | -1.055,5 | -1.154,9 | -1.334,1 |
| Seðlabankinn  | 18,6                 | 21,7    | 20,8   | 58,1    | 65,5     | 70,7     | 65,5     | 59,3     | 62,2     |
| Hið opinbera  | -167,2               | -239,8  | -227,2 | -213,7  | -205,8   | -215,5   | -205,8   | -190,5   | -188,2   |
| Innlánsstofnanir                                    | -329,4               | -373,7  | -361,8 | -471,1  | -778,2   | -710,9   | -778,2   | -900,5   | -1.044,6 |
| Aðrir gearar  | -163,7               | -193,2  | -162,0 | -158,6  | -136,9   | -143,5   | -136,9   | -123,3   | -163,5   |
| <b>Hlutföll af landsframleiðslu (%)<sup>1</sup></b> |                      |         |        |         |          |          |          |          |          |
| Hrein erlend staða                                  | -64,1                | -77,3   | -81,6  | -70,2   | -86,6    | -79,2    | -86,6    | -86,2    | -91,8    |
| Hreinar erlendar skuldir <sup>2</sup>               | 91,2                 | 101,7   | 102,7  | 100,1   | 134,2    | 115,8    | 134,2    | 121,7    | 135,3    |
| Vergar erlendar skuldir <sup>2</sup>                | 102,5                | 120,4   | 125,1  | 144,3   | 205,7    | 170,9    | 205,7    | 183,9    | 225,5    |
| Langtímaskuldir                                     | 83,6                 | 98,1    | 96,5   | 110,0   | 163,9    | 135,3    | 163,9    | 154,1    | 184,2    |
| Skammtímaskuldir                                    | 18,9                 | 22,3    | 28,6   | 34,3    | 41,8     | 35,6     | 41,8     | 29,8     | 41,3     |

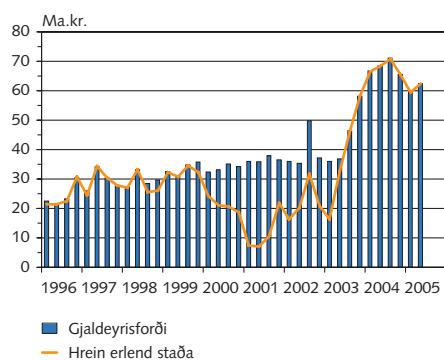
1. Tölur um skuldastöðu og verga landsframleiðslu eru færðar á sambærilegt gengi m.v. SDR. Skuldastaða í lok ársfjórðungs er reiknuð beint í hlutfalli við áætlaða landsframleiðslu ársins. 2. Án áhættufjármagns.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 21

Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða Seðlabankans, 1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2005

Á gengi hvers tíma

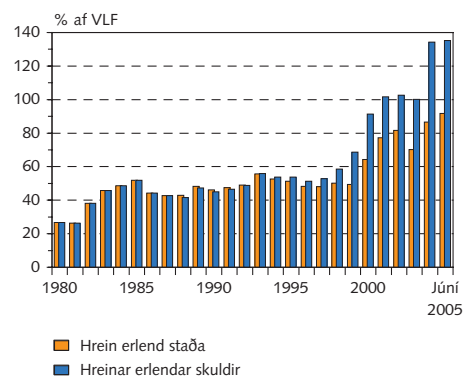


Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 22

Erlend staða þjóðarbúsins 1980-2005<sup>1</sup>

Í árslok



1. Hrein erlend staða er neikvæð sbr. töflu 11 og er hér sýnd með öfugu formerki. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

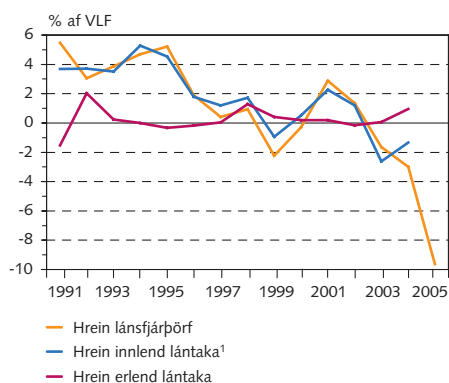
Tafla 12 Yfirlit um fjármál ríkissjóðs<sup>1</sup>

| Fjárhæðir eru í ma.kr.                          | Rekstrargrunnur (skv. ríkisreikn.) |       |       | Jan.-des. |       | % -breyt.<br>milli ára | Apríl-júlí |       | % -breyt.<br>milli ára |
|---|------------------------------------|-------|-------|-----------|-------|------------------------|------------|-------|------------------------|
|   | 2001                               | 2002  | 2003  | 2003      | 2004  |                        | 2004       | 2005  |                        |
| Tekjur  | 237,4                              | 259,2 | 274,6 | 259,8     | 280,7 | 8,1                    | 85,8       | 105,6 | 23,2                   |
| Gjöld   | 228,7                              | 267,3 | 280,7 | 268,7     | 280,4 | 4,3                    | 99,2       | 110,7 | 11,6                   |
| Afgangur  | 8,6                                | -8,1  | -6,1  | -8,9      | 0,3   | .                      | -13,4      | -5,1  | .                      |
| Viðskiptareikningar, nettóinnheimta             | -6,1                               | -14,4 | 8,9   | 9,8       | -0,6  | .                      | -2,0       | 0,4   | .                      |
| Lánveitingar, nettó (innstreymi)                | -12,6                              | 11,3  | 5,7   | 6,5       | 26,4  | .                      | 2,2        | 5,0   | .                      |
| Hlutafjárviðskipti og stofnfé                   | -11,5                              | 0,7   | 4,8   | 4,5       | -0,4  | .                      | -0,2       | 0,0   | .                      |
| Afgangur fyrir lántökur                         | -21,5                              | -10,5 | 13,3  | 11,8      | 25,7  | .                      | -13,4      | 0,3   | .                      |
| Lífeyrissjóðir og ógreiddir vextir <sup>2</sup> | -18,8                              | -4,2  | -9,9  | -7,5      | -10,8 | .                      | -5,4       | -1,4  | .                      |
| Hreinar, formlegar lántökur                     | 41,6                               | 13,5  | -2,9  | -6,0      | -6,6  | .                      | -10,4      | -9,7  | .                      |
| Stuttar innlendar                               | 6,0                                | 0,0   | 8,5   | 8,5       | -6,0  | .                      | -3,8       | 8,4   | .                      |
| Langar innlendar                                | 1,8                                | 3,0   | 4,6   | 1,6       | 8,5   | .                      | 1,6        | -7,3  | .                      |
| Erlendar  | 33,9                               | 10,5  | -16,0 | -16,0     | -9,1  | .                      | -8,2       | -10,7 | .                      |
| Greiðslujöfnuður                                | 1,4                                | -1,2  | 0,5   | -1,6      | 8,3   | .                      | -29,2      | -10,8 | .                      |
| <i>Helstu tekna- og útgjaldaliðir</i>           |                                    |       |       |           |       |                        |            |       |                        |
| Tekjur alls                                     | 237,4                              | 259,2 | 274,6 | 259,8     | 280,7 | 8,1                    | 85,8       | 105,6 | 23,2                   |
| Tekjuskattur einstaklinga                       | 52,5                               | 55,1  | 58,0  | 55,8      | 62,6  | 12,0                   | 17,8       | 19,5  | 9,8                    |
| Aðrir tekju- og eignarskattar <sup>3</sup>      | 27,0                               | 27,5  | 30,8  | 28,1      | 32,8  | 16,8                   | 7,0        | 8,1   | 16,6                   |
| Virðisaukaskattur                               | 72,1                               | 76,3  | 80,9  | 80,3      | 91,1  | 13,5                   | 29,9       | 36,5  | 22,2                   |
| Vörugjöld og innflutningskattar <sup>4</sup>    | 15,9                               | 15,4  | 17,6  | 17,5      | 20,8  | 18,7                   | 7,3        | 9,5   | 29,1                   |
| Tryggingagjöld                                  | 21,9                               | 23,4  | 26,3  | 25,2      | 27,8  | 10,3                   | 9,3        | 10,6  | 13,3                   |
| Aðrir skattar <sup>5</sup>                      | 22,3                               | 22,9  | 25,2  | 23,7      | 25,7  | 8,7                    | 7,8        | 7,2   | -7,7                   |
| Vextir, arður og leiga                          | 16,6                               | 18,7  | 14,4  | 11,0      | 12,0  | 9,3                    | 4,3        | 10,3  | 138,4                  |
| Eignasala/endurmat fyrirtækja                   | 1,1                                | 11,7  | 12,0  | 11,6      | 0,2   | -98,5                  | 0,0        | 0,2   | 2.733,3                |
| Aðrar tekjur <sup>6</sup>                       | 7,9                                | 8,3   | 9,3   | 6,7       | 7,8   | 17,3                   | 2,4        | 3,8   | 59,9                   |
| Gjöld alls <sup>7</sup>                         | 228,7                              | 267,3 | 280,7 | 268,7     | 280,4 | 4,3                    | 99,2       | 110,7 | 11,6                   |
| Rekstrargjöld                                   | 91,7                               | 116,8 | 110,1 | 120,6     | 136,1 | 12,8                   | 43,4       | 51,2  | 18,1                   |
| Rekstrar- og neyslutilfærslur                   | 96,1                               | 112,6 | 129,5 | 108,7     | 111,5 | 2,6                    | 41,8       | 42,7  | 2,1                    |
| Fjármagnskostnaður                              | 17,9                               | 16,0  | 15,3  | 14,9      | 13,1  | -12,5                  | 7,1        | 11,7  | 66,0                   |
| Viðhald   | 5,7                                | 6,1   | 6,3   | 5,0       | 3,7   | -26,9                  | 1,5        | 1,4   | -9,2                   |
| Fjárfesting                                     | 17,3                               | 15,8  | 19,6  | 19,4      | 16,1  | -17,4                  | 5,4        | 3,7   | -31,1                  |

1. Fyrstu þrjú dalkar á rekstrargrunni skv. ríkisreikningi, hinir sex skv. greiðslubókhaldi. 2. Fölgin lántaka í uppsöfnun lífeyrisskuldbindinga og spariskirteinavaxta. 3. Gjald í framkvæmdasjóð aldraðra, fjármagnstekjuskattur, tekjuskattur félaga, eignarskattar, erfðafjárskattur, stimpilgjöld. 4. Vörugjald, sérstakt og almennt vörugjald af bensni, vörugjöld af útutækjum, almenn innflutningsgjöld. 5. Þyngst vega bifreiðagjöld og tekjur af áfengi. 6. Dómsmálagjöld, leyfisgjöld, sektir o.fl. 7. Breytt bókun gjalda gerir samanburð 2003 til 2005 varhugaverðan.

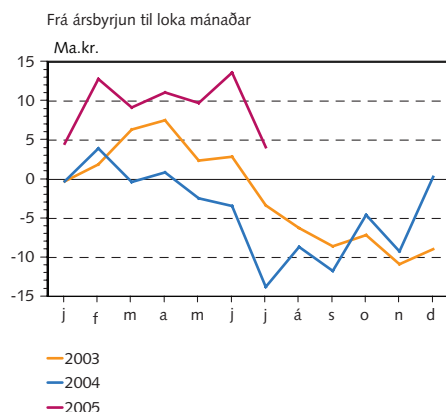
Heimildir: Ríkisreikningur og mánaðaryfirlit Fjársýslu ríkisins.

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  
2003-2005



Heimild: Mánaðaryfirlit Fjársýslu ríkisins.



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

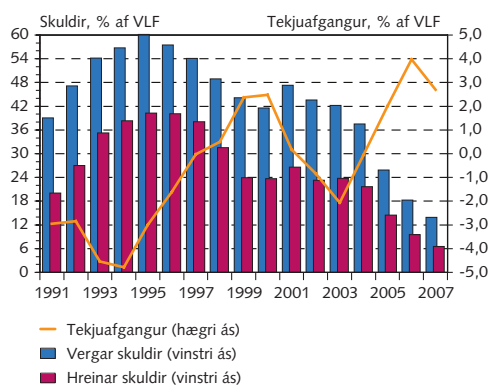
| Í milljörðum króna            | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | Brb.-<br>tölur<br>2004 | Áætlun <sup>2</sup> |      |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------------|---------------------|------|
|                               |       |       |       |       |       |       |       |                        | 2005                | 2006 |
| <i>Hið opinbera</i>           |       |       |       |       |       |       |       |                        |                     |      |
| Tekjur                        | 213,2 | 242,9 | 278,6 | 301,1 | 328,5 | 350,6 | 368,4 | 417,0                  | 469                 | 519  |
| Útgjöld                       | 213,3 | 240,0 | 264,0 | 284,6 | 327,2 | 357,1 | 385,1 | 417,0                  | 448                 | 475  |
| Tekjuafgangur/halli           | -0,1  | 2,8   | 14,6  | 16,6  | 1,3   | -6,6  | -16,7 | 0,0                    | 20                  | 44   |
| Hreinar skuldir               | 196,5 | 180,7 | 147,0 | 158,7 | 199,3 | 182,2 | 192,9 | 192,0                  | 145                 | 106  |
| Vergar skuldir                | 279,4 | 280,5 | 271,5 | 278,0 | 354,6 | 340,7 | 342,6 | 332,0                  | 258                 | 203  |
| <i>Ríkissjóður</i>            |       |       |       |       |       |       |       |                        |                     |      |
| Tekjur                        | 162,4 | 183,9 | 213,8 | 228,7 | 245,4 | 257,3 | 274,4 | 313,0                  | 353                 | 389  |
| Útgjöld                       | 160,2 | 177,4 | 195,5 | 208,6 | 238,3 | 260,6 | 288,7 | 304,0                  | 326                 | 344  |
| Tekjuafgangur/halli           | 2,2   | 6,7   | 18,5  | 20,5  | 8,2   | -2,3  | -13,2 | 10,0                   | 27                  | 45   |
| Hreinar skuldir               | 172,3 | 151,3 | 118,8 | 127,4 | 168,8 | 149,5 | 158,0 | 149,0                  | 90                  | 45   |
| Vergar skuldir                | 241,6 | 237,8 | 226,0 | 228,5 | 298,3 | 281,1 | 277,2 | 255,0                  | 193                 | 145  |
| <i>Sveitarfélög</i>           |       |       |       |       |       |       |       |                        |                     |      |
| Tekjur                        | 55,5  | 62,9  | 69,9  | 77,7  | 89,5  | 99,8  | 104,3 | 113,0                  | 126                 | 142  |
| Útgjöld                       | 58,5  | 67,2  | 72,8  | 80,3  | 94,8  | 103,2 | 108,0 | 123,0                  | 134                 | 144  |
| Tekjuafgangur/halli           | -3,0  | -4,3  | -2,9  | -2,6  | -5,3  | -3,4  | -3,8  | -10,0                  | -8                  | -2   |
| Hreinar skuldir               | 25,0  | 30,1  | 28,7  | 31,7  | 30,7  | 32,8  | 37,0  | 47,0                   | 59                  | 66   |
| Vergar skuldir                | 38,4  | 43,3  | 46,1  | 49,8  | 56,6  | 60,2  | 65,9  | 78,0                   | 81                  | 85   |
| <i>Hið opinbera, % af VLF</i> |       |       |       |       |       |       |       |                        |                     |      |
| Tekjur                        | 41,3  | 42,4  | 45,3  | 45,0  | 43,8  | 44,8  | 45,4  | 47,1                   | 47                  | 47   |
| Útgjöld                       | 41,3  | 41,9  | 42,9  | 42,5  | 43,6  | 45,7  | 47,5  | 47,1                   | 45                  | 43   |
| Tekjuafgangur/halli           | 0,0   | 0,5   | 2,4   | 2,5   | 0,2   | -0,8  | -2,1  | -0,1                   | 2                   | 4    |
| Hreinar skuldir               | 38,1  | 31,5  | 23,9  | 23,7  | 26,6  | 23,3  | 23,8  | 22                     | 14                  | 10   |
| Vergar skuldir                | 54,1  | 48,9  | 44,1  | 41,5  | 47,3  | 43,5  | 42,2  | 38                     | 26                  | 18   |

1. Hið opinbera er ríki, sveitarfélög og almannatryggingar. Tekjur og gjöld eru hér samkvæmt uppgjöri Hagstofunnar samkvæmt þjóðhagsreikningakerfi Sameinuðu þjóðanna. Stærstu frávik frá framsetningu fjárlaga og ríkisreikningi felast í meðferð skattafskrifta, lífeyrisskuldbindinga og hagnaði af eignasölu. 2. Rekstartölur fyrir 2004 eru áætlun Hagstofunnar. Aðrar tölur fyrir 2004-2006 eru áætlun Seðlabankans.

Heimildir: Hagstofa Íslands og áætlanir Seðlabankans.

Mynd 25

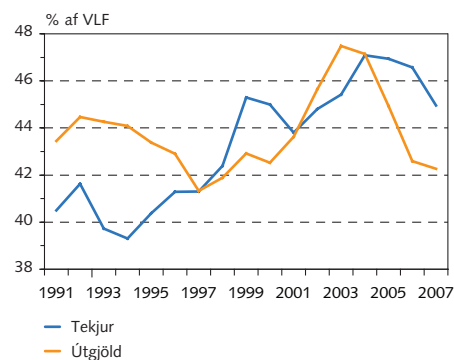
Skuldir og tekjuafgangur hins opinbera  
1991-2007



Heimildir: Hagstofa Íslands og áætlanir Seðlabankans.

Mynd 26

Útgjöld og tekjur hins opinbera 1991-2006



Heimildir: Hagstofa Íslands og áætlanir Seðlabankans.

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

| M.kr.                                | Janúar-júní |         |         | % -breyting frá fyrra ári, janúar-júní |      |      |
|--------------------------------------|-------------|---------|---------|--|------|------|
|                                      | 2003        | 2004    | 2005    | 2003                                   | 2004 | 2005 |
| Samtals iðnaður                      | 152.782     | 167.156 | 175.113 | -6,9                                   | 6,6  | 0,9  |
| Iðnaður án fiskiðnaðar               | 98.768      | 107.524 | 109.460 | 0,3                                    | 6,1  | -2,0 |
| Iðnaður án fiskiðnaðar og stóriðju   | 79.346      | 86.666  | 90.173  | 3,8                                    | 6,4  | 0,2  |
| Smásöluverslun (án eldsneytis)       | 85.841      | 92.788  | 100.543 | 1,5                                    | 6,4  | 7,0  |
| Heildsala                            | 145.638     | 171.798 | 196.026 | 5,1                                    | 16,2 | 12,8 |
| Heildsala án eldsneytis              | 125.298     | 149.745 | 171.178 | -0,8                                   | 17,7 | 12,9 |
| Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð | 38.440      | 47.732  | 62.920  | 13,5                                   | 21,0 | 26,9 |
| Samtals                              | 627.353     | 721.342 | 803.253 | -2,1                                   | 12,0 | 7,2  |
| Samtals án eldsneytis                | 607.013     | 699.289 | 778.405 | -2,3                                   | 13,4 | 9,9  |

1. Byggt á virðisaukaskattskýrslum. 2. Reiknað út frá veltu staðvirtri með neysluverðsvisítölu eða neysluverðsvisítölu án húsnæðis og bensins.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

114

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

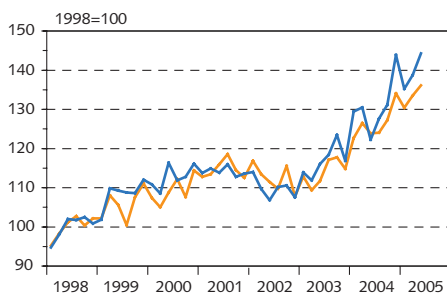
| Raungengi (1980 = 100)                     | Meðalstaða árs |      |      |      |       | 2. ársfj.<br>2005 | % -breyting frá fyrra ári |              |                |
|--|----------------|------|------|------|-------|-------------------|---------------------------|--------------|----------------|
|  | 2000           | 2001 | 2002 | 2003 | 2004  |                   | IV '04                    | I '05        | II '05         |
| m.v. hlutfallslegt neysluverðlag           | 96,3           | 83,7 | 88,5 | 94,2 | 97,2  | 103,6             | 3,1                       | 7,9          | -3,9           |
| m.v. hlutfallslegan launakostnað á einingu | 91,4           | 78,7 | 84,1 | 88,5 | 90,4  | 99,7              | 4,5                       | 16,2         | -7,0           |
| % -breyting frá fyrra ári                  | 1997           | 1998 | 1999 | 2000 | 2001  | 2002              | 2003                      | Brb.<br>2004 | Áætlun<br>2005 |
| Nafngengi                                  | 1,2            | 1,5  | 0,0  | 0,2  | -16,6 | 2,5               | 6,2                       | 1,8          | 8,4            |
| Erlent verðlag                             | 2,1            | 1,6  | 1,6  | 2,3  | 2,1   | 1,7               | 2,0                       | 1,8          | 1,9            |
| Innlent verðlag                            | 1,8            | 1,7  | 3,4  | 5,1  | 6,6   | 4,8               | 2,1                       | 3,2          | 3,6            |
| Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag  | 0,9            | 1,6  | 1,8  | 2,9  | -13,0 | 5,7               | 6,3                       | 3,2          | 10,3           |
| Erlend framleiðni                          | 1,5            | 1,2  | 1,2  | 1,4  | 0,4   | 1,1               | 1,4                       | 1,9          | 1,1            |
| Innlend framleiðni                         | 2,0            | 2,1  | 1,5  | 2,8  | 1,7   | -0,8              | 5,0                       | 4,1          | 1,7            |
| Erlend laun                                | 3,2            | 3,0  | 3,3  | 3,2  | 3,3   | 3,1               | 2,9                       | 1,9          | 1,7            |
| 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            | 5,0  | 1,6  | 1,3  | -13,8 | 6,8               | 5,2                       | 2,1          | 12,4           |

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur og áætlanir.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 27  
Veltubreyting milli ára 1998/1 -2005/3

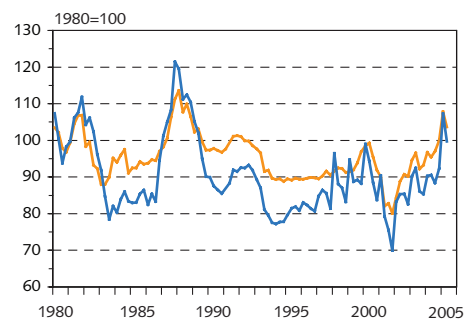
Tveggja mánaða tímabil raunvitt og árstíðarleiðrétt



— Heildarvelta  
— Velta innanlandsgreina

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 28  
Ársfjórðungslegt raungengi krónunnar  
1. ársfj. 1980 - 2. ársfj. 2005



— Miðað við hlutfallslegt verðlag  
— Miðað við hlutfallsleg laun

Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Tafla 16 Fasteignamarkaður og eignaverð

| Fasteignamarkaður <sup>1</sup>                           | 2002     | 2003    | 2004    | júli'05 | 1 mán. %-br. |                                | 12 mán. %-breytingar |         |         |  |
|--|----------|---------|---------|---------|--------------|--------------------------------|----------------------|---------|---------|--|
|  |          |         |         |         | júní'05      | júli'05                        | júli'03              | júli'04 | júli'05 |  |
| Verðvísitala íbúðarhúsnæðis á höfuðb.svæði <sup>2</sup>  | 158,9    | 177,7   | 200,5   | 282,4   | 2,8          | 2,6                            | 13,4                 | 11,3    | 38,9    |  |
| Verð í fjölbýli á höfuðborgarsvæði <sup>2</sup>          | 160,7    | 179,9   | 201,3   | 278,2   | 2,6          | 2,7                            | 13,1                 | 11,0    | 35,7    |  |
| Afgreidd húsbúðir, markaðsvirði (ma.kr.) <sup>3</sup>    | 28,6     | 32,2    | 49,6    | ...     | ...          | ...                            | 31,6                 | ...     | ...     |  |
| Fjöldi afgreiddra umsókna Íbúðalánasjóðs <sup>4</sup>    | 2.846    | 2.535   | 3.271   | ...     | ...          | ...                            | 28,1                 | 44,4    | ...     |  |
| Verð veiðiheimilda (meðalverð tímabils, kr./kg.)         |          |         |         |         |              |                                |                      |         |         |  |
| Verð varanlegra þorskeimilda (kr./kg.)                   | 709      | 930     | 1.223   | 1.375   | -            | 3,8                            | 20,0                 | -10,0   | 27,3    |  |
| Verð skammtíma þorskeimilda (kr./kg.)                    | 117      | 156     | 132     | 125     | -            | -                              | -19,4                | -4,0    | 4,2     |  |
| Hlutafjármarkaður  |          |         |         |         |              |                                |                      |         |         |  |
|  | Í árslok |         |         |         | 31. ágúst    | % -breyting til 31. ágúst 2005 |                      |         |         |  |
| Vísitölur, 31. des. 1997 = 1.000                         | 2001     | 2002    | 2003    | 2004    | 2005         | 1 m.                           | 3 m.                 | 6 m.    | 12 m.   |  |
| Úrvalsvísitala (ICEX-15)                                 | 1.159,0  | 1.352,0 | 2.114,3 | 3.359,6 | 4.678,0      | 8,6                            | 15,8                 | 24,1    | 38,0    |  |
| Heildarvísitala aðallista                                | 1.180,8  | 1.436,2 | 2.075,2 | 3.167,4 | 4.309,9      | 7,6                            | 14,0                 | 21,9    | 35,5    |  |
| Atvinnugreinavísitölur, 31. des. 2004 = 100 <sup>5</sup> |          |         |         |         |              |                                |                      |         |         |  |
| Sjávarútvegur (ICEXFISH)                                 | 86,7     | 107,3   | 100,0   | 120,7   | 128,9        | 1,1                            | -2,1                 | 4,4     | 16,1    |  |
| Fjármálaþjónusta (ICEX40)                                | .        | .       | .       | 100,0   | 144,2        | 10,4                           | 18,8                 | 28,1    | .       |  |
| Nauðsynjavörur (ICEX30)                                  | .        | .       | .       | 100,0   | 129,9        | 5,7                            | 8,1                  | 22,8    | .       |  |
| Heilbrigðisgeiri (ICEX35)                                | .        | .       | .       | 100,0   | 108,8        | 0,0                            | 4,8                  | 4,6     | .       |  |

1. Breytingar eru reiknaðar út frá 3 mán. hreyfanlegum meðaltölum. 2. Janúar 1994=100. Staðgreiðsluverð. 3. Breytingar eru reiknaðar út frá tölum sem eru staðvirkar með vísitölu fasteignaverðs á höfuðborgarsvæði. 4. Til nýbygginga og endurbóta. 5. Hinn 1. apríl 2005 voru teknar upp nýjar atvinnugreinavísitölur. Af eldri vísitölum er aðeins vísitala sjávarútvegs reiknuð áfram og miðast upphafsgildi hennar (100) við 31. desember 1997.

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

## Tafla 17 Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja

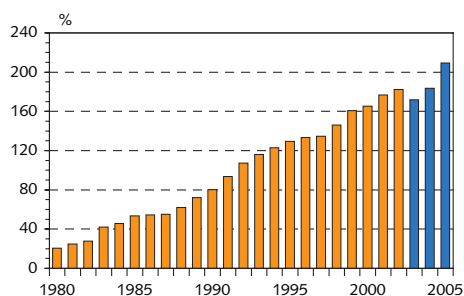
| Í ma.kr. nema annað sé tekið fram                       | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001    | 2002    | Áætlun  |         | % -br. milli ára '03-'04 |
|---|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|--------------------------|
|   |       |       |       |       |         |         | 2003    | 2004    |                          |
| Íbúða- og bifreiðaeign heimila <sup>1</sup>             | 676,0 | 724,1 | 842,6 | 953,2 | 1.044,0 | 1.108,4 | 1.235,5 | 1.448,9 | 17,3                     |
| Eignir heimila í lífeyrissjóðum                         | 345,6 | 398,2 | 507,3 | 557,3 | 640,1   | 664,6   | 805,1   | 950,7   | 18,1                     |
| Skuldir heimila við lánakerfið <sup>2</sup>             | 386,2 | 442,6 | 522,0 | 613,8 | 710,4   | 758,6   | 772,1   | 877,1   | 13,6                     |
| Skuldir heimila sem % af ráðstöfunartekjum <sup>2</sup> | 134,7 | 146,1 | 160,9 | 165,4 | 176,8   | 182,4   | 172,0   | 183,5   | .                        |
| Skuldir fyrirtækja við lánakerfið <sup>2</sup>          | 420,7 | 509,4 | 668,8 | 801,1 | 962,3   | 972,5   | 1.171,0 | 1.466,8 | 25,3                     |
| Skuldir sjávarútvegsfyrirtækja                          | 123,5 | 139,7 | 160,3 | 165,2 | 195,5   | 191,9   | 185,5   | 208,4   | 12,3                     |

1. Skv. Þjóðarauðsmati Þjóðhagsstofnunar. Á meðalverði ársins. 2. Vegna breyttrar útlánaskiptingaráttar 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 1980-2005<sup>1</sup>

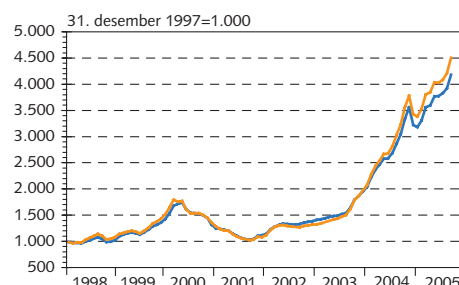


1. Breytt lánaflokkun frá árinu 2003 (súlur í bláum lit) (sjá neðanmálsgrein 2 við töflu 17).  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 30

Hlutabréfaverð 1998-2005

Mánaðarleg meðaltöl janúar 1998 - ágúst 2005



— Úrvalsvísitala (ICEX-15)  
— Heildarvísitala aðallista

Heimild: Kauphöll Íslands.

## Tafla 18 Afkoma fyrirtækja

| Úr reikningum hlutafélaga í Kauphöll Íslands <sup>1</sup> | Jan.-des. |      | % af veltu |      | Jan.-júní |      | % af veltu |      | % -br.<br>'04-'05 |
|---|-----------|------|------------|------|-----------|------|------------|------|-------------------|
|   | 2003      | 2004 | 2003       | 2004 | 2004      | 2005 | 2004       | 2005 |                   |
| Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna                    |           |      |            |      |           |      |            |      |                   |
| Hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnsliði                | 33,9      | 42,8 | 12,1       | 12,1 | 17,9      | 23,3 | 13,2       | 12,7 | 30,4              |
| Sjávarútvegur   | 8,3       | 8,7  | 21,3       | 18,1 | 4,9       | 5,7  | 23,8       | 20,8 | 16,1              |
| Samgöngur   | 1,6       | 2,6  | 7,0        | 10,7 | 0,5       | 0,8  | 4,3        | 5,4  | 46,9              |
| Upplýsingatækni   | 8,1       | 11,0 | 19,6       | 20,2 | 3,6       | 3,3  | 15,3       | 10,3 | -10,7             |
| Iðnaður og framleiðsla                                    | 12,1      | 16,6 | 16,3       | 18,1 | 7,2       | 12,0 | 15,8       | 19,6 | 67,7              |
| Hagnaður eftir skatta                                     | 12,0      | 23,2 | 4,3        | 6,6  | 9,7       | 11,1 | 7,2        | 6,0  | 14,1              |
| Sjávarútvegur   | 3,4       | 5,6  | 8,7        | 11,7 | 2,1       | 2,9  | 10,3       | 10,4 | 34,0              |
| Samgöngur   | 0,5       | 1,0  | 2,3        | 4,1  | 0,3       | 0,4  | 2,8        | 2,6  | 7,2               |
| Upplýsingatækni   | 1,6       | 4,8  | 3,6        | 8,9  | 2,4       | 2,7  | 10,2       | 8,7  | 13,3              |
| Iðnaður og framleiðsla                                    | 5,6       | 10,2 | 7,5        | 11,2 | 4,3       | 4,9  | 9,5        | 7,9  | 12,8              |
| Eiginfjárlutfall fyrirtækja í Kauphöll Íslands            | 35,2      | 34,1 | .          | .    | 35,6      | 31,6 | .          | .    | .                 |
| Arðsemi eigin fjár félaga í Kauphöll Íslands              | 15,3      | 10,3 | .          | .    | 17,7      | 14,2 | .          | .    | .                 |
| Fjöldi hlutafélaga í úrtaki                               | 31        | 31   | .          | .    | 23        | 23   | .          | .    | .                 |

| Úr reikningum viðskiptabanka og sparisjóða <sup>2</sup> | Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna | 2001    | 2002    | 2003    | 2004  | % -br.<br>'03-'04 | Jan.-júní |       | % -br.<br>'04-'05 |
|---|--|---------|---------|---------|-------|-------------------|-----------|-------|-------------------|
|   |  |         |         |         |       |                   | 2004      | 2005  |                   |
| Hreinar vaxtatekjur                                     | 29,4                                   | 29,6    | 36,0    | 54,2    | 50,6  | 22,2              | 36,4      | 64,0  |                   |
| Aðrar rekstrartekjur                                    | 10,3                                   | 27,9    | 45,6    | 78,7    | 72,6  | 40,8              | 63,5      | 55,7  |                   |
| Hreinar rekstrartekjur                                  | 39,6                                   | 57,5    | 81,6    | 132,9   | 62,9  | 63,0              | 99,9      | 58,6  |                   |
| Rekstrargjöld   | 25,4                                   | 34,1    | 44,9    | 60,2    | 34,1  | 27,0              | 34,5      | 27,7  |                   |
| Framlag í afskriftareikning                             | 7,4                                    | 9,3     | 13,2    | 13,2    | -     | 6,7               | 6,1       | -9,7  |                   |
| Tekju- og eignarskattur                                 | -0,1                                   | 1,2     | 2,9     | 8,9     | 206,9 | 4,3               | 9,1       | 112,7 |                   |
| Hagnaður ársins   | 6,9                                    | 12,5    | 18,6    | 43,1    | 131,7 | 21,3              | 50,2      | 135,9 |                   |
| Heildareignir í lok tímabils                            | 941,0                                  | 1.161,1 | 1.597,3 | 3.128,8 | 95,9  | 1.886,3           | 4.479,1   | 137,5 |                   |
| Eigið fé í lok tímabils                                 | 60,8                                   | 84,5    | 113,5   | 256,6   | 126,1 | 133,2             | 447,8     | 236,2 |                   |

## % í lok tímabils

|                                   |      |      |      |      |   |      |      |   |
|-----------------------------------|------|------|------|------|---|------|------|---|
| Arðsemi eigin fjár                | 13,9 | 18,5 | 22,5 | 30,9 | . | 41,5 | 39,5 | . |
| Kostnaðarlutfall <sup>3</sup>     | 64,0 | 59,4 | 55,0 | 45,3 | . | 42,9 | 34,5 | . |
| Eiginfjárlutfall alls             | 11,3 | 12,2 | 12,3 | 12,8 | . | 13,1 | 13,9 | . |
| Eiginfjárlutfall án víkjandi lána | 8,0  | 9,1  | 9,2  | 9,5  | . | 9,0  | 10,1 | . |

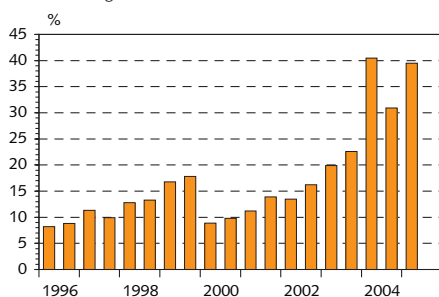
1. Byggt á reikningum allra félaga í Kauphöll Íslands nema fjármála- og tryggingarfyrirtækja. 2. Þrjú stærstu viðskiptabankarnir og sex stærstu sparisjóðirnir. Uppgjör viðskiptabankanna og SPRON jan. - júní 2005 skv. IFRS (International Financial Reporting Standards). 3. Rekstrargjöld sem hlutfall af hreinum rekstrartekjum.

Heimildir: Fjármálaeftirlitið og Seðlabanki Íslands.

Mynd 31

Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka og sparisjóða<sup>1</sup> 1996/1 - 2005/1

Hálfsárslegar tölur

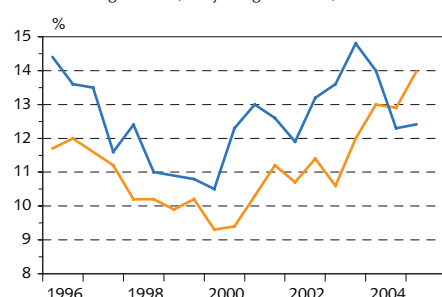


1. Byggt á reikningum viðskiptabanka (án Sparisjóðabanka Íslands) og sex stærstu sparisjóða. Frá 1998 er FBA meðtalinn en þar áður Fiskveiðisjóður og Iðnlánasjóður.  
Heimildir: Fjármálaeftirlitið og árs- og árslytareikningar viðskiptabanka og sparisjóða.

Mynd 32

Eiginfjárlutfall viðskiptabanka og sparisjóða<sup>1</sup> 1996/1 - 2005/1

Hálfsárslegar tölur (í lok júní og desember)



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 mán.                                   | 2,2    | 2,2  | 3,6 | 2,8 | -0,3  | 0,6     | 1,9     | 0,9      | 2,2     | 4,8    |
| Atvinnuleysi <sup>1</sup>                               | 8,6    | 8,6  | 4,9 | 4,7 | 4,4   | 6,5     | 4,7     | 8,3      | 5,8     | 2,1    |
| Hagvöxtur <sup>2</sup>                                  | 1,3    | 1,1  | 3,6 | 1,8 | 2,2   | 2,0     | 2,0     | -0,3     | 1,9     | 6,8    |
| Óverðtryggðir langtímavextir (nafnávöxtun) <sup>3</sup> | .      | 2,5  | 3,9 | 4,1 | 0,6   | 2,5     | 3,0     | 2,6      | 2,6     | 7,4    |
| Verðtryggðir langtímavextir (raunávöxtun) <sup>3</sup>  | .      | .    | 1,4 | 1,4 | .     | 1,0     | .       | .        | .       | 3,6    |
| Skammtímavextir <sup>4</sup>                            | 2,6    | 2,0  | 3,5 | 4,8 | 0,0   | 1,5     | 2,1     | 2,1      | 2,0     | 9,3    |

Fyrir árið 2004 (nema annað sé tilgreint):

|  |     |      |      |      |       |      |      |      |      |      |
|--|-----|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|
| VLF á mann m.v. kaupm.jafnvægi US\$ (PPP) <sup>5</sup> | .   | 27,1 | 37,6 | 29,9 | 28,0  | 29,0 | 37,1 | 28,6 | 30,7 | 29,4 |
| Vergur sparnaður, % af VLF <sup>6</sup>                | .   | .    | 13,1 | 14,8 | 25,7  | 23,9 | 32,7 | 24,5 | 22,6 | 14,7 |
| Jöfnuður hins opinbera, % af VLF                       | .   | -2,7 | -4,3 | -3,4 | -6,1  | 1,2  | 11,5 | 1,9  | 2,3  | 0,5  |
| Vergar skuldir hins opinbera, % af VLF                 | .   | 78,5 | 63,4 | 44,2 | 157,6 | 62,1 | 51,1 | 53,3 | 49,4 | 36,4 |
| Útgjöld hins opinbera, % af VLF                        | .   | 48,6 | 36,0 | 44,1 | 37,3  | 57,1 | 46,6 | 50,7 | 56,3 | 47,4 |
| Viðskiptajöfnuður, % af VLF                            | 0,1 | 0,6  | -5,7 | -2,2 | 3,6   | 8,0  | 13,8 | 4,3  | 2,5  | -8,4 |

1. Árstíðarleidd. 2. Hagvöxtur yfir fjóra ársfjórðunga. Árstíðarleidd, nema fyrir Ísland. 3. Ríkisskuldabréf til 5 ára eða því sem næst. 4. Ríkisvixlar til þriggja mánaða. 5. Árið 2003. Í þús. Bandaríkjadala. Umreiknað á gengi sem leiðréttir fyrir verðlagsmuni milli ríkja. 6. Árið 2002 fyrir Japan og árið 2003 fyrir Bandaríkin.

Heimildir: EcoWin, Eurostat, OECD.

Tafla 20 Alþjóðleg hagþróun

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

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. Tekjufjöfnuður hins opinbera, ríkis, sveitarfélaga og almannatrygginga. 5. Ávöxtun 10 ára ríkisskuldabréfa.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Consensus Forecasts, OECD.

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

| Ár   | Verðlag <sup>1</sup>               |            | Gengi                               |  | Vextir                                    |   | Peningastærðir   |                  | Hlutfall gjaldeyrisforða og vöruinnfl. <sup>5</sup> | Erlendar skuldir % af VLF <sup>6</sup> | Hag-vöxtur |       |      |
|------|------------------------------------|------------|-------------------------------------|--|---|---|------------------|------------------|---|--|------------|-------|------|
|      | Vísitala neyðs- verðs <sup>1</sup> | Verð- bólg | Meðal gengis- vísitala <sup>2</sup> | Raugengi krónu <sup>3</sup> m.v. neyðsverð | Meðal-ávöxtun spariskirteina <sup>4</sup> | Alm. skuldabréfa- lán banka (raunáv.) óverðr. | Útlán innlánsst. | Útlán lánakerfis |   |  |            |       |      |
| 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  | 1,2  |
| 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  | 0,0  |
| 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  | -3,1 |
| 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  | 1,7  |
| 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  | 3,8  |
| 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  | 0,4  |
| 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  | 5,0  |
| 1997 | 180,3                              | 1,8        | 318,7                               | 90,5                                       | 84,5                                      | 5,3   | 11,1             | 8,7              | 16,9  | 11,8                                   | 2,6        | 64,8  | 5,3  |
| 1998 | 183,3                              | 1,7        | 313,6                               | 91,9                                       | 88,7                                      | 4,7   | 11,8             | 15,1             | 25,6  | 15,1                                   | 2,2        | 70,0  | 5,5  |
| 1999 | 189,6                              | 3,4        | 313,1                               | 93,6                                       | 90,2                                      | 4,4   | 8,0              | 17,1             | 22,8  | 17,3                                   | 2,6        | 82,5  | 4,2  |
| 2000 | 199,1                              | 5,0        | 313,3                               | 96,2                                       | 91,4                                      | 5,1   | 12,7             | 11,2             | 26,2  | 17,2                                   | 2,1        | 102,7 | 5,0  |
| 2001 | 212,4                              | 6,7        | 376,3                               | 83,7                                       | 78,7                                      | 5,1   | 9,4              | 14,9             | 13,4  | 19,2                                   | 2,1        | 120,4 | 3,3  |
| 2002 | 222,6                              | 4,8        | 365,2                               | 88,5                                       | 84,1                                      | 5,2   | 13,7             | 15,3             | 0,9   | 3,2                                    | 2,5        | 125,1 | -1,3 |
| 2003 | 227,3                              | 2,1        | 343,3                               | 94,1                                       | 88,5                                      | 4,4   | 9,3              | 17,5             | 14,8  | 11,4                                   | 3,5        | 144,3 | 3,6  |
| 2004 | 234,6                              | 3,2        | 336,3                               | 97,2                                       | 90,4                                      | 3,9   | 8,1              | 14,9             | 39,6  | 20,2                                   | 3,6        | 205,8 | 6,2  |

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

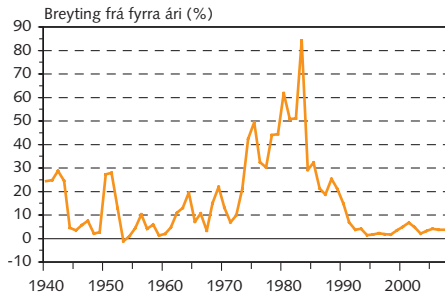
Tafla 21 (frh.) Sögulegar hagtölur

|      | Þjóðhagsstærðir (%-breyt. milli ára) |                    | Utánfiskisviðskipti (%-breyt. milli ára) <sup>7</sup> |            | Viðsk.-jöfn., % af VLF |                   | Hið opinbera (% af VLF) <sup>8</sup> |            | Vinnuþátttakendur (% af mannafla) |         | Laun (%-breyt. milli ára) |                |                         |                        |
|------|--------------------------------------|--------------------|---|------------|------------------------|-------------------|--------------------------------------|------------|-----------------------------------|---------|---------------------------|----------------|-------------------------|------------------------|
|      | Einkaneysla                          | Flár- muna- myndun | Þjóðar- útgjöld                                       | Út- flutn. | Inn- flutn.            | Við- skipta- kjör | Viðsk.- jöfn., % af VLF              | Jöfn- uður | Tekjur                            | Útgjöld | Atv.- leysi               | Atv.- þátttaka | Raun- laun <sup>9</sup> | Kaupm. ráðstöf.- 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        | 35,1                              | 33,8    | 0,3                       | 74,1           | .                       | 1,1                    |
| 1981 | 6,2                                  | 1,2                | 5,6   | 3,2        | 7,1                    | -0,5              | -4,1                                 | 1,3        | 36,3                              | 35,0    | 0,4                       | 76,8           | 0,7                     | 5,4                    |
| 1982 | 5,0                                  | 0,1                | 5,0   | -8,9       | -0,6                   | -0,8              | -7,9                                 | 1,7        | 37,4                              | 35,7    | 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       | 35,6                              | 37,6    | 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        | 36,6                              | 34,4    | 1,3                       | 77,6           | -3,1                    | -2,5                   |
| 1985 | 4,2                                  | 1,0                | 2,7   | 11,1       | 9,4                    | -0,9              | -3,8                                 | -1,6       | 35,2                              | 36,9    | 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       | 35,3                              | 39,3    | 0,7                       | 80,9           | 5,7                     | 9,5                    |
| 1987 | 16,2                                 | 19,1               | 15,7  | 3,3        | 23,3                   | 4,3               | -3,4                                 | -0,8       | 35,5                              | 36,3    | 0,4                       | 84,1           | 9,0                     | 25,8                   |
| 1988 | -3,8                                 | -0,1               | -0,6  | -3,6       | -4,6                   | -0,8              | -3,4                                 | -2,0       | 39,2                              | 41,2    | 0,6                       | 80,1           | 2,2                     | -2,7                   |
| 1989 | -4,2                                 | -7,8               | -4,4  | 2,9        | -10,3                  | -3,9              | -1,3                                 | -4,5       | 39,1                              | 43,6    | 1,7                       | 78,7           | -9,1                    | -9,4                   |
| 1990 | 0,5                                  | 3,0                | 1,5   | 0,0        | 1,0                    | -2,0              | -2,1                                 | -3,3       | 38,8                              | 42,1    | 1,8                       | 77,5           | -4,9                    | -4,6                   |
| 1991 | 2,9                                  | 2,7                | 3,8   | -5,9       | 5,2                    | 3,5               | -4,1                                 | -2,9       | 40,5                              | 43,5    | 1,5                       | 76,2           | 1,4                     | 2,1                    |
| 1992 | -3,2                                 | -10,3              | -4,4  | -2,0       | -6,0                   | -0,6              | -2,4                                 | -2,8       | 41,6                              | 44,5    | 3,1                       | 75,5           | -0,8                    | -2,7                   |
| 1993 | -4,6                                 | -9,8               | -2,6  | 6,5        | -7,5                   | -3,9              | 0,7                                  | -4,5       | 39,7                              | 44,3    | 4,4                       | 75,3           | -2,6                    | -7,6                   |
| 1994 | 2,7                                  | -0,3               | 2,0   | 9,3        | 3,8                    | 0,4               | 2,0                                  | -4,8       | 39,3                              | 44,1    | 4,8                       | 75,4           | -0,3                    | 0,0                    |
| 1995 | 2,3                                  | -1,7               | 2,5   | -2,3       | 3,6                    | 1,3               | 0,8                                  | -3,0       | 40,4                              | 43,4    | 5,0                       | 75,7           | 2,8                     | 3,8                    |
| 1996 | 5,5                                  | 25,3               | 7,0   | 9,9        | 16,5                   | -3,1              | -1,8                                 | -1,6       | 41,3                              | 42,9    | 4,4                       | 76,4           | 4,0                     | 4,1                    |
| 1997 | 6,2                                  | 10,1               | 6,2   | 5,6        | 8,0                    | 2,1               | -1,8                                 | 0,0        | 41,3                              | 41,3    | 3,9                       | 76,6           | 3,6                     | 2,5                    |
| 1998 | 10,1                                 | 31,9               | 13,2  | 2,5        | 23,4                   | 5,6               | -6,9                                 | 0,5        | 42,4                              | 41,9    | 2,8                       | 77,1           | 7,6                     | 8,7                    |
| 1999 | 7,8                                  | -3,8               | 4,3   | 3,9        | 4,3                    | -0,8              | -7,0                                 | 2,4        | 45,3                              | 42,9    | 1,9                       | 77,3           | 3,3                     | 6,5                    |
| 2000 | 4,1                                  | 14,7               | 6,6   | 4,3        | 8,5                    | -2,7              | -10,3                                | 2,5        | 45,0                              | 42,5    | 1,3                       | 77,3           | 1,6                     | 5,2                    |
| 2001 | -3,2                                 | -4,9               | -2,8  | 7,4        | -9,1                   | 0,2               | -4,4                                 | 0,2        | 43,8                              | 43,6    | 1,4                       | 77,5           | 2,0                     | 2,0                    |
| 2002 | -1,8                                 | -19,6              | -3,8  | 3,9        | -2,6                   | 0,6               | 1,4                                  | -0,8       | 44,8                              | 45,7    | 2,5                       | 77,3           | 2,2                     | -0,3                   |
| 2003 | 5,8                                  | 20,5               | 7,2   | 1,4        | 10,7                   | -4,3              | -5,0                                 | -2,1       | 45,4                              | 47,5    | 3,4                       | 76,6           | 3,4                     | 4,7                    |
| 2004 | 6,9                                  | 21,0               | 8,4   | 8,3        | 14,2                   | -1,2              | -8,4                                 | -0,1       | 47,1                              | 47,1    | 3,1                       | 76,3           | 1,4                     | 1,9                    |

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 greiðslufjfrunar. Raunvit með neysluverðvísitölu. Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Vinnuáætlun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 33  
Verðbólga 1940-2007<sup>1</sup>

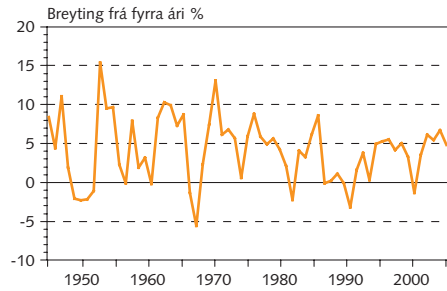
Árleg meðaltöl vísitölu neysluverðs



1. Spá 2005-2007.  
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

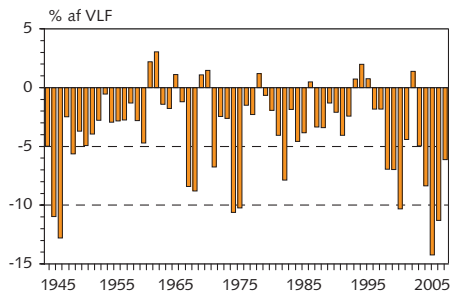
Mynd 34  
Hagvöxtur 1945-2007<sup>1</sup>

Magnbreyting vergrar landsframleiðslu milli ára



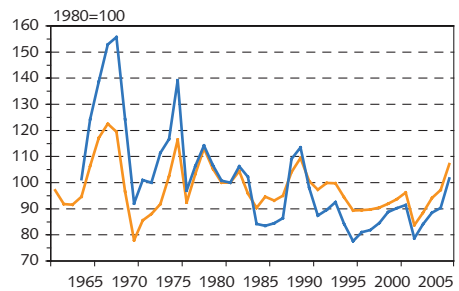
1. Bráðabirgðatölur 2004. Spá 2005-2007.  
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Mynd 35  
Viðskiptajöfnuður 1945-2007<sup>1</sup>



1. Bráðabirgðatölur 2004. Spá 2005-2007.  
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

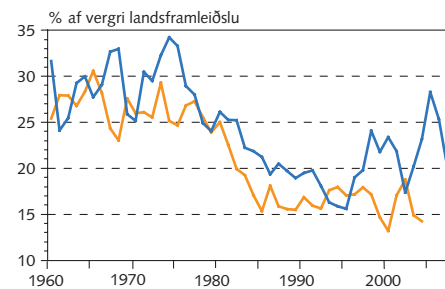
Mynd 36  
Raungengi krónunnar 1960-2005<sup>1</sup>



— Miðað við hlutfallslegt verðlag  
— Miðað við hlutfallsleg laun

1. Bráðabirgðatölur 2004. Áætlun 2005.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

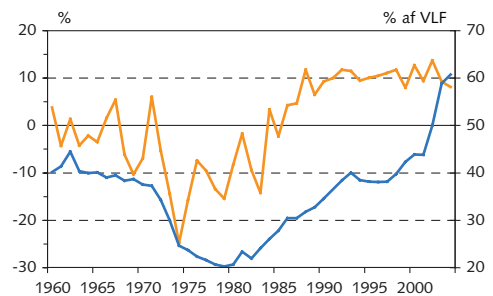
Mynd 37  
Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2007<sup>1</sup>



— Þjóðhagslegur sparnaður  
— Fjármunamyndun

1. Bráðabirgðatölur 2004. Spá 2005-2007.  
Heimildir: Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Mynd 38  
Raunávöxtun og peningamagn 1960-2004



— Raunávöxtun (vinstri ás)  
— Peningamagn (hægri ás)

Nýjstu tölur eru bráðabirgðatölur.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.



## Tafla 22 Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins

| I. Mannfjöldi og vinnuafli (þús. manns)    |  | 1970  | 2004  |
|--|--|-------|-------|
| Mannfjöldi í árslok                        |  | 204,8 | 293,6 |
| yngri en-16 ára                            |  | 70,6  | 70,1  |
| 16-74 ára                                  |  | 127,3 | 207,2 |
| eldri en 74 ára                            |  | 7,0   | 16,3  |
| Árleg fjölgun síðustu 5 ára (%)            |  | 1,1   | 1,0   |
| Vinnuafli (þús. manns)                     |  | 82,7  | 147,7 |
| þ.a. karlar                                |  | 54,7  | 84,9  |
| þ.a. konur                                 |  | 28,0  | 62,8  |
| II. Hlutfallsleg atvinnuskipting (%)       |  | 1970  | 2001  |
| Landbúnaður                                |  | 12,4  | 3,3   |
| Fiskveiðar                                 |  | 6,6   | 3,9   |
| Fiskvinnsla                                |  | 7,8   | 5,1   |
| Iðnaður, annar en fiskiðnaður              |  | 15,2  | 12,1  |
| Byggingarstarfsemi og rekstur veitna       |  | 11,3  | 10,3  |
| Verslun, veitinga- og hótélrekstur         |  | 13,5  | 16,7  |
| Samgöngur                                  |  | 8,4   | 6,7   |
| Peningastofnanir og tryggingar             |  | 4,0   | 9,5   |
| Opinber starfsemi                          |  | 12,4  | 18,9  |
| Ýmis þjónusta og önnur starfsemi           |  | 8,3   | 13,4  |
| III. Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings |  | 1970  | 2004  |
| Skipting eftir vöruflokkum (%):            |  |       |       |
| Sjávarafurðir                              |  | 77,1  | 60,2  |
| Iðnaðarvörur                               |  | 18,4  | 35,1  |
| þar af ál og kísiljárn                     |  | 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  |

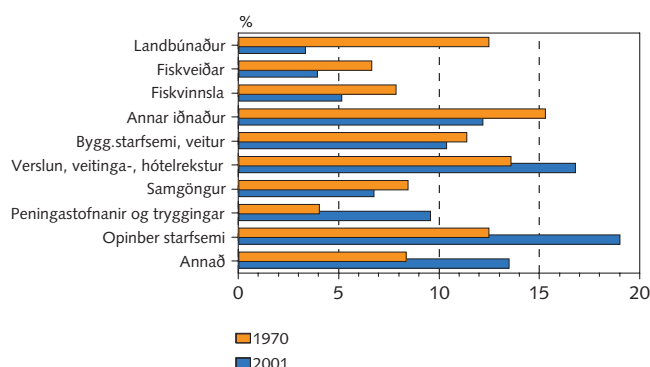
1. Bráðabirgðatölur. Séu þær ekki til fyrir árið 2004 er tilgreint það ár sem við á. 2. Umreiknað í Bandaríkjadali á gengi sem leiðréttir fyrir verðlagsmuni milli ríkja. 3. HPF er hrein þjóðarframleiðsla, þ.e. verg þjóðarframleiðsla að frádrögnum afskriftum. 4. Á þjóðhagsreikningagrunni.

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

| IV. Þjóðartekjur og -útgjöld                                     |  | 1970 | 2004 <sup>1</sup> |
|--|--|------|-------------------|
| Verg landsframleiðsla (VLF), ma.kr.                              |  | 0,4  | 885,0             |
| Verg landsframleiðsla, ma. USD                                   |  | 0,5  | 12,6              |
| Þjóðartekjur á íbúa í þús. USD                                   |  | 2,0  | 42,1              |
| VLF á mann í þús. USD m.v. kaupmáttarjafnvægi (PPP) <sup>2</sup> |  | 2,7  | 33,6              |
| Verg fjármunamyndun, % af VLF                                    |  | 25,3 | 23,4              |
| Vergur þjóðhagslegur sparnaður, % af VLF                         |  | 26,1 | 14,7              |
| Hreinn þjóðhagslegur sparnaður, % af HPF <sup>3</sup>            |  | 13,8 | 2,6               |
| Útflutningur vöru og þjónustu, % af VLF                          |  | 46,4 | 35,7              |
| Samneysla, % af VLF  |  | 12,7 | 25,6              |
| Heildarútgjöld hins opinbera, % af VLF <sup>4</sup>              |  | 28,9 | 47,1              |
| Heildarskattar, % af VLF <sup>6</sup>                            |  | 28,9 | 40,2              |

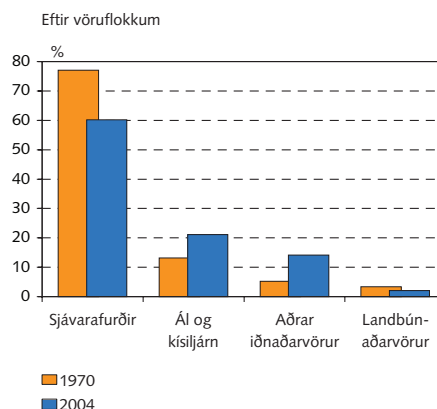
| V. Fjármagn og skuldir                          |  | 1970  | 2004 <sup>1</sup> |
|---|--|-------|-------------------|
| % af VLF nema annað sé tekið fram               |  |       |                   |
| Fjármunaeign, % af VLF                          |  | 3,4   | 3,2               |
| Fjármunaeign í ma. USD                          |  | 1,8   | 47,4              |
| Hreinar erlendar skuldir                        |  | 20,1  | 134,3             |
| Greiðslubyrði erl. langtímaskulda, % útfl.tekna |  | 11,3  | 57,5              |
| Heildarskuldir hins opinbera                    |  | 13,0  | 36,4              |
| Hreinar skuldir hins opinbera                   |  | -2,3  | 20,4              |
| Peningamagn (M3)                                |  | 37,5  | 60,8              |
| Útlán og markaðsskuldabréf lánakerfis           |  | 484,8 | 294,1             |
| Skuldir atvinnuvega                             |  | 53,6  | 162,6             |
| Skuldir heimila                                 |  | 21,2  | 97,2              |
| Markaðsverðmæti hlutabréfa                      |  | .     | 120,1             |

Mynd 39  
Hlutfallsleg atvinnuskipting 1970 og 2001



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 40  
Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings 1970 og 2004



Heimild: Hagstofa Íslands.

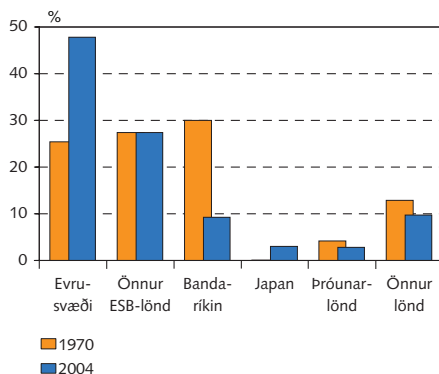
Tafla 23 Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum<sup>1</sup>

|  | % af heild |       |       |       |           |       | Ma.kr.    |       |
|--|------------|-------|-------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
|  | 1970       | 1980  | 1990  | 2000  | Jan.-júlí |       | Jan.-júlí |       |
|  |            |       |       |       | 2004      | 2005  | 2004      | 2005  |
| Vöruútflutningur, fob                                    |            |       |       |       |           |       |           |       |
| Evrópusambandið  | 52,8       | 52,3  | 70,7  | 67,4  | 75,2      | 75,0  | 152,2     | 83,9  |
| Evrusvæði  | 25,4       | 30,2  | 37,6  | 42,3  | 47,8      | 49,5  | 96,8      | 55,4  |
| Önnur Evrópusambandslönd                                 | 27,4       | 22,0  | 33,1  | 25,1  | 27,4      | 25,4  | 55,4      | 28,4  |
| þar af Bretland  | 13,2       | 16,5  | 25,3  | 19,3  | 19,0      | 16,9  | 38,5      | 19,0  |
| Önnur Vestur-Evrópulönd                                  | 2,8        | 2,3   | 3,4   | 7,8   | 6,3       | 6,3   | 12,8      | 7,0   |
| Önnur Austur-Evrópulönd og fyrrum Sovétríki <sup>2</sup> | 9,6        | 8,8   | 2,9   | 1,4   | 1,2       | 1,3   | 2,4       | 1,5   |
| þar af Rússland  | 6,8        | 5,4   | 2,5   | 0,4   | 1,1       | 1,3   | 2,3       | 1,5   |
| Bandaríkin   | 30,0       | 21,6  | 9,9   | 12,2  | 9,3       | 8,0   | 18,8      | 9,0   |
| Japan  | 0,1        | 1,5   | 6,0   | 5,2   | 3,0       | 4,0   | 6,1       | 4,5   |
| Önnur OECD-lönd  | 0,5        | 0,6   | 0,5   | 2,0   | 1,5       | 1,8   | 3,0       | 2,0   |
| Þróunarlönd <sup>3</sup>                                 | 4,2        | 12,9  | 5,5   | 3,0   | 2,8       | 3,1   | 5,7       | 3,4   |
| Önnur lönd   | 0,0        | 0,0   | 1,1   | 1,0   | 0,7       | 0,5   | 1,4       | 0,6   |
| Alls   | 100,0      | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0     | 100,0 | 202,4     | 111,9 |
| Vöruinnflutningur, cif                                   |            |       |       |       |           |       |           |       |
| Evrópusambandið  | 64,9       | 58,0  | 59,9  | 57,0  | 60,9      | 63,6  | 158,6     | 110,3 |
| Evrusvæði  | 32,0       | 33,2  | 35,5  | 33,5  | 34,2      | 34,2  | 89,2      | 59,3  |
| Önnur Evrópusambandslönd                                 | 33,0       | 24,8  | 24,4  | 23,6  | 26,6      | 29,5  | 69,4      | 51,1  |
| þar af Bretland  | 14,3       | 9,5   | 8,1   | 9,0   | 6,8       | 5,7   | 17,8      | 9,9   |
| Önnur Vestur-Evrópulönd                                  | 5,4        | 8,1   | 5,2   | 9,7   | 12,3      | 9,0   | 32,1      | 15,6  |
| Önnur Austur-Evrópulönd og fyrrum Sovétríki <sup>2</sup> | 10,4       | 10,9  | 6,5   | 5,7   | 1,2       | 0,6   | 3,2       | 1,1   |
| þar af Rússland  | 7,2        | 9,7   | 5,0   | 1,8   | 1,0       | 0,4   | 2,7       | 0,7   |
| Bandaríkin   | 8,2        | 9,4   | 14,4  | 11,0  | 10,1      | 10,3  | 26,3      | 17,9  |
| Japan  | 2,9        | 4,0   | 5,6   | 4,9   | 3,8       | 4,6   | 10,0      | 8,0   |
| Önnur OECD-lönd  | 0,4        | 5,8   | 3,7   | 4,5   | 3,3       | 3,7   | 8,5       | 6,3   |
| Þróunarlönd <sup>3</sup>                                 | 7,2        | 2,7   | 3,1   | 5,6   | 7,2       | 7,2   | 18,7      | 12,5  |
| Önnur lönd   | 0,6        | 1,1   | 1,4   | 1,5   | 1,2       | 0,9   | 3,1       | 1,6   |
| Alls   | 100,0      | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0     | 100,0 | 260,4     | 173,4 |

1. Tölur fyrir árin 1970-1990 miðast við sömu landasamsetningu svæða og árið 2000. 2. Átta Austur-Evrópulönd sem gengu í Evrópusambandið í maí 2004 eru talin með Evrópusambandinu frá og með 2004 í töflunni og um leið færð úr þessum flokki. 3. Fylgt er skilgreiningu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

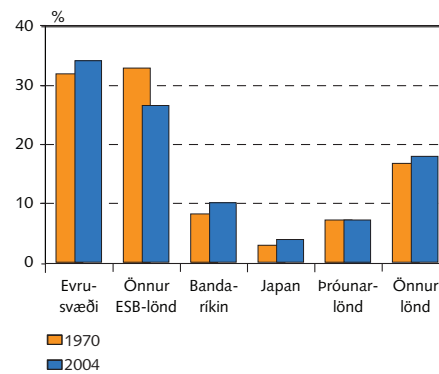
Heimild: Hagstofa Íslands.

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.