



PENINGAMÁL

2005 • 4

Efnisyfirlit

- 3 *Inngangur*
Aðhald byrjað að skila árangri sem fylgja þarf eftir
- 7 *Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum*
Verðbólguhorfur batna lítillega vegna hærra gengis og vaxta en mikið ójafnvægi enn fyrir hendi
Rammagreinar:
Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum 35
Gengi krónunnar og vaxtamunur við útlönd 46
Breyting á sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar Íslands og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001 49
- 51 *Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans*
Gengis- og vaxtahræringar
- 55 *Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum*
Þorvarður Tjörvi Ólafsson
- 85 *Lífeyrissjóðir - framtíðarhorfur og óvissuþættir*
Guðmundur Guðmundsson og Kristjana Baldursdóttir
- 103 *Peningastefnan og stjórnþætti hennar*
- 105 *Annáll efnahags- og peningamála*
- 109 *Tölur 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

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

25. rit. Desember 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.

Inngangur

Aðhald byrjað að skila árangri sem fylgja þarf eftir

Í kjölfar hækkunar stýrivaxta Seðlabankans um 0,75 prósentur í september sl. urðu nokkur þáttaskil í miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið. Hækkunin skilaði sér að fullu í raunstýrivöxtum og í fyrsta sinn frá því að Seðlabankinn hóf að hækka vexti í maí 2004 hækkaði ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa nokkuð, sem þegar hefur leitt til hækkunar útlánsvaxta banka, sparisjóða og Íbúðalánasjóðs. Mikilvægt er að hækkun stýrivaxta skili sér í hækkun vaxta verðtryggðra útlána í ljósi þess að þorri skulda einstaklinga er verðtryggður. Lækkun þessara vaxta á sl. ári og mjög aukið framboð lánsfjár leystu úr læðingi bylgju endurfjármögnunar og aukinnar eftirspurnar eftir lánsfé, bæði til kaupa á húsnæði og til einkaneyslu. Hækkun fasteignaverðs sem af þessu leiddi kynti enn frekar undir einkaneyslu og fjármunamyndun í íbúðarhúsnæði. Hækki vextir verðtryggðra útlána áfram dregur enn frekar úr hækkunum húsnæðisverðs og með tímanum úr vexti einkaneyslu.

Dragi nægilega úr eftirspurn mun það auðvelda Seðlabankanum að ná því markmiði að verðbólga verði að jafnaði því sem næst 2½%, eins og honum ber á grundvelli laga og yfirlýsingar ríkisstjórnarinnar og bankans frá árinu 2001. Þótt viðbrögðin við vaxtahækkuninni í september lofi góðu er ótímabært að fagna sigri í baráttunni við verðbólguna. Enn er mikið ójafnvægi til staðar í þjóðarþúskapnum. Þjóðhagsspáin sem kynnt er í þessu hefti *Peningamála* bendir eins og áður til þess að framleiðsluspenna verði það mikil á næstu tveimur árum að verðbólga verði að óbreyttu töluvert yfir markmiði Seðlabankans, þrátt fyrir að gengishækkun krónunnar vegi þar á móti á komandi mánuðum. Að því gefnu að gengi krónunnar haldist áfram hátt eru verðbólguhorfurnar lítið eitt betri en í september. Verðbólguferlum sem reiknaðir eru að gefnu óbreyttu gengi krónunnar ber hins vegar að taka með miklum fyrirvara um þessar mundir, því að ólíklegt er að forsendan um áframhaldandi sterkt gengi standist út spátímabilið.

Horfur eru á að viðskiptahallinn á þessu ári verði jafnvel meiri en spáð var í september. Samkvæmt endurskoðaðri þjóðhagsspá mun hann nema 15½% af landsframleiðslu. Fátítt er að svo mikill viðskiptahalli standi nema um skamma hríð. Alþjóðleg reynsla sýnir að þvílíku ójafnvægi fylgir fljótlega, annað hvort eða hvort tveggja, gengislækkun eða samdráttur innlendrar eftirspurnar sem knýr fram jafnvægi að nýju. Að því marki sem hallinn skýrist af fjármunamyndun útflutningsatvinnuvega má gera ráð fyrir minni aðlögunarþörf en ella. Minna en helming viðskiptahallans í ár og á næsta ári má hins vegar skýra með beinum og óbeinum áhrifum fjárfestingar í álbræðslum og orkuverum. Aðlögunarþörfin verður því mikil á næstu árum og mun að líkindum birtast í þrýstingi á gengi krónunnar. Hátt raungengi eykur líkur á að töluverður hluti aðlögunarinnar muni koma fram í lækkun á gengi krónunnar. Raungengi hefur ekki verið hærra frá árinu 1988

og undanfarna áratugi hefur svo hátt raungengi aldrei varað nema skamma hríð.

Á næstu misserum mun Seðlabankinn þurfa að haga peningastefnunni þannig að aðlögun gengis, sem til lengri tíma litið virðist óumflýjanleg, leiði ekki til meiri verðbólgu en samræmist verðbólgu-markmiðinu. Til þess mun þurfa strangt aðhald svo lengi sem veruleg framleiðsluspenna og spenna á vinnumarkaði valda þrýstingi á verðlag. Vaxtamunur við útlönd þarf jafnframt að vera nægur til að stuðla að hægfara aðlögun gengisins.

Á næstu mánuðum dregur að öllum líkindum nokkuð hratt úr tólf mánaða hækkun húsnæðisverðs. Ef gengi krónunnar helst tiltölulega hátt og stöðugt eru jafnframt töluverðar líkur á hjöðnun vöruverðs. Því eru horfur á að dragi úr verðbólgu á næstu mánuðum. Ef húsnæðismarkaðurinn kólnar hraðar en gert er ráð fyrir í spám Seðlabankans er líklegt að það leiði til enn hraðari hjöðunar húsnæðisverðbólgu en nú er áætlað. Horfur um gengisþróun, áframhaldandi hraður vöxtur einkaneyslu og meiri hækkun launakostnaðar umfram framleiðnbreytingar en áður var gert ráð fyrir vega hins vegar þyngra þegar horft er lengra fram á veginn.

Verðbólguferlar sem reiknaðir eru á grundvelli mismunandi forsendna um þróun vaxta og gengis gefa aðeins grófa vísbendingu um það sem kann að vera í vændum. Til samans gefa þeir sterka vísbendingu um að verðbólgu-markmiði Seðlabankans verði því aðeins náð ef ströngu peningalegu aðhaldi verður beitt um langa hríð.

Seðlabankinn hefur ítrekað varað við hugmyndum um að hægt sé að komast hjá erfiðleikum er óhjákvæmilega fylgja aðhaldssamri peningastefnu með því að víkja tímabundið frá verðbólgu-markmiðinu, eða „hleypa verðbólgunni í gegn“, eins og það hefur verið orðað. Þetta er óraunhæfur kostur. Slík stefnubreyting Seðlabankans myndi umsvifalaust skila sér í hærri verðbólguvæntingum, ýta undir enn meiri launahækkunar og leiða til gengislækkunar og aukinnar verðbólgu. Að endingu þyrfti enn meiri hækkun stýrivaxta til þess að kveða verðbólguna niður. Erfiðleikar sem slíkri stefnu fylgdu fyrir heimili og fyrirtæki yrðu því meiri en ekki minni. Því má heldur ekki gleyma að mikill hluti skulda einstaklinga og fyrirtækja er annaðhvort verð- eða gengistryggður. Þessi sérkenni íslenska fjármálamarkaðarins fela í sér að jafnvel skammtímaávinningur heimila og fyrirtækja af minna peningalegu aðhaldi kann að vera lítill og e.t.v. minni en enginn.

Hið opinbera getur hins vegar stuðlað að átakaminni aðlögun með því að gæta strangs aðhalds í fjármálum. Mikill vöxtur eftirspurnar og hagnaður fyrirtækja hafa skilað ríkissjóði tekjum í ár langt umfram það sem áætlanir gerðu ráð fyrir. Svipuð staða getur orðið uppi á teningnum á næsta ári. Brynt er að stjórnvöld, bæði ríkis og sveitarfélaga, bregðist ekki við slíkum tekjuauka með eftirgjöf á gjaldahlið heldur áformum um aukinn tekjuafgang eins og að virðist stefnt við afgreiðslu fjárlaga.

Fjármálafyrirtæki geta einnig lagt sitt af mörkum með varfærinni útlánastefnu. Nú þegar hafa sum þeirra lækkað hámark veðhlutfalls fasteignaveðlána niður í 80% sem er skynsamlegt, bæði frá sjónarhóli hagstjórnar og út frá hagsmunum þeirra sjálfra.

Verðbólga hefur hjaðnað undanfarna mánuði og áhrifa stýrivaxtahækkana er loks tekið að gæta í ávöxtun verðtryggðra skuldbréfa og þar með að nokkru í vöxtum fasteignaveðlána. Samtímis fer í vaxandi mæli að gæta áhrifa vaxtahækkana í Bandaríkjunum og Evrópu. Enn eru verðbólguhorfur þó ekki nægilega góðar. Bankastjórnin hefur því ákveðið að hækka stýrivexti bankans um 0,25 prósentur. Tveir mánuðir eru frá því að bankinn hækkaði stýrivexti um 0,75 prósentur. Í næsta mánuði metur bankastjórnin aðstæður á ný og birtir ákvörðun sína um vexti, hvort sem þeim verður breytt eða ekki, og rök að baki henni á fyrsta formlega vaxtaákvörðunardegi ársins, 26. janúar nk. Á þessu stigi er erfitt að segja hverjir stýrivextir bankans þurfa að verða til þess að verðbólguþægni náist.

Verðbólguhorfur batna lítillega vegna hærra gengis og vaxta en mikið ójafnvægi enn fyrir hendi

Mikið ójafnvægi er enn til staðar í þjóðarbúskapnum. Það birtist í vaxandi viðskiptahalla, spennu á vinnu-markaði, áframhaldandi örum vexti þjóðarútgjalda og útlána, og háu raungengi og eignaverði. Hins vegar má sjá fyrstu teikn þess að peningalegt aðhald sé byrjað að skila árangri. Hækkunar stýrivaxta er nú farið að gæta um allt vaxtarófið og dregið hefur úr verðhækkunum á íbúðamarkaði. Hátt gengi krónunnar hefur haldið aftur af verðbólgu undanfarna mánuði þótt gengishækkunin hafi ekki skilað sér að fullu í verðlagi. Endurskoðuð þjóðhagsspá sýnir heldur minni vöxt í ár og á næstu tveimur árum en horfur voru á í september. Framleiðsluspenna verður því ívið minni og verðbólguferill, að óbreyttum stýrivöxtum og gengi, lægri. Verðbólguhorfur til næstu tveggja ára eru þó enn ekki í samræmi við markmið Seðlabankans, sérstaklega þegar haft er í huga að líklegt er að gengi krónunnar lækki á spátímanum.

I Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar

Forsendur nýrrar spár

Spáin sem birtist í þessu hefti *Peningamála* er uppfærsla á þjóðhags- og verðbólguþáttar sem birt var í september. Í því felst að einungis mikilvægustu forsendum hefur verið breytt í ljósi framvindunnar og nýjustu upplýsinga, en að öðru leyti byggt á sömu forsendum og í spá bankans frá septembermánuði sl. Að þessu sinni er verðbólgu spáð til síðasta ársfjórðungs 2007.

Áhersla skal lögð á að spár Seðlabankans eru í raun greiningar-tæki fremur en spádómur. Þrjár verðbólguferlar eru birtir hér á eftir. Í fyrsta lagi er birt svokölluð grunnspá. Eins og endranær byggist hún á því að stýrivextir haldist óbreyttir (10,25%) út spátímabilið og að gengisvísitala krónunnar haldist óbreytt frá spádegi, 9. nóvember, þ.e. nálægt vísitölugildinu 102. Það felur í sér u.þ.b. 6% hækkun á gengi krónunnar frá síðustu spá. Í öðru lagi eru birtir tveir verðbólguferlar þar sem gert er ráð fyrir breytilegum vöxtum og gengi. Ástæða er til að gefa þeim töluverðan gaum um þessar mundir í ljósi þess að ólíklegt virðist að forsendan um óbreytt gengi standist.

Spáð er heldur hægari hagvexti en í síðustu spá

Hagvísar benda til þess að vöxtur einkaneyslu á þessu ári verði líklega meiri en bankinn spáði í september; fjárfestingaráform í stóriðju færast frá þessu og yfir á næsta ár og spáð er meiri samdrætti í fjárfestingu hins opinbera. Horfur um vöxt innlendrar eftirspurnar á þessu ári eru því lítið breyttar frá septembermánuði. Horfur um vöxt innlendrar eftirspurnar á næsta ári eru einnig nánast óbreyttar þrátt fyrir að spáð sé heldur hægari vexti einkaneyslu og meiri samdrætti í fjárfestingu hins opinbera enda vegur áður nefnd tilfærsla fjármunamyndunar í stóriðju og meiri fjárfesting í annarri atvinnustarfsemi en stóriðju þar á móti.

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem fyrir lágu 22. nóvember 2005, en spár byggjast á upplýsingum til 9. nóvember.

Tafla I-1 Uppfærð þjóðhagsspá Seðlabanka Íslands

| | Forsendur um stýrivexti og gengi ¹ | | | | | | | |
|-------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|-------|-------|-------|---------------------------------------------------|------|------|-------|
| | Núverandi spá | | | | Breyting frá síðustu spá (prósentur) ² | | | |
| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| Stýrivextir Seðlabankans (%) | 6,14 | 9,36 | 10,25 | 10,25 | - | 0,20 | 0,75 | 0,75 |
| Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla ³ (31. des. 1991 = 100) | 121,0 | 108,2 | 102,0 | 102,0 | - | -1,5 | -5,6 | -5,6 |
| | Ný þjóðhagsspá | | | | | | | |
| | Magnbreyting frá fyrra ári (%) | | | | Breyting frá síðustu spá (prósentur) ² | | | |
| | Núverandi spá | | | | | | | |
| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| <i>Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar</i> | | | | | | | | |
| Einkaneysla | 6,9 | 11,1 | 7,8 | 4,1 | - | 0,8 | -0,4 | -0,2 |
| Samneysla | 2,8 | 3,0 | 2,9 | 2,6 | - | -0,5 | -0,1 | -0,1 |
| Fjármunamyndun | 21,0 | 31,0 | -2,9 | -19,8 | - | -0,1 | 1,1 | -3,8 |
| Atvinnuvegafjárfesting | 23,3 | 55,8 | -4,2 | -32,2 | - | 1,1 | 2,5 | -5,3 |
| Án stóriðju, skipa og flugvéla | 17,3 | 6,3 | -8,8 | 0,1 | - | 0,9 | -3,4 | -5,3 |
| Fjárfesting í íbúðarhúsnæði | 5,7 | 11,8 | 9,5 | 0,6 | - | -0,2 | -0,5 | 0,4 |
| Fjárfesting hins opinbera | 26,9 | -11,2 | -14,0 | 28,4 | - | -3,9 | -4,9 | 5,5 |
| Þjóðarútgjöld | 8,4 | 13,3 | 4,1 | -2,1 | - | 0,2 | 0,1 | -1,1 |
| Útflutningur vöru og þjónustu | 8,3 | 3,6 | 5,8 | 15,4 | - | -0,8 | -0,3 | 0,9 |
| Innflutningur vöru og þjónustu | 14,2 | 24,5 | 0,5 | -1,4 | - | 1,5 | 0,4 | -0,4 |
| Verg landsframleiðsla | 6,2 | 4,7 | 6,6 | 4,1 | - | -0,8 | -0,1 | -0,7 |
| <i>Aðrar lykilstærðir</i> | | | | | | | | |
| Landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (ma.kr.) | 885 | 989 | 1.110 | 1.197 | - | -9,0 | -5,0 | -15,0 |
| Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu) | -8,4 | -15,6 | -11,9 | -6,8 | - | -1,4 | -0,6 | -0,7 |
| Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu) | 2,1 | 3,3 | 4,5 | 1,9 | 0,6 | -0,3 | -0,3 | -0,8 |
| Launakostnaður á almennum vinnumarkaði (breyting milli ársmeðaltala, %) | 4,7 | 6,6 | 7,2 | 5,5 | - | 0,5 | 0,8 | - |
| Framleiðni vinnuafis (breyting milli ársmeðaltala, %) | 4,1 | 1,0 | 1,4 | 1,1 | 0,1 | -1,0 | -0,5 | -0,7 |
| Atvinnuleysi (% af mannafla) | 3,1 | 2,0 | 1,9 | 2,4 | - | - | - | - |

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

Þrátt fyrir að horfur séu á að vöxtur þjóðarútgjalda á þessu og næsta ári verði nánast hinn sami og í síðustu spá er gert ráð fyrir heldur minni hagvexti bæði árin. Skýrist það af minni vexti útflutnings og meiri vexti innflutnings, en hvort tveggja má að nokkru leyti rekja til hækkunar raungengis. Þar að auki hafa stýrivextir Seðlabankans hækkað frá því í september. Það dregur úr vexti innlendrar eftirspurnar og stuðlar að herra raungengi, sem beinir henni út úr þjóðarbúskapnum.

Aukið peningalegt aðhald gerir það einnig að verkum að árið 2007 dregur enn frekar úr vexti innlendrar eftirspurnar og hagvexti miðað við síðustu spá. Framleiðsluspenna á spátímabilinu verður því heldur minni en spáð var í september.

Verðbólguhorfur hafa batnað en áfram er útlit fyrir verðbólgu yfir markmiði út spátímabilið

Minni eftirspurnarþrýstingur og herra gengi krónunnar en miðað var við í september veldur því að verðbólguhorfur til næstu tveggja ára hafa batnað. Á móti kemur að launakostnaður á framleidda einingu er nú talinn vaxa hraðar á spátímanum. Það skýrist annars vegar af meiri umsömdum launahækkunum í kjölfar endurskoðunar launaliðar

kjarasamninga í nóvember og hins vegar af því að áætlað er að vöxtur framleiðni vinnuafls verði heldur minni.

Að óbreyttum stýrivöxtum og gengi krónunnar er áfram útlit fyrir að verðbólga verði yfir 2,5% verðból gumarkmiði Seðlabankans allan spátímam. Horfur eru á að verðbólga verði rúmlega 3% eftir eitt ár, samanborið við 3,7% í síðustu spá, sé miðað við spá til sama ársfjórðungs. Til tveggja ára er spáð rúmlega 3½% verðbólgu, en í september var spáð 3,8% verðbólgu, miðað við sama ársfjórðung. Verðból gumarkmiðið næst samkvæmt spánni ekki fyrr en á árinu 2008 að óbreyttri peningastefnu.

Tafla I-2 Uppfærð verðbólgu spá Seðlabanka Íslands – grunnspá

Breyting vísitalu neysluverðs á milli tímabila

| | Breyting frá fyrri ársfjórðungi | Ársfjórðungsbreyting á ársgrundvelli | Breyting frá sama 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 |
| 2005:3 | 1,4 | 5,7 | 4,2 |

| | Breyting milli ára | Breyting yfir árið |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| <i>Verðbólgu spá (%)</i> | | |
| 2005:4 | 1,1 | 4,7 |
| 2006:1 | 0,3 | 1,4 |
| 2006:2 | 0,8 | 3,1 |
| 2006:3 | 0,8 | 3,3 |
| 2006:4 | 1,1 | 4,4 |
| 2007:1 | 0,9 | 3,8 |
| 2007:2 | 1,0 | 4,2 |
| 2007:3 | 0,5 | 2,1 |
| 2007:4 | 0,8 | 3,3 |

| | Breyting milli ára | Breyting yfir árið |
|----------------------------|--------------------|--------------------|
| <i>Liðin verðbólga (%)</i> | | |
| 2003 | 2,1 | 2,4 |
| 2004 | 3,2 | 4,0 |
| <i>Verðbólgu spá (%)</i> | | |
| 2005 | 4,0 | 3,8 |
| 2006 | 3,3 | 3,4 |
| 2007 | 3,6 | 3,2 |

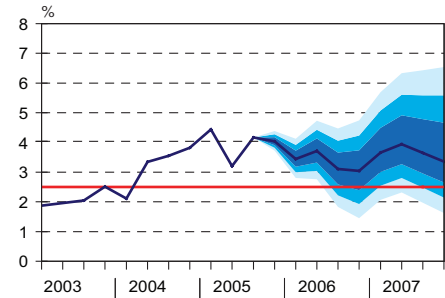
Grunnspáin byggist á þeirri forsendu að stýrivextir og gengi krónunnar haldist óbreytt frá spádegi. Miðað við verðbólguhorfur sem grunnspáin felur í sér verður að telja forsenduna um óbreytta stýrivexti harla óraunsæja. Hið sama má segja um forsenduna um óbreytt gengi krónunnar í ljósi þess hve hátt raungengið er orðið og viðskiptahallinn mikill. Í spánni er fjöldi forsendna sem töluverð óvissa ríkir um, í sumum tilfellum meiri óvissa en oftast áður.

Af þessum sökum leggur Seðlabankinn áherslu á að meta óvissuþætti spárinnar, þ.e.a.s. líkur á að verðbólguþróun viki frá grunnspánni. Óvissuþættirnir eru í meginatriðum hinir sömu og í septem-

Mynd I-1

Verðbólgu spá Seðlabankans – grunnspá

Spátímabil: 4. ársfj. 2005 - 4. ársfj. 2007



— Vísitala neysluverðs
— Verðból gumarkmiði
■ 50% óvissubíl
■ 75% óvissubíl
■ 90% óvissubíl

Heimild: Seðlabanki Íslands.

ber. Taldar eru meiri líkur á að verðbólgu sé vanspáð, að óbreyttum stýrivöxtum, en að henni sé ofspáð. Þetta á sérstaklega við þegar líða tekur á spátímabilið. Verðbólguferlar sem byggjast á væntingum sérfræðinga á fjármálamarkaði um þróun stýrivaxta og gengisferil er byggist á óvörðu vaxtafjafnvægi styðja þetta mat.² Ef stýrivöxtum er haldið óbreyttum en gengi krónunnar fylgir óvörðu vaxtafjafnvægi verður verðbólga um 4½% í lok spátímabilsins eða um 1 prósentu meiri en í grunnspánni. Hærri stýrivaxtaferill, í samræmi við spár greiningaraðila, dregur nokkuð úr verðbólgunni en nægir ekki til að vega upp áhrif gengislækkunarinnar. Verðbólga verður því meiri en í grunnspánni í báðum verðbólguferlunum sem byggja á breytilegum stýrivöxtum og breytilegu gengi.

2. Væntur stýrivaxtaferill byggist á svörum sérfræðinga á fjármálamarkaði, eins og fjallað er nánar um í kafla III og rammagrein VIII-1. Út frá vaxtamun þessa vaxtaferils og framvirkra erlendra vaxta er hægt að meta væntan gengisferil krónunnar miðað við óvarið vaxtafjafnvægi (e. uncovered interest rate parity), að teknu tilliti til áhættuþóknunar. Nánar er fjallað um gengisferilinn í kafla VIII.

II Ytri skilyrði

Horfur um hagvöxt í viðskiptalöndunum svipaðar og í september en lakari verðbólguhorfur

Þróun efnahagsmála í heiminum undanfarna mánuði bendir til þess að ytri skilyrði þjóðarbúsins verði nokkuð hagstæð á næstu misserum. Hækkun orkuverðs hefur ekki stöðvað víðtækan efnahagsbata í heiminum og batinn hefur styrkst á þeim svæðum sem hafa verið seinni til, t.d. á meginlandi Evrópu. Vöxtur heimsverslunarinnar að undanfögnu hefur verið meiri en um nokkurt skeið, eða tæplega 10%. Hvort tveggja boðar gott fyrir íslenska útflutningsatvinnuvegi. Þessi jákvæða þróun styrkir en breytir ekki í meginatriðum þeirri mynd sem byggt var á í septemberspá Seðlabankans. Því er í grundvallaratriðum gengið út frá sömu forsendum og áður um hagvöxt í viðskiptalöndunum.

Verðbólga hefur hins vegar farið vaxandi í Evrópu og N-Ameríku, þótt enn skýrist hún fyrst og fremst af hækkun orkuverðs. Hækki orkuverð ekki enn meira ætti verðbólgan að hjaðna á ný er fram líða stundir. Haldi hækkunin hins vegar áfram gæti það haft vaxandi áhrif á verðbólguvæntingar og launaþróun. Alþjóðlegar spár um verðbólgu í helstu viðskiptalöndum Íslands fyrir næsta ár (t.d. Consensus Forecasts) hafa verið endurskoðaðar nokkuð upp á við í átt að því sem gert var ráð fyrir í septemberspá Seðlabankans. Því var ekki talin ástæða til að endurskoða mat á alþjóðlegri verðbólguþróun að þessu sinni.

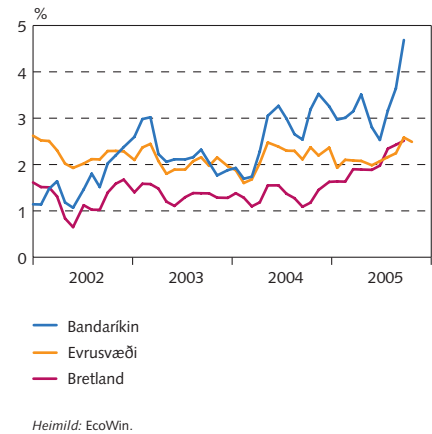
Aukin verðbólga á sama tíma og slaki í efnahagslífinu minnkar mun ef að líkum lætur leiða til þess að áfram verði dregið úr peningalegum slaka í helstu viðskiptalöndunum, a.m.k. í átt til hlutlausrar peningastefnu. Um það er fjallað nánar í kaflanum um fjármálaleg skilyrði. Ofgnótt lausafjár og vöxtur peningamagns er jafnframt vaxandi áhyggjuefni, meðal annars í Evrópu, en það eykur líkur á hækkun vaxta þar. Þetta endurspeglast nú þegar í þróun langtímavaxta, sem hafa hækkað nokkuð frá því í september.

Verð sjávarafurða í erlendri mynt hefur hækkað verulega frá septembermánuði

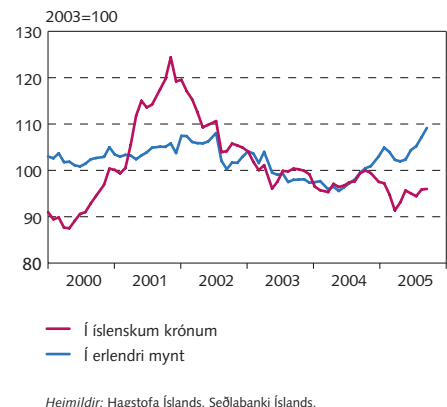
Batnandi efnahagsástand í heiminum, hækkandi matvöruverð á heimsmarkaði og mikil eftirspurn á mikilvægum markaðssvæðum íslenskra fiskafurða hefur leitt til þess að verð á sjávarafurðum hefur hækkað ört á erlendum mörkuðum undanfarna mánuði. Í september var verð útfluttra sjávarafurða í erlendri mynt 10% hærra en fyrir ári og rúmlega 2% hærra en fyrir lá þegar síðasta spá Seðlabankans var gerð. Á sl. tólf mánuðum hefur verð sjófrysts fisks hækkað um 23% og fersks fisks um 15%. Í ljósi þessara breytinga hefur áætluð breyting útflutningsverðlags sjávarafurða í erlendri mynt verið hækkuð um 1 prósentu frá því í septemberspá bankans. Hækkun verðs í erlendri mynt hefur mildað áhrif gengishækkunar sl. mánaða á sjávarútvegsfyrirtækin, en jafnframt kann verðhækkunin að hafa stuðlað að herra gengi krónunnar eða herra gengi þvingað fyrirtækin til að hækka verð á erlendum mörkuðum, hugsanlega á kostnað markaðshlutdeildar.

Mynd II-1
Verðbólga í Bandaríkjunum, Bretlandi og á evrusvæði

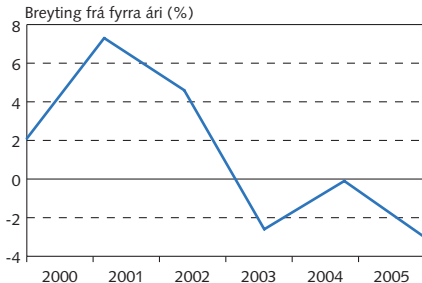
Janúar 2002 - október 2005



Mynd II-2
Áætlað verðlag sjávarafurða janúar 2000 - september 2005

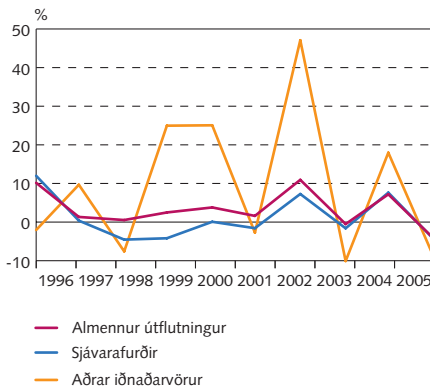


Mynd II-3
Aflaverðmæti á föstu verðlagi
janúar - september 2000-2005



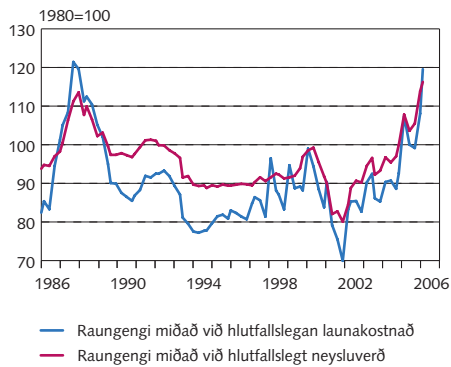
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd II-4
Magnbreyting útflutnings
janúar - september 1996-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd II-5
Raungengi krónunnar
1. ársfj. 1986 - 1. ársfj. 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Miðað við fast verðlag mun verðmæti fiskafla líklega dragast saman á þessu ári

Próun ytri skilyrða hefur ekki verið jafn hagstæð ef horft er til framboðshliðar þjóðarbúskaðarinnar. Afli nokkurra mikilvægra tegunda, t.d. þorsks og úthafskarfa, hefur dregist nokkuð saman frá fyrra ári. Þótt ufsa-, ýsu- og djúpkarfaafli hafi aukist nokkuð á móti er niðurstaðan nokkur samdráttur afla miðað við fast verðlag það sem af er ári. Verði ekki þáttaskil síðustu mánuði ársins virðist því stefna í einhvern samdrátt á árinu sem gæti leitt til þess að útflutningur sjávarafurða dragist nokkuð saman að magni. Aukinn útflutningur á óunnum, ísuðum fiski (gámafiski) felur einnig í sér minni innlendan virðisauka.

Töluverður samdráttur í útflutningi annarrar iðnaðarvöru en áls það sem af er ári

Gera má ráð fyrir að álútflutningur í ár verði því sem næst óbreyttur frá fyrra ári. Hins vegar stefnir í að útflutningur annarrar iðnaðarvöru dragist umtalsvert saman, en mikill vöxtur hefur verið í útflutningi iðnaðarvöru flest undanfarnin ár. Fyrstu níu mánuði ársins nam samdrátturinn 9% sem er nokkru meiri samdráttur en mældist um mitt ár. Ýmsar ástæður eru fyrir samdrættinum. Í einhverjum tilvikum er um tafir í afhendingu stórra sendinga að ræða, en líklega má að töluverðu leyti rekja hann til versnandi samkeppnisstöðu innlendrar framleiðslu sakir herra raungengis.

Raungengi krónunnar í áratuga hámarki

Sterkar vísbendingar eru um að hátt raungengi sé farið að hafa veruleg áhrif á ýmsar útflutningsgreinar. Hækkun afurðaverðs hefur reyndar komið ýmsum greinum sjávarútvegs til góða, en áhrif hággengisins birtast meðal annars í hlutfallslega meiri útflutningi óunnins fiskis. Samdráttur iðnaðarvöruútflutnings stafar sennilega að verulegu leyti af háu raungengi sem fyrr segir. Þessi áhrif kunna að vera enn sterkari nú en áður þar sem sumir framleiðendur reka framleiðslustarfsemi víða um heim og geta flutt framleiðslu að einhverju leyti úr landi ef aðstæður krefjast þess.

Miðað við hlutfallslegt neysluverðlag er raungengi um þessar mundir herra en það var á árinu 1988 og hefur ekki verið herra frá því á áttunda áratuginum. Raungengi miðað við hlutfallslegan launakostnað á framleidda einingu er ekki alveg eins hátt í sögulegu samhengi, aðeins lægra en árið 1988, en þess ber að geta að töluverð óvissa ríkir um mat á framleiðni sem kemur inn í þann útreikning. Hvað sem því líður virðist þó sýnt að aukin framleiðni í t.d. sjávarútvegi gerir fyrirtækjum í greininni kleift að standa af sér herra raungengi en áður.

Hátt gengi kann að hafa töluverð áhrif á ferðapjónustu er fram líða stundir

Til þessa hefur ferðapjónustan orðið fyrir minni áhrifum af háu raungengi en ætla mátti. Á fyrri helmingi ársins komu heldur fleiri ferðamenn til landsins en á sama tíma í fyrra. Tekjur af ferðamönnum stóðu í stað í krónum talið en það felur í sér töluverðan tekjuauka í erlendum gjaldmiðlum og gistinóttum fjölgaði fyrstu níu mánuði ársins um

4%. Framboð flugferða til landsins á lágum fargjöldum hefur aukist undanfarin ár og vegur það væntanlega á móti áhrifum gengisins á ferðamannastrauminn, auk þess sem innlendir seljendur ferðapjónustu hafa væntanlega tekið á sig tap vegna gengisbreytinga eða notað gengisvarnir. Vari hátt raungengi um langt skeið mun það hins vegar að líkindum hafa meiri áhrif. Hugsanlega munu þau því verða töluverð á næsta ári.

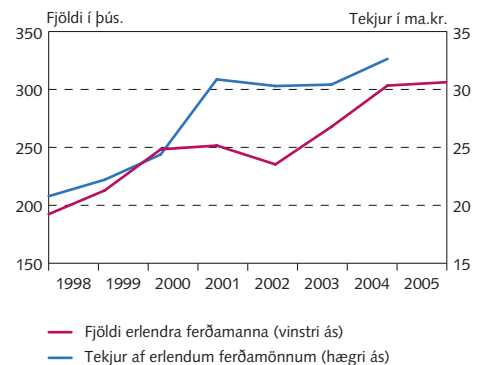
Heldur minni vöxtur útflutnings í ár en gert var ráð fyrir í september en horfur á næstu tveimur árum svipaðar

Í ljósi samdráttar vöruútflutnings fyrstu níu mánuði ársins er líklegt að útflutningur aukist heldur minna í ár en spáð var í september. Spáð er 3½% vexti útflutnings, sem er tæplega 1 prósentu minni vöxtur en spáð var í september. Vöxturinn skýrist eingöngu af auknum þjónustu-útflutningi, sem jókst um 6½% að raungildi á fyrri helmingi ársins. Útflutt þjónusta jókst mjög á öðrum fjórðungi ársins og eins og í september er gert ráð fyrir áframhaldandi örum vexti. Spáin um þennan mikla vöxt er þó mjög óviss.

Á næsta ári eru horfur á að herra raungengi muni draga heldur úr vexti útflutnings. Auk þess er nú reiknað með að álframléiðsla aukist aðeins minna á því ári en meira árið eftir. Því er gert ráð fyrir að útflutningur á næsta ári aukist ívið minna en áður var talið, eða um tæplega 6%. Vöxturinn árið 2007 verður hins vegar heldur meiri, eða um 15½%. Auk fyrrnefndrar seinkunar er nú gert ráð fyrir heldur meiri framléiðslu áls á árinu 2007 en það vegur þyngra en áhrif raungengis á annan útflutning.

Mynd II-6

Fjöldi erlendra ferðamanna og tekjur af þeim janúar-september 1998-2005



Heimildir: Ferðamálaráð, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

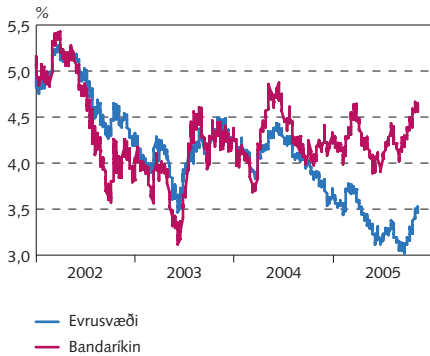
Tafla II-1 Útflutningur og helstu forsendur um þróun ytri skilyrða

| | Núverandi spá ¹ | | | Breyting frá síðustu spá (prósentur) ² | | |
|--------------------------------------------------|----------------------------|------|------|---------------------------------------------------|------|------|
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2005 | 2006 | 2007 |
| Útflutningur vöru og þjónustu | 3,6 | 5,8 | 15,4 | -0,8 | -0,4 | 0,9 |
| Útflutningsframléiðsla sjávarafurða | -2,0 | 3,0 | 2,0 | -2,0 | - | - |
| Verð sjávarafurða í erlendri mynt | 9,0 | 6,0 | 3,0 | 1,0 | 1,0 | - |
| Verð útfluttrar vöru og þjónustu í erlendri mynt | 7,1 | 3,3 | 0,2 | -0,8 | -1,2 | -0,1 |
| Verð innfluttrar neysluvöru í erlendri mynt | 2,5 | 2,3 | 2,0 | - | - | - |
| Viðskiptakjör vöru og þjónustu | 0,3 | 3,9 | 0,7 | -1,0 | 2,3 | 0,2 |
| Elendir skammtíma vextir | 2,6 | 3,1 | 3,5 | 0,1 | 0,3 | 0,6 |

1. Breyting frá fyrra ári í % nema fyrir vexti. 2. Breyting frá Peningamálum 2005/3.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

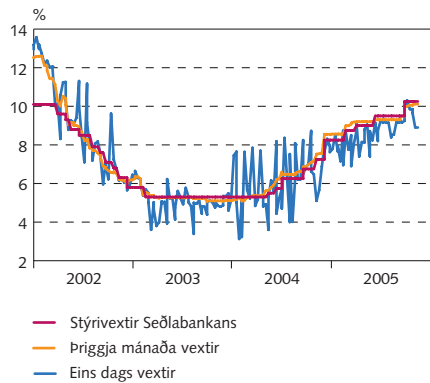
Mynd III-1
Ávöxtunarkrafa tíu ára ríkisskuldabréfa
Daglegar tölur 1. janúar 2002 - 11. nóvember 2005



Heimild: EcoWin.

Mynd III-2
Stýrivextir Seðlabankans og vextir
á peningamarkaði

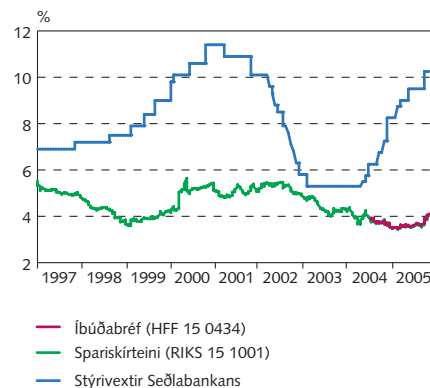
Vikulegar tölur 4. janúar 2002 - 11. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-3
Stýrivextir og ávöxtunarkrafa
verðtryggðra langtímaskuldabréfa

Vikulegar tölur 8. janúar 2003 - 8. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

III Fjármálaleg skilyrði

Fjármálaleg skilyrði smám saman að verða aðhaldssamari

Eftir hækkun stýrivaxta Seðlabankans um 0,75 prósentur í september hafa fjármálaleg skilyrði orðið töluvert aðhaldssamari og meira aðhald er í vændum. Miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið hefur miðað áfram, allt til vaxta verðtryggðra langtímaskuldabréfa. Jafnframt hefur gengi krónunnar hækkað verulega og gert lántöku í erlendri mynt óhagkvæmari, geri lántakendur ráð fyrir að raungengið leiti jafnvægis á ný. Á móti vegur að vaxandi útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum hefur leitt til aukinnar eftirspurnar eftir innlendum skuldabréfum og þrýst niður vöxtum skuldabréfa með eins til fimm ára líftíma. Mikilvægasta breytingin á fjármálalegum skilyrðum frá septembermánuði er án efa hækkun vaxta húsnæðisveðlana. Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa hefur hækkað verulega frá því stýrivextir voru hækkaðir í lok september. Áhrifanna gætir að fullu eftir að vextir íbúðalána til einstaklinga hafa almennt hækkað, en það ferli er aðeins nýhafið.

Langtímavextir teknir að hækka erlendis

Vextir í þeim löndum þar sem íslensk fyrirtæki og fjármálastofnanir sækja sér helst lánsfé eru enn mjög lágir. Frá septembermánuði hafa vextir langtímaskuldabréfa þó hækkað töluvert bæði í Evrópu og N-Ameríku. Bandaríski seðlabankinn hefur haldið áfram að hækka vexti jöfnum skrefum. Eftir hækkun í byrjun nóvember eru stýrivextir bankans nú komnir í 4%, en þeir urðu lægstir 1% á tímabilinu júní 2003 til júní 2004. Í ljósi efnahagsþróunarinnar (sjá kafla II) hafa líkur á vaxtahækkun Seðlabanka Evrópu einnig vaxið, en stýrivextir bankans eru enn aðeins 2%. Haldi þessi þróun áfram, sem virðist líklegt, mun það hafa veruleg áhrif á miðlunarferli peningastefnunnar á Íslandi en til þessa hafa hinir lágu vextir erlendis spornað gegn því að hækkanir á stýrivöxtum Seðlabankans leiði til almennrar hækkunar á vöxtum.

Síðustu aðgerðir Seðlabankans virðast hafa haft áhrif á væntingar um þróun stýrivaxta næstu missera

Eingreiðsluferill óverðtryggðra verðbréfa hefur hækkað í takt við síðustu hækkun stýrivaxta Seðlabankans. Hækkunin endurspeglast einnig í hækkun ferils fólginna framvirkra vaxta sem notaður hefur verið sem vísbending um væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta á næstu misserum. Virðist síðasta hækkun hafa verið heldur meiri en markaðurinn vænti ef miðað er við framvirka vexti.

Þrátt fyrir að vaxtaferillinn hafi hliðrast upp á við í kjölfar síðustu vaxtahækkunar hefur lögun hans í raun lítið breyst. Samkvæmt fóligna framvirka vaxtaferlinum er enn gert ráð fyrir að stýrivextir Seðlabankans nái hámarki tiltölulega fljótlega og verði þá 10,75% en lækki fljótlega aftur og verði komnir í um 7% í lok árs 2007 sem er um 1 prósentu hærra en í september sl. Við fyrstu sýn virðist því mega ætla að síðustu aðgerðir Seðlabankans hafi haft tiltölulega lítil áhrif á væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta umfram það að hliðra vaxtaferlinum öllum upp á við.

Þó þarf að hafa varann á við túlkun fóligna framvirka vaxtaferilsins um þessar mundir vegna þess að nýlegar útgáfur erlendra aðila á skuldabréfum í krónum, eða öllu heldur eftirspurn eftir innlendum skuldabréfum sem af þeim leiðir, hefur hliðrað vöxtum óverðtryggðra styttri ríkisverðbréfa niður á við en jafnframt aukið eftirspurn eftir innlánnum á millibankamarkaði en íslenskir bankar sem eru mótaðilar útgefenda bréfanna nota bæði óverðtryggð ríkisskuldabréf og milli-bankamarkaðinn til að verja stöður sínar. Þessi aukna eftirspurn hefur þrýst niður millibankavöxtum, sérstaklega á lengri hluta þess markaðar, þ.e. innlána til u.þ.b. árs lengdar.³ Af þessum sökum er líklegt að fólgni framvirki vaxtaferillinn endurspegli ekki nægilega vel væntingar markaðsaðila um þróun stýrivaxta á næstu misserum.

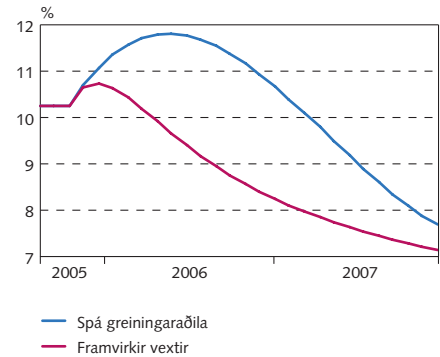
Væntingar greiningaraðila um þróun stýrivaxta næstu tvö árin virðast styðja þessa ályktun (sjá svör þeirra í rammagrein VIII-1). Þeir gera að meðaltali ráð fyrir að stýrivextir nái hámarki í tæplega 12% um mitt næsta ár sem er töluvert hærra vaxtastig en lesa má út úr fólgnum framvirkum vöxtum, auk þess sem þeir gera ráð fyrir að stýrivextir muni lækka töluvert hægar og verði rúmlega 11% eftir eitt ár en verði komnir niður í tæplega 8% eftir tvö ár.⁴ Þetta eru verulega hærri vextir en þessir sömu aðilar bjuggust við í september í könnun sem birt var í *Peningamálum* 2005/3, en þá gerðu þeir ráð fyrir rúmlega 9% vöxtum eftir eitt ár og um 7,5% eftir tvö ár. Ólíkt því sem lesa má út úr fólgnum framvirkum vöxtum virðast því vaxtahækkun Seðlabankans í september og boðskapur bankans í *Peningamálum* þá hafa haft töluverð áhrif á væntingar greiningaraðila um þróun stýrivaxta á næstu tveimur árum.

Vaxtahækkunin í september skilaði sér að fullu í hækkun raunstýrivaxta...

Frá því að Seðlabankinn hóf að hækka vexti í maí 2004 hefur það dregið verulega úr virkni stýrivaxta hve verðbólguvæntingar hafa hækkað. Frá síðari helmingi ársins 2004 hafa þær lengst af verið í námunda við 4%. Þær hafa hins vegar ekki hækkað í kjölfar þess að verðbólga jókst á haustmánuðum nema hjá einstaklingum sem um mánaðamótin október/nóvember væntu meiri verðbólgu á næstu tólf mánuðum en þeir gerðu í júlí.⁵ Hækkun stýrivaxta í september um 0,75 prósentur skilaði sér því að fullu sem hækkun raunstýrivaxta, en hækkun raunstýrivaxta er forsenda þess að áhrifa aukins aðhalds peningastefnunnar gæti um verðtryggða vaxtarófið.

Mynd III-4

Stýrivextir Seðlabankans samkvæmt framvirkum vöxtum og spá greiningaraðila september 2005 - desember 2007

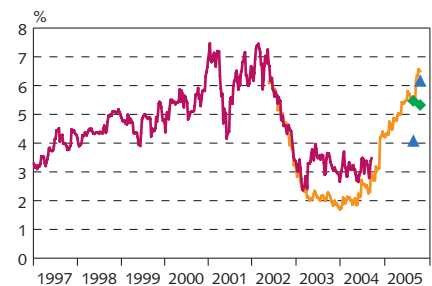


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-5

Raunstýrivextir

Vikulegar tölur 8. janúar 1997 - 8. nóvember 2005



Raunstýrivextir miðað við:

- Verðbólguálag ríkisbréfa til tveggja ára
- Verðbólguálag ríkisbréfa til átta ára
- ▲ Verðbólguþátt sérfræðinga á markaði
- ◆ Verðbólguvæntingar almennings

Verðbólguvæntingar almennings til næstu tólf mánaða voru kannaðar um mánaðarmót ágúst og september og um mánaðarmót október og nóvember, fyrra gildi verðbólguþátt sérfræðinga á markaði miðar við tólf mánaða verðbólgu til loka árs 2006, seinna gildi miðar við verðbólgu næstu tólf mánaði.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

3. Ítarlega umfjöllun um skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í krónum er að finna í grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar í þessu hefti *Peningamála*.

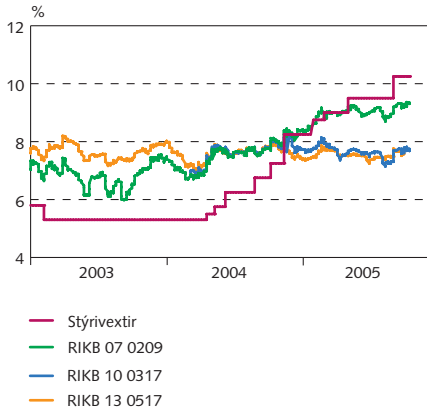
4. Eins og vikið er að í rammagrein VIII-1 sker einn greiningaraðili sig nokkuð úr í mati sínu á þróun stýrivaxta næstu tvö árin. Telur hann að vextirnir nái hámarki fljótlega við mun lægra vaxtastig en aðrir svarendur í könnuninni og að þeir komi síðan til með að lækka tiltölulega hratt í kjölfarið og verði lægri í árslok 2007 en lesa má út úr fólgnu framvirku vöxtunum.

5. Verðbólguvæntingar almennings fylgja mjög vitund þeirra um liðna verðbólgu og ættu því að lækka á ný á næstu mánuðum haldi verðbólgan áfram að hjaðna.

Mynd III-6

Stýrivextir og ávöxtunarkrafa ríkisbréfa

Daglegar tölur 3. janúar 2003 - 11. nóvember 2005

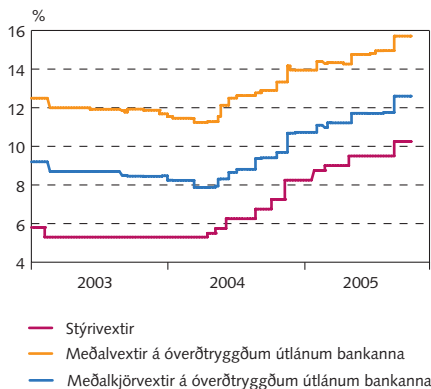


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-7

Stýrivextir og óverðtryggðir útlánsvextir bankanna

Vikulegar tölur 4. janúar 2002 - 11. nóvember 2005

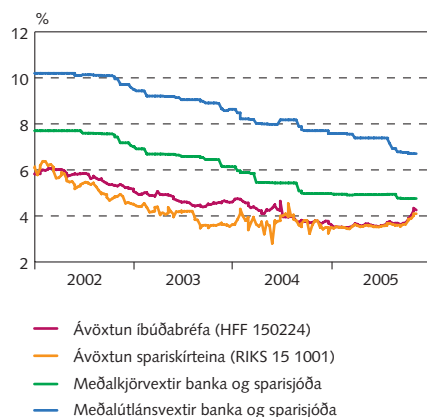


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd III-8

Meðalvextir verðtryggðra útlána banka og sparisjóða og ávöxtun spariskirteina og íbúðabréfa

Vikulegar tölur 4. janúar 2002 - 11. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

...en mikil skuldabréfaútgáfa erlendra aðila í krónum hefur hamlað gegn hækkun vaxta óverðtryggðra skuldabréfa...

Þótt hækkun stýrivaxta í september hafi verið meiri en margir markaðsaðilar áttu von á og boðskapur *Peningamála* hafi þótt nokkuð hvass og senda skýr skilaboð um að frekari hækkana sé að vænta, hafði hún tiltölulega lítil áhrif á vexti óverðtryggðra skuldabréfa til tveggja og allt að átta ára. Líklegt er að þar eigi áðurnefnd skuldabréfaútgáfa erlendra aðila í íslenskum krónum hlut að máli. Gefin hafa verið út skuldabréf að andvirði u.þ.b. 115 ma.kr. og hefur eftirspurn eftir innlendum skuldabréfum sem af henni leiðir þrýst innlendum vöxtum niður eins og áður hefur komið fram. Líklegt er að þessi skuldabréfaútgáfa haldi áfram meðan veruleg eftirspurn er eftir lánsfé innanlands, sem endurspeglast m.a. í miklum vaxtamun, og nægilegt framboð er á innlendum skuldabréfum til áhættuvarna.

...og valdið hækkun á gengi krónunnar

Á sama tíma og aukin eftirspurn eftir innlendum skuldabréfum vegna erlendar útgáfu hefur þrýst vöxtum niður hefur hún knúið gengi krónunnar upp þótt erfitt sé að meta hver hlutur útgáfunnar er í hækkuninni. Þegar þetta var ritað hafði gengi krónunnar hækkað um tæplega 6% frá hækkun stýrivaxta í lok september. Raungengi krónunnar er nú u.þ.b. fimmtungi hærra en að meðaltali undanfarna tvo áratugi. Líklegt verður að telja að raungengi hverfi á komandi árum aftur til meðaltals undanfarinna áratuga. Hugsanlegt er að aðlögun gengisins verði tímabundið jafnvel meiri. Eigi slík aðlögun sér stað á líftíma þeirra skuldabréfa sem gefin hafa verið út er afar líklegt að erlendir kaupendur þeirra muni uppskera verulega neikvæða raunávöxtun í gjaldmiðlum síns heimalands. Það að eftirspurn skuli vera eftir íslenskum skuldabréfum á ekki hærra vöxtum við þær aðstæður sem nú ríkja í íslenskum gengis- og efnahagsmálum kann að benda til þess að hinir erlendu kaupendur séu fremur illa upplýstir um íslensk efnahagsmál og vanmeti gjaldmiðlaáhættuna. Snúist þeim hugur kann ávöxtunarkrafan að hækka snögglega um leið og gengi krónunnar veikist.

Óverðtryggðir útlánsvextir hækkuðu í samræmi við stýrivexti og líkur eru á umtalsverðri vaxtahækkun verðtryggðra útlána á næstunni

Eins og oftast áður fylgdu vextir óverðtryggðra útlána lánastofnana breytingum á stýrivöxtum Seðlabankans í september þétt eftir. Meðalkjörvextir innlánsstofnana eru nú u.þ.b. 12½%. Bilið á milli stýrivaxta og kjörvaxta er hins vegar nokkru minna en það var á árinu 2003. Vextir verðtryggðra útlána hafa hins vegar lítið breyst enn sem komið er þótt vextir íbúðaveðlána séu farnir að þokast upp á við. Líklegt er þó að þessir vextir fari almennt að hækka í kjölfar hækkunar á ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa og nýlegrar hækkunar íbúðalánasjóðs og annarra lánastofnana á vöxtum húsnæðisveðlána.

Enn hefur ekki dregið úr vexti útlána, en tólf mánaða vöxtur peningamagns minnkar vegna grunnáhrifa

Útlán lánakerfisins vaxa enn hröðum skrefum, einkum hjá innlánsstofnunum. Í september höfðu útlán innlánsstofnana aukist um tæplega

60% frá fyrra ári að frádregnum áhrifum gengis- og vísitölubreytinga. Hins vegar hefur dregið nokkuð úr vexti peningamagns og sparifjár (M3), en þar er fyrst og fremst um grunnáhrif að ræða. Í september fyrir ári jókst M3 mikið og tengist það væntanlega því að bankarnir tóku að veita íbúðalán af miklum krafti á þeim tíma, en aukin útlán auka innlán í bankakerfinu tímabundið.

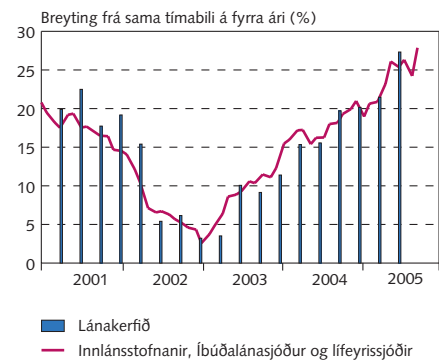
Fjármálaleg skilyrði bæði heimila og fyrirtækja hafa orðið aðhaldssamari frá septembermánuði

Hækkun stýrivaxta er nú í auknum mæli farin að skila sér í aðhaldssamari fjárhagslegum skilyrðum. Vextir óverðtryggðra skammtímalána hækka í takt við stýrivexti Seðlabankans. Að vísu felur mikil útáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum það í sér að fyrirtækjum gefst nú kostur á krónulánnum á lægri vöxtum en ella. Hins vegar hefur hækkun gengis krónunnar ásamt hækkun vaxta á lánnum í erlendum gjaldmiðlum gert erlenda lántöku töluvert óhagstæðari en áður. Að auki dregur hið háa gengi úr hagnaði margra fyrirtækja. Þetta er þó aðeins byrjunin á ferli sem mun væntanlega leiða til mun aðhaldssamari fjármálaskilyrða á næstu mánuðum en verið hafa fram til þessa.

Heimilin hafa hingað til lítið fundið fyrir aðhaldssemi peningastefnunnar því að óverðtryggð lán veita ekki mjög þungt í heildarskuldum einstaklinga. Hærrí vextir á yfirdráttarlánnum og greiðslukortaskuldum fela þó ótvírætt í sér töluvert aðhald. Hækkun vaxta íbúðalána mun hins vegar skipta sköpum. Jafnframt hefur greinilega dregið úr útlánvilja bankanna á þessu sviði, enda verður að telja fullveðsettar íbúðir ótrygg veð þegar íbúðaverð er jafn hátt og það hefur verið á höfuðborgarsvæðinu að undanfögnu.

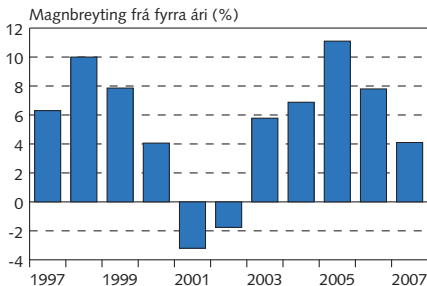
Mynd III-9

Vöxtur útlána janúar 2001- september 2005¹



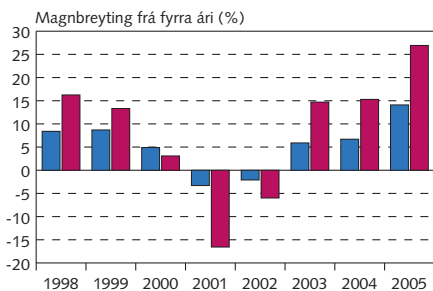
1. Útlán lánakerfis í lok hvers ársfjórðungs, útlán innlánsstofnana, íbúðalánasjóða og lífeyrissjóða í lok hvers mánaðar.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-1
Vöxtur einkaneyslu 1997-2007¹



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

Mynd IV-2
Vöxtur einkaneyslu og innflutnings
neysluvöru á fyrri árhelmingi 1998-2005



■ Einkaneysla
■ Innflutningur neysluvöru

Heimild: Hagstofa Íslands.

IV Innland eftirspurn og framleiðsla

Frá síðustu spá Seðlabankans, sem birtist í lok september, þar til gengisforsendur endurskoðaðrar spár voru ákveðnar um miðjan nóvember hafði gengi krónunnar styrkst um nær 6% og stýrivextir hækkað um 0,75 prósentur. Skýr skilaboð voru í *Peningamálum 2005/3* um áframhaldandi strangt peningalegt aðhald á næstu misserum. Í kjölfarið dró úr verðbólguvæntingum og stýrivaxtahækkunin skilaði sér að þessu sinni að fullu sem hækkun raunstýrivaxta. Endurskoðuð spá Seðlabankans endurspeglar þessar breytingar, en engar nýjar upplýsingar liggja fyrir úr þjóðhagsreikningum frá síðustu spá.

Meginbreytingin frá síðustu spá er að spáð er minni hagvexti fyrir öll árin 2005 til 2007. Frávikðið skýrist einkum af sterkara gengi en í síðustu spá, sem leiðir til enn neikvæðara framlags utanríkisviðskipta til hagvaxtar á þessu og næsta ári þar sem eftirspurninni er í auknum mæli beint út úr þjóðarþúskapnum. Á árinu 2007 tekur útflutningur við af innlandri eftirspurn sem megindrífkraftur hagvaxtar en þá tekur innland eftirspurn að dragast saman.

Einkaneysla

Í september spáði Seðlabankinn um 10% vexti einkaneyslu á þessu ári og áfram miklum vexti á næstu tveimur árum, eða 8% á árinu 2006 og 4½% árið 2007. Launaskrið í lok sumars var hins vegar meira en septemberspáin gerði ráð fyrir og líkur eru á að verðbólga á síðasta fjórðungi ársins verði minni en spáð var í september. Því eru horfur á að kaupmáttaraukningin verði meiri en gengið var út frá í síðustu spá, en það ýtir undir vöxt einkaneyslu. Þær vísbendingar sem bæst hafa við um vöxt einkaneyslu á þriðja fjórðungi ársins benda til þess að vöxturinn á síðari helmingi ársins geti orðið svipaður og á hinum fyrri. Að teknu tilliti til þessara atvika er því spáð að einkaneysla vaxi nokkru meira í ár en spáð var í september, eða um 11% frá fyrra ári.

Hins vegar eru horfur á örliðu minni vexti einkaneyslu á næstu tveimur árum en spáð var í september. Kaupmáttur eykst nokkuð vegna endurskoðunar kjarasamninga, en á móti vega hert fjármálaleg skilyrði heimilanna. Heimilin hafa fram til þessa orðið fyrir takmörkuðum áhrifum strangs peningaaðhalds því að vextir verðtryggðra skuldabréfa breyttust sáralítið samfara stýrivaxtahækkunum allt þangað til í september. Raunvextir hækkuðu hins vegar í kjölfar síðustu stýrivaxtahækkana og eru hærri en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Vextir á íbúðaveðlánnum lánastofnana hafa einnig verið hækkaðir nýlega og líklegt er að verðtryggðir vextir almennra útlána hækki í kjölfarið.⁶

Samneysla

Frá því að Seðlabankinn birti síðustu þjóðhagsspá sína hefur ríkisstjórnin kynnt fjárlagafrumvarp næsta árs og ný langtímaáætlun fjármálaráðuneytisins fyrir tímabilið 2006 til 2009 litið dagsins ljós. Auk þess liggur fyrir frekari sundurliðun Hagstofu Íslands á opinberum út-

6. Sjá nánari umfjöllun í kaflanum um fjármálaleg skilyrði hér að framan.

Tafla IV-1 Vísendingar um einkaneyslu á seinni helmingi ársins 2004 og á fyrstu tíu mánuðum 2005

| Breyting frá fyrra ári í % nema annað sé tekið fram | Ársfjórðungslegar tölur | | | | | Nýjasta tímabil | | |
|----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------------------|---------------------|-------------------------|
| | 2004:3 | 2004:4 | 2005:1 | 2005:2 | 2005:3 | Breyting miðað við | | |
| | | | | | | Mánuður | sama mánuði í fyrra | uppsafnað frá ársbyrjun |
| Dagvöruvelta (raunbreyting) | 4,3 | 3,5 | 7,2 | 10,5 | 9,2 | október 2005 | 8,0 | 9,6 |
| Greiðslukortavelta (raunbreyting) ¹ | 4,9 | 11,3 | 11,2 | 14,4 | 11,9 | október 2005 | 6,1 | 11,8 |
| þar af innanlands | 4,0 | 9,8 | 9,8 | 12,8 | 10,3 | október 2005 | 3,1 | 9,9 |
| þar af erlendis | 18,4 | 34,0 | 35,6 | 33,7 | 35,9 | október 2005 | 43,4 | 36,7 |
| Bifreiðaskráning (fjölgun skráninga) | 19,5 | 44,3 | 61,4 | 64,4 | 57,8 | október 2005 | 45,2 | 60,0 |
| Almennur innflutningur (magnbreyting) ² | 13,6 | 16,0 | 15,1 | 17,5 | 19,5 | september 2005 | . | 19,5 |
| Innflutningur neysluvöru (magnbreyting) ² | 14,5 | 15,7 | 22,1 | 26,9 | 26,0 | september 2005 | . | 26,0 |
| Bifreiðar til einkanota ² | 24,6 | 35,0 | 56,7 | 66,0 | 61,3 | september 2005 | . | 61,3 |
| Varanlegar neysluvörur, t.d. heimilistæki ² | 16,3 | 17,1 | 36,3 | 38,5 | 38,7 | september 2005 | . | 38,7 |
| Hálfvaranlegar neysluvörur, t.d. fatnaður ² | 8,8 | 7,5 | 16,9 | 17,4 | 17,5 | september 2005 | . | 17,5 |
| Mat- og drykkjarvörur ² | 10,5 | 10,2 | 6,8 | 9,0 | 8,5 | september 2005 | . | 8,5 |
| Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla (magnbreyting) ² | 23,8 | 19,3 | 36,9 | 26,6 | 28,4 | september 2005 | . | 28,4 |
| Væntingavísitala Gallup | 5,5 | -3,2 | -1,7 | 9,4 | 5,6 | október 2005 | -3,7 | 11,8 |
| Mat á núverandi ástandi | 23,1 | 19,8 | 21,2 | 34,6 | 30,7 | október 2005 | 22,9 | 35,3 |
| Væntingar til sex mánaða | -3,5 | -14,7 | -13,7 | -5,9 | -9,0 | október 2005 | -22,3 | -4,1 |

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.

Heimildir: Bilgreinasambandið, Hagstofa Íslands, Samtök verslunar og þjónustu, IMG Gallup, Seðlabanki Íslands.

gjöldum fyrir fyrri hluta ársins. Spáin sem birtist nú byggist því á meiri upplýsingum en lágu fyrir í lok september.

Í september spáði Seðlabankinn 3½% vexti samneyslu í ár og u.þ.b. 3% vexti á ári á næstu tveimur árum. Í spánni var gert ráð fyrir meiri vexti í samneyslu sveitarfélaga og almannatrygginga en minni vexti hjá ríkissjóði. Nú eru horfur á minni vexti í ár, eða 3%, en til árana 2006 og 2007 eru horfur nær óbreyttar.

Lækkun á áætluðum vexti samneyslu í ár má einkum rekja til minni vaxtar samneyslu ríkisins en spáð var í september. Í nýjstu áætlunum fjármálaráðuneytisins, sem birtust í október við framlagningu fjárukalaga, er gert ráð fyrir 2,4% vexti samneyslu ríkisins. Þróun ríkisútgjalda innan ársins styður þessar áætlanir og er miðað við þær í spánni. Hins vegar er áfram gert ráð fyrir 4½% vexti samneyslu sveitarfélaga.

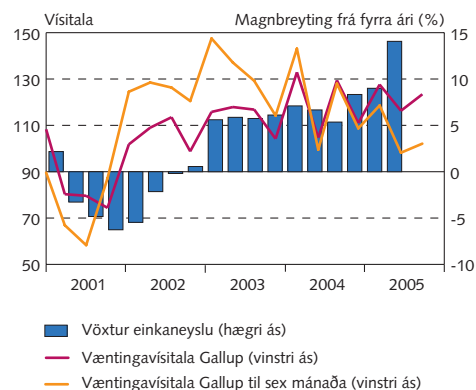
Áfram er gert ráð fyrir að vöxtur samneyslu ríkis og almannatrygginga á árunum 2006 og 2007 verði nokkru meiri en gengið er út frá í nýju fjárlagafrumvarpi. Reynslan sýnir að heildarsamneyslan fer yfirleitt fram úr fyrstu áætlunum.

Fjármunamyndun

Litlar breytingar hafa orðið á spá Seðlabankans um heildarfjármunamyndun frá því í september. Þá var spáð 31% vexti fjármunamyndunar í ár, 4% samdrætti á næsta ári og um 16% samdrætti árið 2007. Í nýrri spá eru horfurnar óbreyttar fyrir yfirstandandi ár, spáð er aðeins minni samdrætti á næsta ári, eða 3%, en hins vegar meiri samdrætti árið 2007, eða um 20%.

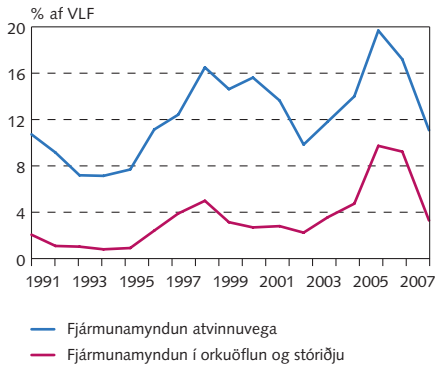
Mynd IV-3

Einkaneysla og væntingavísitala Gallup¹
 1. ársfj. 2001 - 3. ársfj. 2005



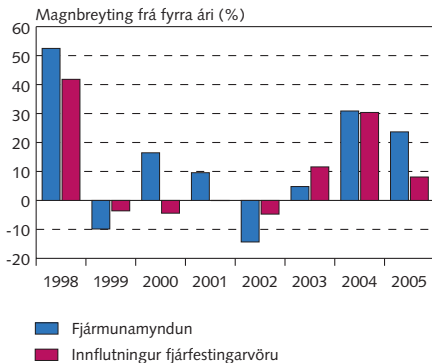
1. Væntingavísitala í lok ársfjórðungs.
 Heimildir: Hagstofa Íslands, IMG Gallup.

Mynd IV-4
Fjármunamyndun atvinnuvega og í stóriðju
1991-2007¹



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.

Fjármunamyndun atvinnuveganna dregst saman á næsta ári og meira árið 2007

Í nýrri þjóðhagsspá er gert ráð fyrir um 56% vexti atvinnuvegafjárfestingar á þessu ári, sem er örlitlu meira en í septemberspánni. Á næsta ári er spáð nokkru minni samdrætti í atvinnuvegafjárfestingu miðað við síðustu spá, eða um 4% í stað tæplega 7%. Á árinu 2007 er hins vegar gert ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting dragist enn meira saman en áætlað var í septemberspánni, eða um 32%.

Litlu meiri vöxtur atvinnuvegafjárfestingar á yfirstandandi ári en spáð var í september skýrist einkum af kröftugri innlendri eftirspurn sem hefur ýtt undir fjárfestingu t.d. í þjónustugreinum og byggingariðnaði. Þá hefur verið tilkynnt um umfangsmikil flugvéla kaup eftir að bankinn birti síðustu spá. Á móti kemur að fjárfesting í áliðju og virkjunum sem nemur u.þ.b. 3 ma.kr. hefur færst frá þessu ári yfir á það næsta miðað við forsendur septemberspár. Flugvéla kaupin vega hins vegar þyngra á metunum, og eru u.þ.b. 8 ma.kr. meiri en ráðgert var í september.

Fjármálag skilyrði fyrirtækja hafa orðið aðhaldssamari og gengi krónunnar hækkað frá því að Seðlabankinn birti síðustu spá sína. Raunvextir hafa hækkað innanlands en erlendir vextir eru enn lágir, einkum á evrusvæðinu, þótt margt bendi til þess að þeir hækki á næstunni. Afleiðingar aukins aðhalds birtast glögggt í fjárfestingarspánni. Spáð er meiri samdrætti almennrar atvinnuvegafjárfestingar án stóriðju, skipa og flugvéla á næsta ári og nær engum vexti árið 2007 í stað 5% aukningar sem spáð var í september. Aukin stóriðjufjárfesting á næsta ári vegur hins vegar á móti og leiðir til þess að samdráttur atvinnuvegafjárfestingar í heild verður minni en gert var ráð fyrir í september. Á árinu 2007 verður samdrátturinn hins vegar meiri en áætlað var í fyrri spá sökum hærri raunvaxta.

Gengishækkun krónunnar kemur mjög ójafnt niður á fyrirtækjum. Fyrirtæki sem hafa verulegan hluta rekstrarkostnaðar síns í krónum en tekjur í erlendum gjaldmiðli bera þyngru byrðar hás raungengis. Þetta á t.d. við um mörg sjávarútvegsfyrirtæki og fyrirtæki í ferðaþjónustu. Ný viðhorfskönnun um stöðu og framtíðarhorfur stærstu fyrirtækja landsins, sem Gallup gerði fyrir Seðlabankann, Samtök atvinnulífsins og fjármálaráðuneytið í október, gefur t.d. sterkar vísbendingar um að stjórnendur sjávarútvegsfyrirtækja telji horfur hafa versnað til muna frá síðustu könnun, sem gerð var í febrúar.

Tafla IV-2 Afkoma skráðra atvinnufyrirtækja fystu þrjá ársfjórðunga 2004 og 2005¹

| | Framlegð ² % af veltu | | Hagnaður % af veltu | | Arðsemi eigna ³ | | Arðsemi eigin fjár ⁴ | | Eiginjárhlutfall | |
|------------------------------|-------------------------------------|------|------------------------|------|----------------------------|------|---------------------------------|------|------------------|------|
| | 2004 | 2005 | 2004 | 2005 | 2004 | 2005 | 2004 | 2005 | 2004 | 2005 |
| Sjávarútvegur | 21,6 | 18,2 | 7,9 | 11,7 | 8,0 | 7,6 | 8,5 | 14,5 | 34,4 | 33,5 |
| Iðnaður | 17,9 | 12,6 | 11,4 | 7,0 | 12,6 | 6,6 | 20,1 | 13,9 | 40,2 | 26,5 |
| Sala sjávarafurða | -16,1 | -2,0 | -20,3 | -2,8 | -2,7 | -0,5 | -8,2 | -1,8 | 41,7 | 40,0 |
| Flutningar | 13,2 | 10,2 | 8,3 | 0,0 | 13,8 | 7,2 | 25,5 | 42,5 | 34,1 | 29,4 |
| Samskiptatækni og hugbúnaður | 10,3 | 8,6 | 5,7 | 3,8 | 3,7 | 7,2 | 5,9 | 8,5 | 34,7 | 38,3 |
| Ýmsar greinar | 20,7 | 19,4 | 12,0 | 14,3 | 10,1 | 10,6 | 16,2 | 23,9 | 36,0 | 32,9 |
| Samtals | 14,3 | 11,3 | 7,9 | 5,1 | 7,9 | 6,2 | 11,6 | 9,3 | 38,0 | 30,2 |

1. Byggt á reikningum þeirra 14 atvinnufyrirtækja sem tiltækir voru 25. nóvember 2005. 2. Rekstrarhagnaður fyrir fjármagnsliði og afskriftir. 3. Framlegð sem hlutfall af heildar-eignum. 4. Hagnaður eftir skatta sem hlutfall af eigin fé.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Könnun Gallup sýnir að forsvarsmenn fyrirtækja telja almennt að núverandi aðstæður í efnahagslífinu séu mjög góðar. Hins vegar eru þeir mun svartsýnni en í febrúar þegar spurt er um stöðu efnahagsmála eftir sex og tólf mánuði.

Fjármunamyndun hins opinbera dregst heldur meira saman í ár og á næsta ári en áður var talið

Eins og kom fram í umfjölluninni um samneyslu hér að framan, hafa ýmsar upplýsingar er lúta að hinu opinbera litið dagsins ljós frá því að Seðlabankinn birti síðustu þjóðhagsspá. Nokkur breyting hefur því orðið á spá bankans af þessum sökum.

Í september spáði bankinn þó nokkrum samdrætti í fjárfestingu hins opinbera á þessu og næsta ári en verulegri aukningu árið 2007. Spáin hljóðaði upp á um 7% samdrátt á yfirstandandi ári, 9% á næsta ári og um 23% aukningu árið 2007. Nú er gert ráð fyrir enn meiri samdrætti fjármunamyndunar hins opinbera í ár og árið 2006 og nokkru meiri vexti árið 2007. Hér er þó rétt að áréttta að fjárfesting hins opinbera vegur ekki mjög þungt í heildarfjármunamyndun. Breyting í opinberri fjárfestingu um nokkrar prósentur felur því ekki í sér mikla breytingu á heildarfjárfestingu.

Í spánni er byggt á fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2006, en í því er gert ráð fyrir tæplega 20% samdrætti fjárfestingar ríkisins, bæði í ár og árið 2006. Einnig er spáð 5% samdrætti fjármunamyndunar sveitarfélaga á yfirstandandi ári og tæplega 12% samdrætti á því næsta. Þótt heldur óvanalegt sé að fjárfesting dragist verulega saman á því ári sem sveitarstjórnarkosningar fara fram er vöxturinn gjarnan mestur árið fyrir kosningar.

Spá Seðlabankans fyrir árið 2007 byggist að nokkru leyti á nýrri langtímaáætlun fjármálaráðuneytisins. Í henni er gert ráð fyrir að fjárfesting ríkisins árið 2007 aukist um u.þ.b. 90%. Fjármálaráðuneytið gerir ráð fyrir að fjárfesting sveitarfélaga dragist saman um 21% á árinu 2007. Samkvæmt því yrði fjárfesting sveitarfélaga hin lægsta í 25 ár miðað við hlutfall af landsframleiðslu. Spá Seðlabankans gerir hins vegar ráð fyrir um 13% samdrætti.

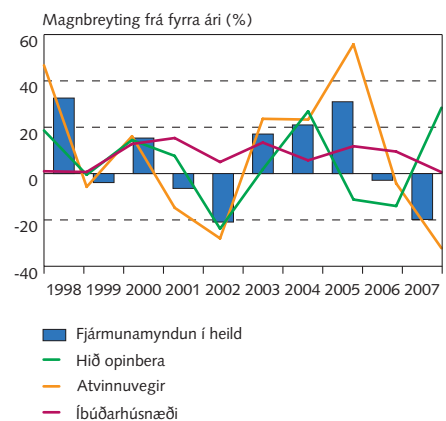
Misvísandi vísbendingar um fjárfestingu í íbúðarhúsnæði

Í september spáði Seðlabankinn að fjárfesting í íbúðarhúsnæði ykist um 12% í ár og um 10% á því næsta. Á árinu 2007 gerir bankinn ráð fyrir að fjárfesting í íbúðarhúsnæði standi u.þ.b. í stað frá fyrra ári.

Vextir íbúðaveðlána hafa hækkað frá því að lokið var við endurskoðaða spá en það hefur þó ekki teljandi áhrif þar sem hækkunin er í takt við þróun verðtryggðra vaxta í spánni. Aðrar vísbendingar um íbúðarfjárfestingu hafa í raun lítið breyst frá því í september og því eru litlar breytingar á spá bankans um fjárfestingu í íbúðarhúsnæði. Þessar vísbendingar eru hins vegar, eins og í september, nokkuð misvísandi. Áætla má út frá fjölda byggingarleyfa að magnaukningin hafi verið 16% á síðasta ári og verði 22% á þessu ári. Tölur frá Fasteignamati ríkisins segja svipaða sögu fyrir árið 2004 en samkvæmt þeim voru tæplega 18-20% fleiri fasteignir byggðar á árinu 2004 en á árinu 2003. Tölur frá Hagstofunni gefa aðeins aðra mynd en samkvæmt

Mynd IV-6

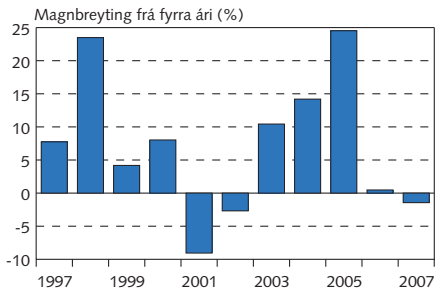
Vöxtur fjármunamyndunar og helstu undirflokka hennar 1998-2007¹



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

Mynd IV-7

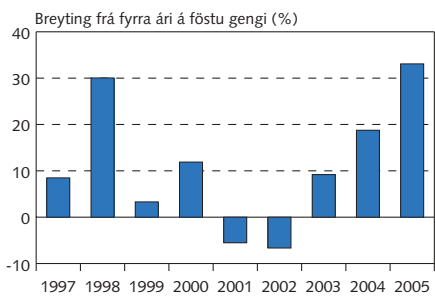
Vöxtur innflutnings 1997-2007¹



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

Mynd IV-8

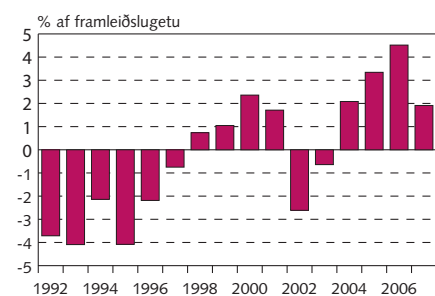
Vöruinnflutningur fyrstu níu mánuði ársins 1997-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IV-9

Framleiðsluspenna/framleiðsluslaki 1992-2007¹



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

þeim jókst fjárfesting í íbúðarhúsnæði á síðasta ári aðeins um 5,7%. Mikil hækkun íbúðarhúsnæðisverðs undanfarið ár bendir til þess að mikill uppgangur sé í greininni en á móti vegur að skortur er á sérhæfðu starfsfólki í byggingariðnaði.

Innflutningur

Flest bendir til að vöxtur innflutnings verði meiri en gert var ráð fyrir í september. Í uppfærðri spá er gert ráð fyrir að innflutningur aukist um 24½% frá fyrra ári en í september var spáð 23% vexti milli ára. Aukinn vöxt má rekja til hærra raungengis annars vegar og aukins vaxtar einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingar frá því sem gert var ráð fyrir í síðustu spá hins vegar. Á fyrstu þremur fjórðungum þessa árs jókst magn innfluttrar vöru um 22,9% frá sama tíma í fyrra. Þar af jókst magn neysluvöru um 27,4%, magn fjárfestingarvöru um 38% og magn rekstrarvöru um 11,4%.

Á næsta ári er gert ráð fyrir ½% vexti innflutnings sem er aðeins meiri vöxtur en í septemberspánni og skýrist frávikid einkum af sterkara raungengi. Á árinu 2007 er gert ráð fyrir að innflutningur dragist saman um tæpt 1½% frá fyrra ári sem rekja má til þess að gert er ráð fyrir að þjóðarútgjöld dragist saman. Þetta er meiri samdráttur en spáð var í september.

Hagvöxtur og framleiðsluspenna

Samkvæmt ofangreindu eru horfur á minni hagvexti öll árin 2005 til 2007 en spáð var í september. Enn er þó spáð mjög miklum vexti öll árin. Minni hagvöxtur skýrist einkum af herra raungengi en miðað var við í september sem leiðir til enn neikvæðara framlags utanríkisviðskipta til hagvaxtar á þessu og næsta ári, þ.e.a.s. innlendri eftirspurn er í auknum mæli beint út úr þjóðarþúskapnum. Spá um vöxt þjóðarútgjalda árin 2005 til 2006 er hins vegar nær óbreytt frá septemberspánni. Árið 2007 er spáð nokkru meiri samdrætti þjóðarútgjalda en áður. Á því ári verða þáttaskil þegar útflutningur tekur við af innlendri eftirspurn sem megindrífkraftur hagvaxtar.

Breytingar á hagvaxtarhorfum hafa áhrif á mat á framleiðsluspennu. Nú er gert ráð fyrir heldur minni framleiðsluspennu en í septemberspánni, einkum á árunum 2006 og 2007. Í september var áætlað að jákvæð framleiðsluspenna, þ.e.a.s. framleiðsla umfram langtímaframleiðslugetu, yrði tæplega 5% á næsta ári og næstum 3% á árinu 2007. Nú er hins vegar áætlað að framleiðsluspennan verði tæplega 3½% í ár, 4½% á næsta ári og tæp 2% árið 2007. Áfram er því gert ráð fyrir mikilli framleiðsluspennu á spátímabilinu. Ástæða er til að áréttu að mat á henni er háð mikilli óvissu, einkum síðustu mælingarnar, en það eru einmitt þær sem mestu skipta um mat á framtíðarþróun.

V Fjármál hins opinbera

Tekjuhorfur ríkissjóðs á árinu hafa enn batnað. Skatttekjur hafa verið miklar síðan síðustu *Peningamál* komu út í lok september og horfur eru á að álagning tekjuskatts á fyrirtæki verði meiri en nokkru sinni. Vegna þess gætu tekjur ríkissjóðs orðið 7-10 ma.kr. meiri en gert var ráð fyrir í frumvarpi til fjárukalaga 2005. Afkoma sveitarfélaga árið 2005 er talin svipuð og við útgáfu síðustu *Peningamála*, en sveifluleiðrétt afkoma ríkissjóðs og hins opinbera í heild er talin betri. Það stafar að mestu af því að tekjuskattar fyrirtækja reyndust vanmetnir í síðustu *Peningamálum*.

Frumvarp til fjárukalaga: einkavæðing Símans og stóraukning annarra tekna

Frumvarp til fjárukalaga var lagt fram í byrjun október. Tekjuáætlun ársins 2005 var hækkuð úr 306 ma.kr. í 328 ma.kr., ef sleppt er tekjum af sölu Símans og tengdum liðum. Gjaldaáætlun var sömuleiðis hækkuð úr 296 ma.kr. í 305 ma.kr. að kostnaði af sölu Símans og óregluglegum liðum slepptum. Sala Símans hækkar svo tekjur um 57½ ma.kr. í formi söluhagnaðar og tæplega 5 ma.kr. sem teknir voru út með auknum arðgreiðslum í apríl með tilvísun til einkavæðingaráforma.⁷

Samkvæmt frumvarpi til fjárukalaga verða skatttekjur án liða sem tengjast einkavæðingu Símans 301 ma.kr. í ár, samanborið við 281 ma.kr. í fjárlögum. Þyngst í viðbótinni vega meiri tekjur af óbeinum sköttum, stimpilgjöldum og fjármagnstekjuskatti en reiknað var með í fjárlögum. Tekjur af tekjusköttum einstaklinga aukast um 1 ma.kr. Áætlaðir tekjuskattar fyrirtækja voru svo hækkaðir um 7 ma.kr. við aðra umræðu fjárukalaga. Þessi aukning skatttekna endurspeglar mikil umsvif á þessu ári og góða afkomu fyrirtækja á árinu 2004.

Útgjöld hækka um 9 ma.kr. frá fjárlögum samkvæmt frumvarpi til fjárukalaga, að slepptum liðum sem tengjast sölu Símans. Án óreglulegra liða og vaxta, sem erfitt er að ráða við, hækka útgjöld um rúmlega 6 ma.kr. eða um 2% frá fjárlögum til fjárukafrumvarps. Þetta felur í sér að raunútgjöld þessa árs verða samkvæmt fjárukafrumvarpi 2,9% hærrí en árið 2004. Markmið fjárlaga var 2,3%.

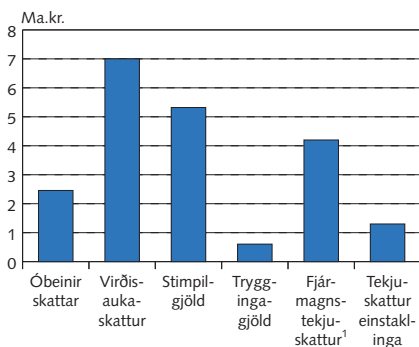
Áætlun Seðlabankans fyrir þetta ár endurskoðuð í ljósi nýrra upplýsinga

Miðað við þjóðhagsspá Seðlabankans verða tekjur ríkissjóðs rúmlega 10 ma.kr. meiri en í frumvarpi til fjárukalaga. Það stafar þó að mestu af auknum tekjum af sköttum á lögaðila.

Með hliðsjón af upplýsingum í frumvarpi til fjárukalaga, eru horfur á að samneysla ríkis og almannatrygginga vaxi heldur minna en gengið var út frá í septemberhefti *Peningamála* og fjárfesting dragist talsvert meira saman. Nú er gert ráð fyrir að heildarútgjöld hækki um 5% að nafnvirði milli árana 2004 og 2005, en í fyrri áætlun var hækkunin 7%.

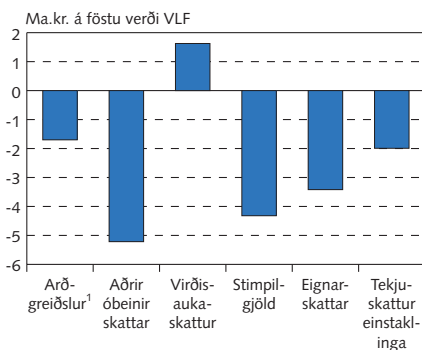
7. Auk þess er fjármagnstekjuskattur ríkissjóðs til sjálfs sín færður bæði til tekna og gjalda. Loks er bókfært virði Símans fært sem fjárinnstreymi fremur en tekjur, en það hefur þó ekki áhrif á lánsjárangang ríkissjóðs.

Mynd V-1
Viðbótartekjur í fjárlagafrumvarpi 2005¹



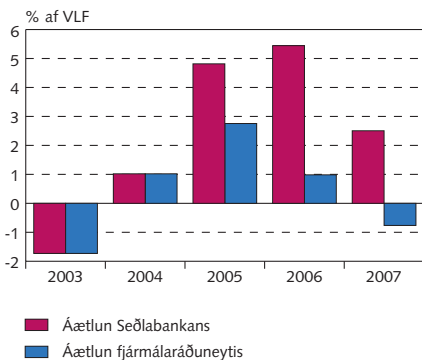
1. Án liða sem tengjast sölu Símans.
Heimild: Frumvarp til fjárlagala 2005.

Mynd V-2
Tekjulækkunir í fjárlagafrumvarpi 2006



1. Án sölutengds Símaarðs 2005.
Heimild: Frumvarp til fjárlaga 2006.

Mynd V-3
Afkoma ríkissjóðs 2003-2007
Þjóðhagsreikningaleg framsetning



Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Seðlabanki Íslands.

Varfærin tekjuspá fjárlagafrumvarps fyrir árið 2006 ...

Í fjárlagafrumvarpi og áætlunum fyrir árið 2006 gæti áhrifa lækkunar tekjuskatts einstaklinga og afnáms eignarskatta. Áætlað er að tekjur af óbeinum sköttum lækki um 2% að raunvirði og regluleg útgjöld um 1%. Til viðbótar er ljóst að framlag ríkisstjórnarinnar við endurskoðun launaliðar kjarasamninga munu kosta ríkið ríflega 1½ ma.kr. á næsta ári og talsvert meira þegar fyrirhugaðar breytingar á atvinnuleysisbótum koma til framkvæmda, sérstaklega ef atvinnuleysi eykst að ráði.

Gert er ráð fyrir að tekjur ríkissjóðs á föstu verði lækki um því sem næst 15 ma.kr. milli ára og að hlutfall skatta af landsframleiðslu lækki úr 31% í 28½%. Skattalækkunir ársins kosta u.þ.b. 10 ma.kr. Minni tekjur af óbeinum sköttum valda ríkissjóði ívið meiri tekjumissi og gert er ráð fyrir að tekjur af stimpilgjöldum lækki um 4 ma.kr. þegar dregur úr endurfjármögnun lána og spennu á húsnæðismarkaði. Á móti koma auknar tekjur vegna vaxtar framleiðslu og launatekna.

Gert er ráð fyrir að útgjöld ríkisins staðvirt með verðvístölu landsframleiðslu lækki um 12 ma.kr. en það er nær einvörðungu vegna óreglulegra liða og vaxta. Að öðru leyti vega tiltölulega hóflegar hækkunir vegna menntamála upp samdrátt í framkvæmdum. Gjöld án vaxta og óreglulegra liða (lífeyrisskuldbindinga, afskrifta tekna og útgjalda tengdum eignasölu) eiga nánast að standa í stað að raunvirði, ef staðvirt er með verðlagi landsframleiðslu, samanborið við 3,5% meðalhækkun árin 1991-2004. Vegna mikils hagvaxtar lækkar hlutfall reglulegra ríkisútgjalda af landsframleiðslu um tæplega 1½ prósentu.

... en tekjur ríkissjóðs á næsta ári verða meiri miðað við þjóðhagsspá Seðlabankans

Framreikningur byggður á þjóðhagsspá Seðlabankans leiðir til talsvert hærra mats á tekjum ríkissjóðs á næsta ári, en fram kemur í fjárlagafrumvarpinu: 1½% hækkun á föstu verði samanborið við næstum 4½% samdrátt samkvæmt fjárlagafrumvarpinu. Munurinn skýrist að mestu af ólíkri þjóðhagsspá Seðlabankans og fjármálaráðuneytisins. Samkvæmt spá bankans vaxa tekjur heimilanna og landsframleiðsla mun meira en gert er ráð fyrir í spá fjármálaráðuneytisins. Fjármálaráðuneytið gerir auk þess ráð fyrir sérstakri lækkun tekna af stimpilgjaldi og innflutningsgjöldum en Seðlabankinn ekki. Fyrir þessum sérstöku lækkunum má færa rök en þau eiga síður við þegar búist er við miklum hagvexti og gert er ráð fyrir óbreyttu gengi og vöxtum eins og í spá Seðlabankans.

Samkvæmt fjárlagafrumvarpinu er stefnt að því að raunútgjöld án óreglulegra liða og vaxta standi nánast í stað. Það er metnaðarfullt markmið, miðað við að slík útgjöld hafa hækkað um minnst 2% á ári umfram verðlag allt frá árinu 1998 og að útgjaldaþrýstingur er nú talsverður. Engu að síður er gengið út frá útgjaldaáætlun fjárlagafrumvarpsins í spá Seðlabankans að viðbættum fyrirsjáanlegum útgjöldum vegna kjarasamninga.

Miðað við þjóðhagsspá Seðlabankans, og að vöxtur fyrirtækjaskatta í ár gangi einungis að hálfu leyti til baka árið 2006, verður afkoma ríkissjóðs árið 2006 mun betri en samkvæmt fjárlagafrumvarpinu. Vöxtur tekna verður 6½ prósentum meiri en samkvæmt

fjárlagafrumvarpinu en útgjaldavöxtur hinn sami, þ.e. 1% samdráttur á föstu verði landsframleiðslu. Afkoman batnar því um 13 ma.kr. milli ára miðað við þjóðhagsspá bankans, en versnar um 11 ma.kr. samkvæmt fjárlagafrumvarpinu, hvort tveggja án áhrifa af sölu Símans og annarra óreglulegra liða.

Frekari skattalækkun og stórukning framkvæmda árið 2007

Á árinu 2007 lækka skattar álíka mikið og árið 2006. Tekjuskattshlutfall einstaklinga lækkar úr 23,75% í 21,75% af skattstofni. Áætlað er að lækkunin kosti ríkissjóð væntanlega 11-12 ma.kr. Skattstofninn hækkar á móti og áætlað fjármálaráðuneytið að tekjur af beinum sköttum lækki um 7 ma.kr. á verðlagi ársins 2006. Á gjaldahlið vex fjárfesting ríkisins um ríflega 10 ma.kr. Aukin fjárfesting fyrir söluandvirði Símans bætist næstum að fullu við þá fjárfestingu sem gert var ráð fyrir í langtímaáætlun haustið 2004. Sömuleiðis er áætlað að tilfærsluútgjöld muni aukast verulega vegna meira atvinnuleysis, hækkunar barnabóta og efnda loforða sem gefin voru við endurskoðun launaliðar kjarasamninga í nóvember. Í frumvarpi til fjárfestinga, sem lagt var fram áður en loforðin vegna kjarasamninga voru gefin, var gert ráð fyrir að 14 ma.kr. afgangur árið 2006 snerist í 10 ma.kr. halla árið 2007.

Þegar miðað er við þjóðhagsspá Seðlabankans verður áætlaður útgjaldaauki nokkru minni en í fjárlagafrumvarpinu ekki síst vegna lægri skulda og minni vaxtagreiðslna. Samkvæmt spám og áætlunum Seðlabankans vex framleiðsla áfram af nokkrum krafti, launatekjur hækka verulega og rauntekjur ríkisins af óbeinum sköttum haldast í meginatriðum óbreyttar. Hins vegar minnkar afgangur ríkissjóðs verulega sökum minni beinna skatta og meiri útgjalda. Miðað við þjóðhagsspá Seðlabankans verður hann á bilinu 20-30 ma.kr., og álíka mikill og gert var ráð fyrir í síðustu útgáfu *Peningamála*.

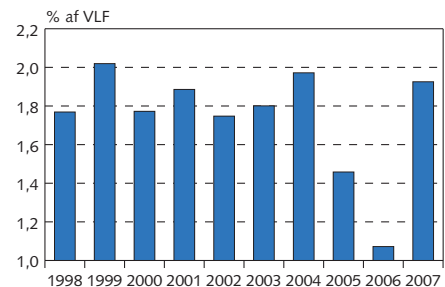
Dregur úr hallarekstri sveitarfélaga

Litlar breytingar hafa orðið á horfum í fjármálum sveitarfélaga, enda hafði Hagstofa Íslands birt bráðabirgðatölur fyrir árið 2004 þegar septemberhefti *Peningamála* kom út. Áætlun Seðlabankans um fjármál sveitarfélaga er því lítið breytt nema vegna breytinga á þjóðhagsspánni. Áfram er gert ráð fyrir að tekjur hækki umfram vöxt landsframleiðslu vegna herra fasteignaverðs og aukinna framlaga úr Jöfnunarsjóði sveitarfélaga.

Áætlaður vöxtur samneyslu sveitarfélaganna er óbreyttur frá síðasta hefti *Peningamála*. Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands sýna að vöxturinn árin 2003 og 2004 hafi verið nokkru minni en áætlað var, en upplýsingar um sveitarfélögin á árinu 2005 eru enn takmarkaðar. Tölur um afkomu sveitarfélaga koma seint og geta verið tvíræðar, enda mikill munur á reikningsstöðlum sveitarfélaganna og þjóðhagsreikninga. Þannig stóðu rekstrargjöld sveitarfélaga í stað í krónum talið milli áruna 2003 og 2004, samkvæmt uppgjöri sem nýlega var birt í *Árbók sveitarfélaga*, en samkvæmt áætlunum Hagstofu Íslands hækkuðu þau um 7%.

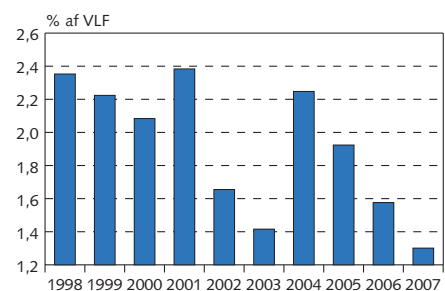
Áætlað er að útgjöld til fjárfestingar lækki um 5% á þessu ári, 10% á því næsta og um 13% árið 2007, þótt óvenjulegt sé að fjármunamyndun dragist saman árið fyrir kosningar. Miðað við áætlunina

Mynd V-4
Fjármunamyndun ríkissjóðs 1998-2007¹



1. Áætlun Seðlabanka Íslands 2005-2007.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd V-5
Fjármunamyndun sveitarfélaga 1998-2007¹

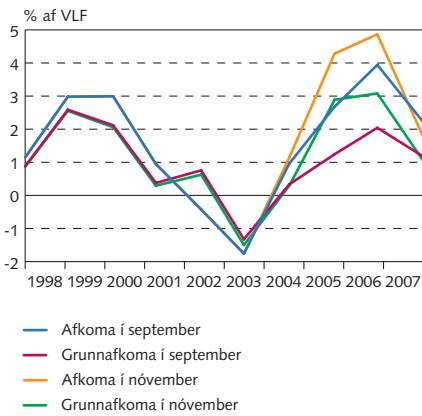


1. Áætlun Seðlabanka Íslands 2005-2007.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd V-6

Afkoma og grunnafkoma ríkissjóðs¹

September- og nóvembermat



1. Áætlun Seðlabanka Íslands 2005-2007.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

verða fjárfestingarútgjöld sveitarfélaganna árið 2007 hin minnstu í 25 ár m.v. landsframleiðslu. Það gæti þó skýrst af nýjum kostum á fasteignaleigu sem sveitarfélögunum standa nú til boða.

Miðað við framangreindar áætlanir vaxa tekjur sveitarfélaga örlitlu hraðar en landsframleiðsla en útgjöld um 2-3 prósentum hægar. Að því gefnu ætti afkoma sveitarfélaga að batna úr 10 ma.kr. halla árið 2004, eða 1% af landsframleiðslu, og jöfnuður að nást árið 2007.

Grunnafkoma ríkissjóðs óbreytt frá septembermati nema vegna vanspár á fyrirtækjasköttum

Áætluð sveifluleiðrétt afkoma ríkisins í ár og á næsta ári er nokkru betri en talið var í september ef beitt er hefðbundnum aðferðum við sveifluleiðréttingu. Þetta stafar að mestu af betri horfum um heildarafkoma. Framleiðsluspenna í ár og næstu tvö ár er einungis örlitlu minni en í septemberhefti *Peningamála*, en áætluð afkoma ríkissjóðs 2005-2006 hefur batnað. Sveifluleiðrétt afkoma eða grunnafkoma er í aðalatriðum afkoma að frádregnum leiðréttingarlið sem er hlutfallslegur við framleiðsluspennu. Hún batnar því örlítið meira frá fyrra mati en afkoma ríkissjóðs. Afkomuhorfur árið 2007 eru hins vegar heldur lakari en talið var í september, eins og sést á mynd V-6.

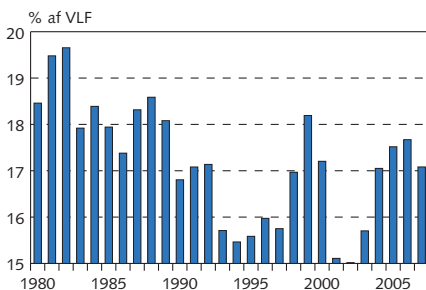
Þegar rætt er um opinber fjármál á þenslutímum af sjónarhóli peningastefnunnar, skiptir mestu að meta hvort framlag opinberra fjármála til mótvægis hagsveiflu er hæfilegt. Auk þess er vert að athuga hvort áætlanir um afkomu ríkisins eru byggðar á traustum grunni þar sem góðæri getur stundum falið veilur í stöðu ríkisfjármála. Afkomuáætlanir í spá Seðlabankans byggjast meðal annars á því að hlutfall óbeinna skatta af landsframleiðslu hækki að meðaltali um u.þ.b. 0,13 prósentur þegar framleiðsluspenna eykst um prósentu af landsframleiðslu. Það svarar til þess að tekjur af óbeinum sköttum væru um 3 ma.kr. minni ef framleiðsluspenna ársins 2007 yrði engin í staðinn fyrir tæplega 2%, eins og í þjóðhagsspá Seðlabankans.

Mynd V-7 sýnir tekjur ríkissjóðs af óbeinum sköttum sem hlutfall af landsframleiðslu. Hún sýnir lækkandi hlutfall til lengri tíma, en jafnframt töluverða hækkun í hagsveiflutoppunum árin 1982, 1987, 2000 og 2006. Í myndinni má greina vísbendingar um að sveiflunæmi óbeinna skatta sé meira en sem nemur þessum 0,13. Frá árinu 2002 til ársins 2004 óx framleiðsluspenna t.d. um 4,7 prósentur og hlutfall óbeinna skatta af landsframleiðslu hækkaði um 2 prósentur. Hlutfall slíkra breytinga úr einni uppsveiflu er að sjálfsgöðu ekki tryggur mælikvarði á aðrar sveiflur á öðrum tíma. Ef það er engu að síður notað sem mælikvarði á sveiflunæmi óbeinna skatta, verður það 0,43 í stað 0,13. Samkvæmt því mætti búast við u.þ.b. 10 ma.kr. tekjutapi hjá ríkissjóði ef framleiðsluspenna ársins 2007 yrði engin í stað tæplega 2% af landsframleiðslu.

Önnur ástæða góðrar afkomu í hagsveiflutoppum er að hlutfall launa af landsframleiðslu er að jafnaði þegar hagsveiflan nær hámarki (sjá t.d. rammagrein 1 í *Peningamálum* 2001/4, bls. 6-7) og að jafnframt hefur verið tilhneiging til að breyta skattleysismörkum minna en nemur launabreytingum. Ef þessi tilhneiging er veikari á samdráttartímum þá er greiddur skattur af tiltölulega lægra hlutfalli af heildarlaunum við slíkar aðstæður. Skatttekjur minnka þá tiltölulega meira en

Mynd V-7

Tekjur ríkissjóðs af óbeinum sköttum 1980-2007¹



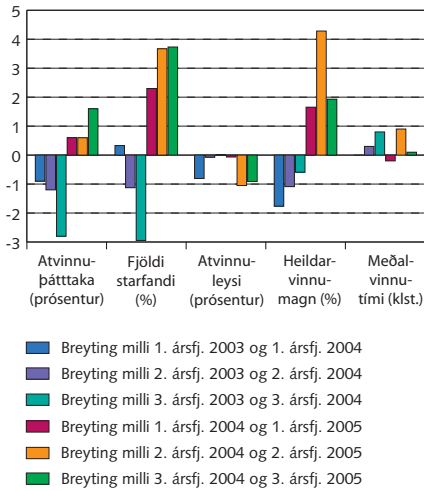
1. Áætlun Seðlabanka Íslands 2005-2007.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

heildarlaun. Lausleg athugun á skattakerfinu bendir til þess að áhrifin á skatttekjur lækki um u.þ.b. 1,8 sinnum áhrifin á stofn tekjuskatts. Í þeim stofni veða laun 83% og hafa mikil áhrif á þróun annarra liða.

Varlega áætlað gæti hlutfall launa af landsframleiðslu lækkað um 1 prósentu ef 2% framleiðsluspenna á árinu 2007 hyrfi. Samkvæmt skattframtölum árið 2004 nema launatekjur u.þ.b. helmingi landsframleiðslu. Ef framleiðsluspennan hyrfi og þetta hlutfall yrði prósentu lægra árið 2007 en nú er útlit fyrir, án þess að gerðar yrðu sérstakar breytingar á skattleysismörkum, myndi það lækka tekjur ríkissjóðs af tekjuskatti um því sem næst 3½%, eða um 2-3 ma.kr.

Samkvæmt ofangreindu gætu sveiflunæmi launahlutfallsins og aukið hagsveiflunæmi óbeinna skatta haft í för með sér 12-13 ma.kr. tekjutap fyrir ríkissjóð ef þjóðarbúskapurinn hyrfi aftur til eðlilegra efnahagsskilyrða árið 2007. Engu að síður stæði eftir u.þ.b. 10 ma.kr. afgangur á ríkissjóði. Þótt reikningsaðferðir séu ólíkar er það svipuð niðurstaða og fæst með hefðbundinni sveifluleiðréttingu, sem sýnd er á mynd V-6. Rétt er hins vegar að ítreka að varhugavert er að draga sterkar ályktanir af spám fyrir árið 2007 sem byggjast á forsendum um óbreytta vexti og gengi. Enn varasamara er að treysta um of á hlutfallslegar breytingar úr einni uppsveiflu. Raunveruleg niðurstaða verður nær örugglega önnur en þessir útreikningar gefa til kynna. Þeir benda þó til þess að staða ríkisfjármála sé nokkuð sterk, þótt æskilegt væri að framlag þeirra til að draga úr eftirspurn og spennu í þjóðarbúskapnum væri meira.

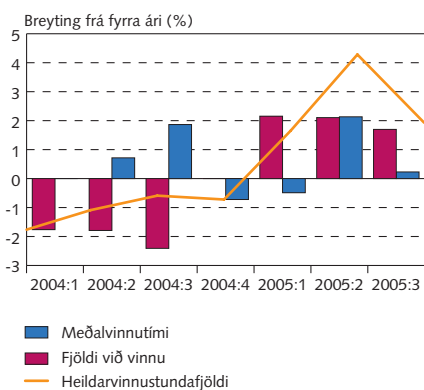
Mynd VI-1
Breytingar á vinnuafli 2003-2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VI-2
Framlag breytinga á meðalvinnutíma og fjölda við vinnu til breytingar á heildarvinnustundafjölda

1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

VI Vinnumarkaður og launaþróun

Launakostnaður meiri en gert var ráð fyrir í september

Í september tók að draga úr árstíðarleiðréttu atvinnuleysi á ný, en það hafði nánast staðið í stað frá marsmánuði. Atvinnuleysi minnkaði enn í október og var 1,6% að teknu tilliti til árstíðarsveiflu. Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands fyrir þriðja ársfjórðung sýna aukna vinnuafslnotkun í takt við væntingar, fyrst og fremst vegna fjölgunar starfandi fólks. Í síðustu spá var gert ráð fyrir auknu launaskriði þar sem umframeftirspurn eftir vinnuafli væri mikil og erfiðara að mæta henni með innflutningi vinnuafls en áður. Launaskriði í lok sumars hefur hins vegar verið meira en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Niðurstaða aðila vinnumarkaðarins við endurskoðun kjarasamninga 15. nóvember sl. var að greidd verði eingreiðsla í desember 2005 sem jafngildir u.þ.b. 0,65% viðbótarhækkun launa í þrettán mánuði frá desember 2005 og að laun hækki samsvarandi í ársbyrjun 2007 umfram það sem áður var samið um. Launakostnaður á næstu árum eykst því nokkuð frá því sem áður var gert ráð fyrir.

Vinnuafslnotkun eykst enn á þriðja ársfjórðungi

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands jókst vinnuafslnotkun enn á þriðja fjórðungi ársins miðað við sama tíma í fyrra. Ólíkt því sem einkenndi annan fjórðung ársins skýrist aukin vinnuafslnotkun nánast algerlega af fjölgun starfandi fólks, en meðalvinnutími var nær óbreyttur. Vinnustundum fjölgaði því sem nemur fjölgun fólks við vinnu í viðmiðunarvikunni eða um 1,7%, nokkru hægar en á öðrum ársfjórðungi.⁸ Eins og undangengna tvo ársfjórðunga skýrist fjölgun starfandi að mestu af fjölgun í yngsta og elsta aldurshópnum (70%) en þó ekki í jafn miklum mæli og á fyrri helmingi ársins (90%). Atvinnuþátttaka jókst um 1,6 prósentur milli ára á þriðja fjórðungi ársins, var 83,1%, sem er töluvert meiri aukning en á fyrri hluta ársins.

Fjölgun starfa hjá vinnumiðlunum bendir til þess að umframeftirspurn eftir vinnuafli sé enn fyrir hendi og að henni verði aðeins að litlu leyti mætt innanlands.⁹ Á tímabilinu ágúst til október voru laus störf hjá vinnumiðlunum tvöfalt fleiri en á sama tíma í fyrra. Útgáfa nýrra atvinnuleyfa tók kipp í haustbyrjun vegna nýráðninga við byggingu álvers á Reyðarfirði. Jókst útgáfa nýrra atvinnuleyfa um tæplega 850 í september en í október var fjölgunin nokkru minni eða rúmlega 400 sem er þó töluvert fleiri atvinnuleyfi en að meðaltali á tímabilinu janúar til ágúst (250).

Niðurstöður könnunar Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins fyrir Seðlabanka Íslands, fjármálaráðuneyti og Samtök atvinnulífsins sýna að svipaður fjöldi atvinnurekenda vill fjölga starfsfólki á

8. Í vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar eru upplýsingar um fjölda þeirra sem voru við vinnu í viðmiðunarvikunni og vinnutíma þeirra. Einnig eru upplýsingar um fjölda starfandi sem telur auk þeirra sem eru við vinnu þá sem hafa ráðningarsamning en eru tímabundið frá vinnu (t.d. veikir eða í frii). Einnig eru upplýsingar um venjulegan vinnutíma þessa fólks. Heildarvinnustundir eru margfeldi fjölda fólks við vinnu í viðmiðunarvikunni og vinnutíma þeirra.

9. Sjá þó umfjöllun um laus störf í grein Rannveigar Sigurðardóttur „Ráðgátur á vinnumarkaði“, *Peningamál* 2005/1, bls. 87-97.

næstu sex mánuðum og í sambærilegri könnun í febrúar, eða 38,5%. Hins vegar telja mun fleiri fyrirtæki að starfsmönnun muni fækka, rúmlega 15% nú en tæplega 9% í febrúar. Töluverður munur er á viðhorfum atvinnurekenda eftir atvinnugreinum, sem endurspeglar líklega mismunandi afkomu. Mestur vilji til fjölgunar er í sérhæfðri þjónustu (67%) og í fjármála- og tryggingastarfsemi (46%), en tæplega 50% fyrirtækja í sjávarútvegi vilja fækka starfsmönnum.

Atvinnuleysi í takt við septemberspá

Eftir að hafa nánast staðið í stað frá því í mars, minnkaði árstíðarleiddrétt atvinnuleysi í september og hélt sú þróun áfram í október. Atvinnuleysi að teknu tilliti til árstíðarsveiflu var 1,6% í október. Skráð atvinnuleysi var þá 1,4% og hafði lækkað um 1½ prósentu frá sama mánuði í fyrra og hefur ekki mælst jafn lágt frá því í október 2001. Það sem af er ári hefur skráð atvinnuleysi verið 2,2%, sem er í samræmi við septemberspá Seðlabankans um 2% atvinnuleysi í ár. Áfram er spáð að atvinnuleysi verði rétt undir 2% á næsta ári og að það aukist heldur á árinu 2007 og verði tæplega 2½%.

Launaskrið meira í sumarlok en gert var ráð fyrir í september...

Launaprýstingur á almennum vinnumarkaði virðist hafa færst í aukana í sumarlok. Laun á almennum vinnumarkaði voru 6,1% hærri á þriðja fjórðungi ársins miðað við sama tíma árið 2004 samkvæmt launavísitölu Hagstofu Íslands. Á sama tíma hækkaði vísitala neysluverðs um 4% og hafði kaupmáttur launa því aukist um 2%. Ársbreyting launa á almennum vinnumarkaði á þriðja ársfjórðungi var að visu minni en á fyrsta og öðrum ársfjórðungi en þá gætti í meira mæli áhrifa umsaminna launabreytinga beggja áruna 2004 og 2005.

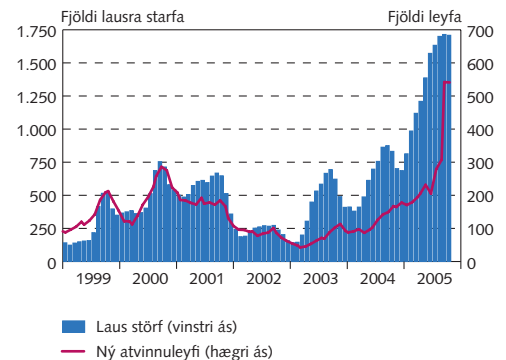
Tölur byggðar á aðferðum Kjararannsóknarnefndar fyrir nokkrar atvinnugreinar og helstu starfsstéttir á almennum vinnumarkaði sýna nokkuð mismunandi ársbreytingar launa á þriðja ársfjórðungi. Að teknu tilliti til tímasetningar kjarasamninga virðist launaskrið ekki til staðar í matvæla- og drykkjarvöruiðnaði. Samkvæmt niðurstöðum könnunar Gallup telur tæplega fjórðungur fyrirtækja í sjávarútvegi að laun hjá þeim muni lækka á árinu og tæplega fimmtungur að laun eigi eftir að lækka á næstu sex mánuðum.¹⁰ Launabreytingar umfram samningsbundnar hækkanir virðast hins vegar vera til staðar í bygginga- og mannvirkjagerð þótt þær séu litlar í sögulegu ljósi. Nokkurt launaskrið virðist einnig hafa orðið í verslun og viðgerðarþjónustu. Miðað við vaxandi umframeftirspurn eftir vinnuafli, sérstaklega í þjónustugreinum, sem ekki verður mætt með innflutningi vinnuafli í sama mæli og verið hefur í bygginga- og mannvirkjagerð má gera ráð fyrir að launabreytingar umfram forsendur kjarasamninga færist í aukana á næstu mánuðum.

... og endurskoðun kjarasamninga eykur launakostnað á næsta ári

Niðurstaða endurskoðunar kjarasamninga á almennum markaði 15. nóvember sl. var að greidd yrði 26.000 króna eingreiðsla í desember næstkomandi. Jafngildir hún u.þ.b. 0,65% viðbótarhækkun launa í

Mynd VI-3

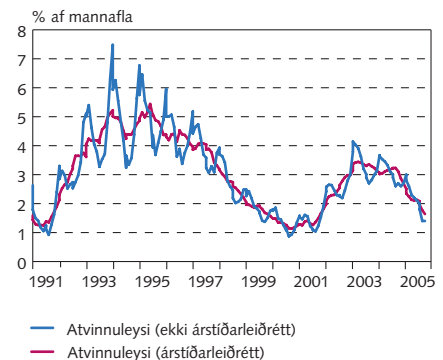
Fjöldi lausra starfa hjá vinnumiðlunum og nýrra atvinnuleyfa 1999-2005¹



1. Mánaðarlegar tölur, sýnd eru þriggja mánaða hreyfanleg meðaltöl. Heimild: Vinnuálfstofnun.

Mynd VI-4

Atvinnuleysi janúar 1991 - október 2005



Heimildir: Vinnuálfstofnun, Seðlabanki Íslands.

10. Það endurspeglar líklega að einhverju leyti áhrif hlutaskiptakerfisins á laun sjómanna.

þrettán mánuði frá þeim tíma. Verði kjarasamningum ekki sagt upp við seinni endurskoðun þeirra í nóvember árið 2006 hækka laun í ársbyrjun 2007 um 0,65% umfram 2,25% sem samið var um í upphafi árið 2004.

Því er nú gert ráð fyrir heldur meiri vexti launakostnaðar en í síðustu spá Seðlabankans eða 6,6% í ár í stað 6,1% og 7,2% á næsta ári í stað 6,4%. Gert er ráð fyrir svipaðri aukningu launakostnaðar á árinu 2007 og áður eða 5,5%.

Miðað við spá bankans um þróun framleiðni vinnuafis felur þetta í sér að launakostnaður á framleidda einingu eykst um rúmlega 5½% á þessu ári, um 5,8% á því næsta og um tæplega 4½% árið 2007. Þetta er töluvert meiri hækkun en samrýmist 2,5% verðbólguþróun bankans til lengri tíma og felur því í sér vaxandi undirliggjandi verðbólguþróun á innlendum vinnumarkaði.

VII Ytri jöfnuður

Viðskiptahallinn í ár gæti orðið enn meiri en spáð var í september

Í september spáði Seðlabankinn að viðskiptahalli á þessu ári yrði rúmlega 14% af landsframleiðslu sem er svipaður halli og á fyrri helmingi ársins. Nú virðist stefna í að hallinn verði heldur meiri. Frávikið frá septemberspánni skýrist annars vegar af óhagstæðum vöruviðskiptum undanfarna mánuði og hins vegar af enn frekari styrkingu gengis krónunnar. Haldist raungengi áfram jafn hátt og gert er ráð fyrir í spánni mun það draga úr útflutningi og örva innflutning. Nú er spáð að viðskiptahallinn í ár verði u.þ.b. 15½% af landsframleiðslu. Á næstu tveimur árum dregur úr hallanum og verður hann kominn í tæplega 7% árið 2007. Áætlað er að tæplega helming halla þessa árs og næsta árs megi rekja beint og óbeint til innflutnings tengds stóriðjuframkvæmdum en einungis um þriðjung halla ársins 2007. Hafa verður í huga að í spánni er gert ráð fyrir óbreyttum vöxtum og gengi. Í ljósi þess að raungengi krónunnar er um þessar mundir með því hæsta sem það hefur orðið um áratuga skeið verður að telja ólíklegt að þessar forsendur haldi.

Vöruskiptahalli aldrei verið meiri en í ár

Halli á vöruviðskiptum við útlönd nam tæplega 72 ma.kr. fyrstu níu mánuði ársins. Tæplega helmingur hallans á því tímabili féll til á þriðja fjórðungi ársins. Lauslega áætlað gæti halli á vöruviðskiptum fyrstu níu mánuði ársins hafa numið u.þ.b. 10% af landsframleiðslu. Flest bendir til þess að mjög mikill halli verði einnig á síðasta fjórðungi ársins, enda fjárfesting í áliðju og orkuverum í algleymingi, flugvéla kaup fyrir sjáanleg og engin merki um að farið sé að draga marktækt úr vexti innfluttrar neysluvöru. Að auki hefur gengi krónunnar styrkst verulega sem ýtir enn frekar undir hallann næstu mánuði. Því má áætla að vöruskiptahallinn muni nema meira en 100 ma.kr. á árinu sem er met.

Jöfnuður þjónustuviðskipta jafnan jákvæður á þriðja fjórðungi ársins

Á móti auknum halla á vöruviðskiptum vegur að árstíðarbundin sveifla er í þjónustujöfnuði á þann veg að jafnan er nokkur afgangur á þriðja fjórðungi ársins. Ætla má að þessi árstíðarsveifla haldi sér, enda er í spánni gert ráð fyrir töluvert meiri þjónustuútflutningi á síðari helmingi þessa árs en í fyrra. Þó verður að setja þann fyrirvara að gengispróunin gæti einnig haft töluvert áhrif á þjónustujöfnuðinn, þótt sá þáttur þjónustuútflutnings sem vaxið hefur hvað mest að undanfögnu, þ.e.a.s. samgöngur, sé tiltölulega ónæmur fyrir gengisbreytingum.

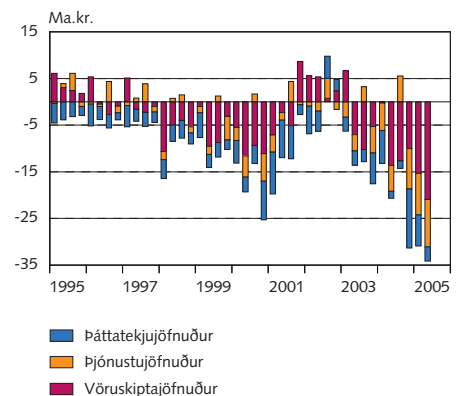
Mikil óvissa um þáttateknajöfnuð

Jöfnuður þáttatekna hefur verið nokkuð sveiflukenndur undanfarin ár. Meginástæða þessara sveiflna er liðurinn endurfjárfestur hagnaður af beinni erlendri fjárfestingu sem vegur sífellt þyngra eftir því sem bein fjárfesting innlendra aðila erlendis hefur aukist. Á öðrum fjórðungi ársins vó endurfjárfestur hagnaður að miklu leyti upp vaxtahallann og kom þannig í veg fyrir enn meiri viðskiptahalla. Í gegnum árin hefur

Mynd VII-1

Undirþættir viðskiptajafnaðar
1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2005

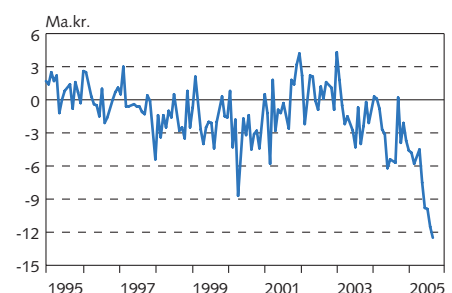
Rekstrarframlög talin með þáttatekjum



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

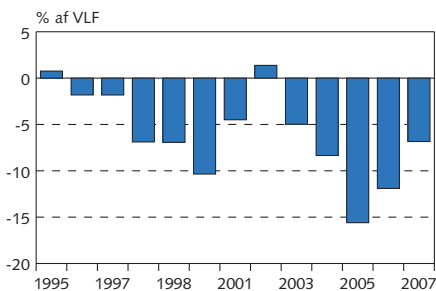
Mynd VII-2

Vöruviðskiptajöfnuður
janúar 1995 - september 2005¹



1. Á föstu gengi miðað við vöruviðskiptavog.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VII-3
Viðskiptahalli 1995-2007¹



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

Þessi liður ýmist verði umtalsvert jákvæður eða neikvæður og endanlegar tölur borist seint.

Vegna þess að hrein erlend skuld landsmanna nemur tæplega 1½ landsframleiðslu hefur gengishækkun krónunnar fyrsta kastið þau áhrif að það dregur úr halla á vaxtajöfnuði. Litið til eins og tveggja ára eykur hærra gengi hins vegar viðskiptahallann, leiðir til aukinnar skuldaföfnunar og þar með meiri vaxtagreiðslna til erlendra aðila.

Erlendir langtímavextir hafa hækkað nokkuð undanfarna mánuði. Til þessa hefur lækkun erlendra vaxta vegið þyngra en versnandi skuldastaða. Horfur eru á að þessi þróun muni snúast við en áhrifanna verður líklega ekki farið að gæta að marki á þessu ári.

Viðskiptahallinn mun setja mikinn þrýsting á gengið á næstu árum

Ljóst er að hinn mikli viðskiptahalli sem fyrirsjáanlegur er í ár og á næsta ári mun knýja fram umtalsverða aðlögun í þjóðarþróunum er fram líða stundir. Grunnspáin sem sýnd er í þessu hefti *Peningamála* bendir til þess að umtalsverður halli verði enn fyrir hendi árið 2007, miðað við þær forsendur sem gefnar eru í spánni. Hins vegar er jafnframt næsta víst að þessar forsendur munu ekki ganga eftir. Viðskiptahalli af þeirri stærð sem nú er í sjónmáli er yfirleitt skammvinnt fyrirbæri. Raungengi er líklega langt yfir langtímajafnvægi. Jafn hátt raungengi og gengið er út frá í spánni hefur aldrei í íslenski hagsögu varað nema um skamma hríð.¹¹ Líklega mun því aðlögun að jafnvægi eiga sér stað fyrir tilstilli samverkandi áhrifa lægra gengis, aukins útflutnings og samdráttar í innlendri eftirspurn. Líklegt verður að telja að þessi aðlögun hefjist innan spátímabilsins. Því ber ekki að taka spána um viðskiptahalla á árinu 2007 of bókstaflega frekar en aðra þætti skilyrtrar spár.

Tafla VII-1 Viðskiptahalli 2004-2007

| Hlutfall af VLF (%) | 2004 | Spá ¹ | | |
|---------------------|------|------------------|-------|------|
| | | 2005 | 2006 | 2007 |
| Viðskiptajöfnuður | -8,4 | -15,6 | -11,9 | -6,8 |
| Vöruskiptajöfnuður | -4,1 | -10,6 | -4,6 | 0,7 |
| Þjónustujöfnuður | -1,7 | -2,1 | -3,8 | -3,4 |
| Þáttateknajöfnuður | -2,4 | -2,9 | -3,4 | -4,1 |

1. Spá Seðlabankans í nóvember 2005.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

11. Raungengi er nú u.þ.b. fimmtungi yfir meðaltali sl. tíu eða tuttugu ára. Ekki er ólíklegt að til lengri tíma muni raungengið hneigjast í átt að þessu meðaltali á ný og jafnvel víkja frá því í hina áttina tímabundið.

VIII Verðlagspróun og verðbólguhorfur

Verðlagspróun

Verðbólga hjaðnar á ný eftir að hafa náð hámarki í september

Verðbólga jókst sl. sumar og varð mest 4,8% í september. Síðan hefur hún hjaðnað nokkuð á ný og var komin niður í 4,2% í nóvember. Aukna verðbólgu á haustmánuðum má einkum rekja til þess að lækkun dagvöruverðs mánuðina á undan gekk til baka auk þess sem húsnæðisverðbólgan hélt áfram að aukast allt þar til í október. Nóvember markaði hins vegar þáttaskil að því leyti að nokkuð dró úr húsnæðisverðbólgunni og er líklegt að sú þróun muni halda áfram næstu mánuði.

Þótt dregið hafi úr húsnæðisverðbólgu í nóvember einkennist húsnæðismarkaðurinn enn af mikilli eftirspurn. Verðhækkun innlendirar þjónustu og umtalsverð hækkun á gengi krónunnar sem hefur ekki skilað sér í samsvarandi lækkun vöruverðs eru einnig til vitnis um mikla eftirspurn.

Kjarnavísitölurnar sýna nokkru meiri undirliggjandi verðbólgu en vísitala neysluverðs. Á tólf mánuðum til byrjunar nóvember hafði kjarnavísitala 1 hækkað um 4,6% og kjarnavísitala 2 um 4,4%. Hjöðnun verðbólgunnar undanfarna mánuði má því að nokkru leyti rekja til sveiflukennndra liða.

Verðbólga á þriðja fjórðungi ársins var 4,2%, eins og Seðlabankinn spáði í september, enda var langt liðið á fjórðunginn þegar spáin var gerð. Verðbólga á fjórða ársfjórðungi verður líklega nokkru minni en spáð var í september, eða um 4%.

Nokkuð dró úr húsnæðisverðbólgu í nóvember...

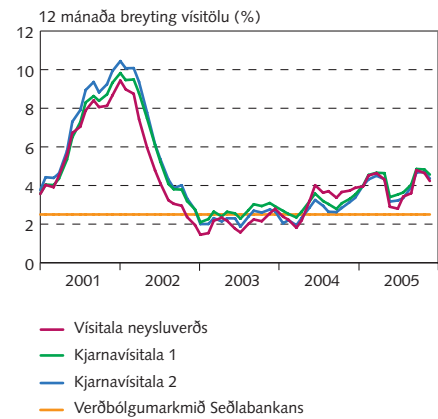
Hækkun húsnæðisverðs hefur verið meginuppspretta verðbólgu hér á landi undanfarið ár. Í nóvember var húsnæðisliður vísitölu neysluverðs 17,8% hærrí en fyrir ári. Áhrif hans til hækkunar vísitölu neysluverðs námu 3,4 prósentum. Hækkun húsnæðisliðarins skýrist að mestu leyti af hækkun markaðsverðs íbúðarhúsnæðis, sem í nóvember hafði hækkað um 33% á tólf mánuðum. Töluvert hefur dregið úr mánaðarlegri verðhækkun íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu. Í október hækkaði verð fjölbýlis á höfuðborgarsvæðinu um 1½% milli mánaða, samkvæmt Fasteignamati ríkisins, en verð einbýlis lækkaði um 1%. Undanfarna tólf mánuði hefur verð fjölbýlis og einbýlis á höfuðborgarsvæðinu hækkað um 34,9% og 45,9% samkvæmt upplýsingum Hagstofu Íslands. Verð íbúðarhúsnæðis á landsbyggðinni hefur hækkað öllu minna, eða um 20,6%, en öfugt við höfuðborgarsvæðið hefur verðhækkunin undanfarna mánuði verið meiri en áður, eða að meðaltali um tæplega 3% milli mánaða undanfarna fjóra mánuði.

... en verð á þjónustu hækkar hraðar

Verð opinberrar þjónustu hafði í byrjun nóvember hækkað um 6,7% á tólf mánuðum. Áhrif á vísitölu neysluverðs námu 0,5 prósentum. Á sama tíma hækkaði verð þjónustu einkaaðila um 4,2% og áhrif til hækkunar vísitölnnar námu tæplega prósentu.

Mynd VIII-1

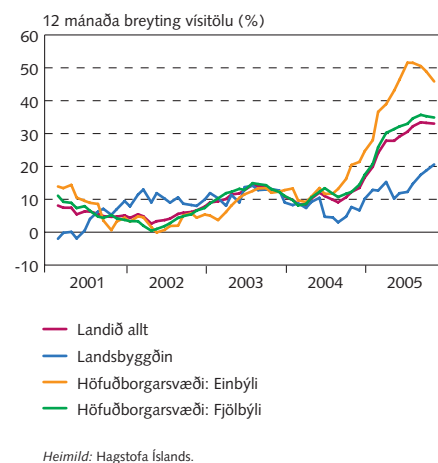
Verðbólga janúar 2001 - nóvember 2005¹



1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu, kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opinberrar þjónustu undanskilið. Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-2

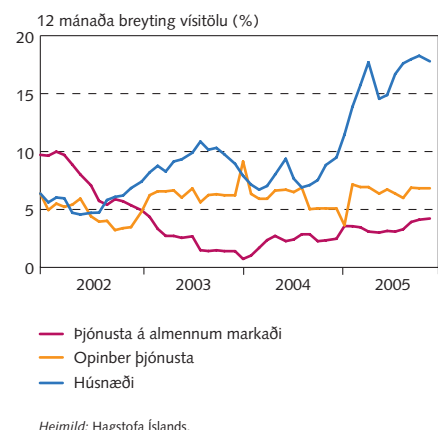
Markaðsverð íbúðarhúsnæðis mars 2001 - nóvember 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-3

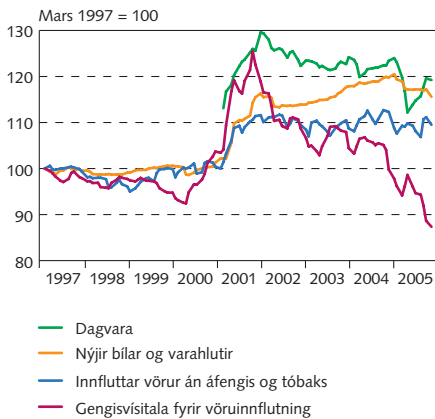
Verðlagspróun: húsnæði og þjónusta janúar 2002 - nóvember 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-4

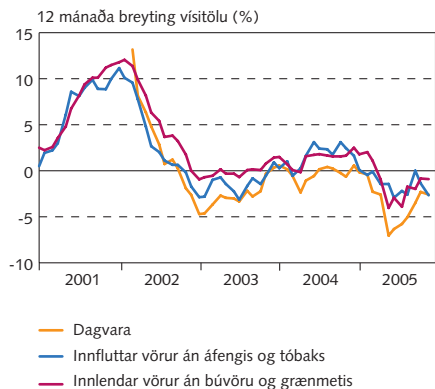
Innflutningsgengi og verðlag innfluttrar vöru mars 1997 - nóvember 2005



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VIII-5

Vöruverð janúar 2001 - nóvember 2005

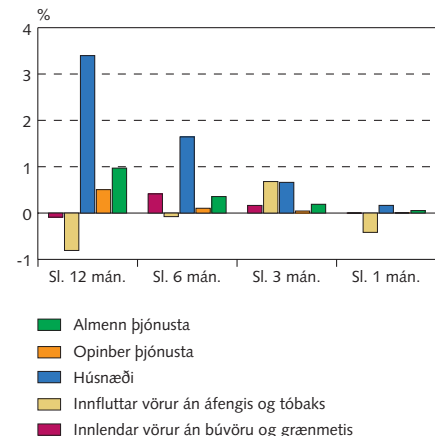


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd VIII-6

Nokkrir undirlíðir vísitölu neysluverðs í nóvember 2005

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



Heimild: Hagstofa Íslands.

Áhrif gengishækkunar undanfarinna mánaða á verðlag innfluttrar vöru lítil

Gengi krónunnar fyrstu þrjár vikur nóvembermánaðar var að meðaltali tæplega 17% hærra en að meðaltali í nóvember í fyrra. Í spánni sem birtist hér á eftir var miðað við gengi sem er tæplega 6% hærra en í septemberspánni. Gengishækkun krónunnar undanfarna mánuði virðist ekki hafa komið fram í verði innfluttrar vöru nema að litlu leyti. Verðlag annarrar innfluttrar vöru en tóbaks og áfengis lækkaði um 2,6% á tólf mánuðum til nóvember, þar af lækkaði verðlag nýrra bíla um 3,6%, innfluttrar matvöru um 6,8% og annarrar vöru en bíla, bensíns og matvöru um 4%.

Verðlag vöru til daglegra nota, eins og bensíns, olíu og dagvöru, fylgir gengisbreytingum jafnan betur eftir en verðlag vöru sem veltur hægar. Þótt verð bensíns sé næmt fyrir gengisbreytingum hefur erlend verðþróun vegið þyngra en gengishækkun krónunnar að undanförmu. Á sl. tólf mánuðum hefur verð bensíns hækkað um 4,5%. Verðlag innfluttrar matvöru hefur hins vegar lækkað um tæplega 7%. Hefur því innan við helmingur gengishækkunar krónunnar skilað sér í verðlagi matvöru. Dagvara, sem er að mestu leyti matvara, lækkaði á sama tíma um 2,5%. Verðstríð sem var á matvörumarkaði á vormánuðum virðist að mestu að baki. Það hafði í för með sér u.þ.b. 10% lækkun verðlags dagvöru frá janúar til maímánaðar, en sú lækkun gekk að verulegu leyti til baka á tímabilinu maí til október. Í nóvemberbyrjun var verðlag 6,3% hærra en í maí, þegar verðstríðið var í algleymingi. Þar af hækkaði verðlag innfluttrar matvöru um 6,6%.

Þróun verðbólguvæntinga misvísandi frá síðustu útgáfu

Peningamála

Verðbólguvæntingar markaðsaðila, sem metnar eru út frá vaxtamun verðtryggðra spariskírteina og óverðtryggðra ríkisbréfa til átta ára, lækkuðu í október og nóvember í 3,5% eftir að hafa náð hámarki í 3,8% um mánaðamót september og október. Sérfræðingar á markaði gera einnig ráð fyrir minni verðbólgu á næsta ári en í könnun sem birtist í *Peningamállum* 2005/3 (sjá rammagrein VIII-1). Í september gerðu þeir að meðaltali ráð fyrir 5,3% verðbólgu á tólf mánuðum til janúar 2007 en vænta nú 4,4% verðbólgu á sama tíma. Á tólf mánuðum til janúar 2008 gera sérfræðingarnir ráð fyrir 4,2% verðbólgu en í september töldu þeir að verðbólgan yrði 3,7%. Eitt ár fram í tímann telja þeir að verðbólga verði 3,9% en um 4,6% eftir tvö ár.

Verðbólguvæntingar almennings hafa vaxið töluvert frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Þá gerði almenningur að meðaltali ráð fyrir 3,8% verðbólgu næstu tólf mánuði en í nóvember 4,7% verðbólgu næstu tólf mánuði. Líklegt er að þessi breyting tengist aukinni verðbólgu mánuðina á undan. Því er líklegt að þessar væntingar hafi hjaðnað eitthvað á ný eftir hjaðnun verðbólgunnar sl. tvo mánuði. Verðbólguvæntingar meðal ráðamanna stærstu fyrirtækja á Íslandi hafa einnig aukist frá fyrri könnun í febrúar. Í október væntu ráðamenn stærstu fyrirtækja landsins 3,7% verðbólgu eftir eitt ár en 6,7% hækkun vísitölu neysluverðs á tveimur árum, í stað 3,6% og 6,0% í febrúar.

Enn hafa verðbólguvæntingar ekki hjaðnað verulega svo að ótvírætt sé og eru þær töluvert yfir 2,5% verðbólgu markmiði Seðla-

bankans. Áhrif hjöðnunar verðbólgunnar að undanfögnu gætu hins vegar átt eftir að koma fram.

Verðbólguþá Seðlabankans

Eins og áður hefur komið fram er spáin sem birtist í þessu hefti *Peningamála* uppfærsla á þjóðhags- og verðbólguþá sem birt var í september. Frá síðustu þá hafa stýrivextir bankans hækkað um 0,75 prósentur og eru nú 10,25%. Á sama tíma hefur gengi krónunnar hækkað um 6%. Birtir eru þrenns konar verðbólguferlar. Í svokallaðri grunnþá er gengið út frá óbreyttum stýrivöxtum og óbreyttu gengi krónunnar út spátímabilið, þ.e.a.s. að gengisvísitala erlendra gjaldmiðla verði u.þ.b. 102 stig. Að auki eru birtir tveir mismunandi verðbólguferlar sem byggjast á breytilegum vöxtum og gengi.

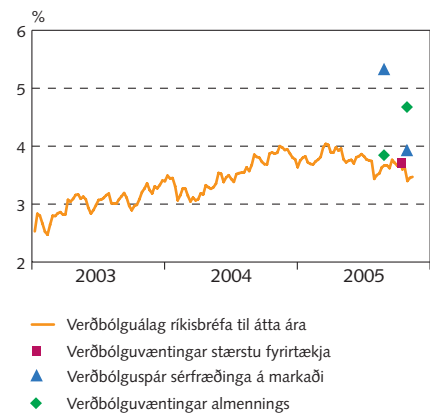
Verðbólguhorfur hafa heldur batnað...

Frá því í september hafa verðbólguhorfur heldur batnað. Í kjölfar stýrivaxtahækkunar Seðlabankans hafa raunvextir hækkað og

Mynd VIII-7

Verðbólguvæntingar

Vikulegar tölur 7. janúar 2003 - 8. nóvember 2005



Verðbólguvæntingar almennings og stærstu fyrirtækja eru til næstu tólf mánaða, verðbólguþá sérfræðinga á markaði miðar við tólf mánaða verðbólgu til loka árs 2006.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Meðfylgjandi tafla sýnir efnahagsþá sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerðar voru um miðjan nóvember sl. Sem endranær voru þátttakendur í könnuninni greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf., Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsþá ehf.

Að þessu sinni voru sérfræðingarnir í fyrsta skipti spurðir sérstaklega um verðbólguhorfur til eins og tveggja ára. Einnig var beðið um nokkru nánara álit á vaxtaferli Seðlabankans en gert hefur verið áður, þ.e. hvenær og við hvaða gildi hámarki og lágmarki stýrivaxta yrði náð innan spátímabilsins.

Helstu breytingar frá þá sömu aðila í september sl. er að þeir gera ráð fyrir heldur meiri hagvexti í ár og á næsta ári, jafnari verðbólguþróun, hærri stýrivöxtum og styrkari krönu.

Sérfræðingar þá meiri verðbólgu en í grunnþá Seðlabankans

Eins og í september telja sérfræðingarnir að verðbólgan verði töluvert yfir 2,5% verðbólguþá Seðlabankans allt spátímabilið. Mat á verðbólgu yfir árið og milli ársmeðaltala 2005 er nær óbreytt frá því síðast og samhljóða þá Seðlabankans sem varla kemur á óvart þar sem langt er liðið á árið. Yfir árin 2006 og 2007 búast spámenn að meðaltali við 4,4% og 4,2% verðbólgu en samkvæmt grunnþá Seðlabankans verður verðbólga heilli prósentu lægri í báðum tilvikum. Sérfræðingarnir telja að verðbólga milli ársmeðaltala verði tæplega 4% árið 2006 og fari í 4½% árið 2007 en samkvæmt grunnþá Seðlabankans verður verðbólgan 3,3% og 3,6%. Hafa verður í huga að í grunnþánni er reiknað með óbreyttum vöxtum og gengi á spátímabilinu, ólíkt þá sérfræðinganna.

Töluvert skiptar skoðanir á hagvaxtarhorfum

Sérfræðingarnir þá meiri hagvexti árin 2005-2006 en þeir gerðu í september en álíka miklum árið 2007. Töluverður munur er þó á milli einstakra aðila. Að meðaltali reikna þeir með 6,3% hagvexti í ár og 5,3% á næsta ári, en 1% árið 2007. Í þá Seðlabankans er jafnari hagvöxtur á tímabilinu: 4,7% á árinu sem er að líða, 6,6% á næsta ári og 4,1% árið 2007.

Samanburður við verðbólguferla Seðlabankans

Ástæða er til að ítreka að í grunnþám Seðlabankans er reiknað með óbreyttum stýrivöxtum og gengisvísitölu á spátímabili og því verður

Rammagrein VIII-1

Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

óhjákvæmilega misræmi. Samkvæmt verðbólguþá Seðlabankans með breytilegum vöxtum og gengi verður verðbólgan heldur meiri en í grunnspánni en þó minni en sérfræðingarnir spá að meðaltali, enda gera þeir ráð fyrir nokkru meiri gengislækkun krónunnar en reiknað er með í verðbólguferli, sem byggist á óvörðu vaxtafjavnægi út frá vaxtamuni spáðra stýrivaxta sérfræðinganna (sjá hér á eftir) og framvirkum erlendum vöxtum. Minni munur er á spám sérfræðinganna og verðbólguferli sem byggist á sama gengisferli en óbreyttum stýrivöxtum.

Sérfræðingar spá minni lækkun á gengi krónunnar...

Sýn svarenda á þróun gengisvísitölu hefur breyst mikið frá síðustu spá og reikna þeir nú með sterkari krónu bæði til eins og tveggja ára. Spá þeir 112 stiga gengisvísitölu eftir tólf mánuði og 124 stigum eftir tvö ár. Gengisvísitalan stóð í rúmum 102 stigum 16. nóvember sl.

... en meiri hækkun stýrivaxta Seðlabankans...

Stýrivextir Seðlabankans voru hækkaðir um 0,75 prósentur 4. október sl., í 10,25%. Sérfræðingarnir búast við frekari hækkun stýrivaxta: að meðaltali spá þeir að stýrivextir verði rúmlega 11% eftir eitt ár en að þeir lækki og verði tæplega 8% eftir tvö ár. Í þetta sinn var einnig spurt um há- og lággildi stýrivaxtanna á næstu tveimur árum. Meirihluti svarenda býst við að stýrivextir nái hámarki fyrir mitt næsta ár og að verði þá u.þ.b. 12% en verði lægstir á seinni hluta ársins 2007, á bilinu 7½-10%. Einn svarenda sker sig nokkuð úr og telur að stýrivextir nái fljótlega hámarki í 10,75% en taki síðan að lækka í kjölfarið og verði komnir í 6% í lok árs 2007.

... og hóflegum hækkunum eignaverða

Þann 16. nóvember sl. stóð úrvalsvísitalan í tæpum 5.000 stigum svo að ekki búast svarendur við verulegum hækkunum hlutabréfa næsta árið og raunar heldur minni en undanfarið. Hækkun til tveggja ára meta menn um 12%. Einn spámanna telur þó að hlutabréf muni lækka og hefur verið þeirrar skoðunar nokkuð lengi.

Loks töldu allir svarendur að fasteignir hækki lítið í verði á næstu tveimur árum enda markaðurinn þegar farinn að kólna töluvert. Enginn býst við lækkun fasteignaverðs.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

| | 2005 | | | 2006 | | | 2007 | | |
|------------------------------------|-----------------------|--------------|-------------|----------------------|--------------|-------------|----------|--------------|-------------|
| | Meðaltal | Lægsta gildi | Hæsta gildi | Meðaltal | Lægsta gildi | Hæsta gildi | Meðaltal | Lægsta gildi | Hæsta gildi |
| Verðbólga (yfir árið) | 3,8 | 3,7 | 4,0 | 4,4 | 3,6 | 5,7 | 4,2 | 2,9 | 6,1 |
| Verðbólga (milli ársmeðaltala) | 4,0 | 3,8 | 4,0 | 3,9 | 3,7 | 4,1 | 4,6 | 3,5 | 6,8 |
| Hagvöxtur | 6,3 | 5,5 | 7,6 | 5,3 | 4,2 | 7,3 | 1,0 | -0,9 | 2,2 |
| | Eitt ár fram í tímann | | | Tvö ár fram í tímann | | | | | |
| Verðbólga | 3,9 | 2,9 | 4,6 | 4,6 | 3,1 | 7,5 | | | |
| Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla | 112,0 | 107,0 | 115,0 | 124,0 | 118,0 | 133,0 | | | |
| Stýrivextir Seðlabankans | 113,0 | 9,0 | 12,0 | 7,9 | 6,0 | 10,0 | | | |
| Langtímanafnvextir ² | 7,7 | 7,5 | 8,0 | 6,9 | 6,5 | 7,2 | | | |
| Langtímaraunvextir ³ | 4,1 | 3,6 | 4,6 | 3,6 | 3,3 | 4,0 | | | |
| Úrvalsvísitala aðallista | 5.166 | 4.487 | 5.689 | 5.564 | 4.263 | 6.258 | | | |
| Breyting fasteignaverðs | 5,8 | 3,0 | 10,0 | 6,0 | 3,0 | 10,0 | | | |

1. Taflan sýnir breytingu milla tímabila í % nema að því er varðar gengi, vexti og úrvalsvísitölu. Sínd eru þau gildi sem spáð er fyrir vexti (%), gengisvísitölu erlendra gjaldmiðla (stig) og úrvalsvísitölu aðallista (stig). Þátttakendur í könnuninni eru greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf., Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf.
2. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í ríkisbréf (RIKB 13 0517). 3. Ávöxtunarkrafa í tilboðum viðskiptavaka í húsnæðisbréf (HFF 150644).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

gengi krónunnar styrkst. Verðbólguhorfur í umheiminum hafa heldur versnað frá því að spáin var gefin út, en gert var ráð fyrir því í september að svo yrði. Aðhaldssamari peningastefna dregur smám saman úr vexti innlendar eftirspurnar og hærra raungengi beinir eftirspurn í meira mæli út úr þjóðarþúskapnum. Því eru horfur á að eftirspurnarþrýstingur á spátímabilinu verði minni en reiknað var með í september sl.

Á móti kemur hins vegar að framleiðniþróun á spátímabilinu hefur verið endurmetin. Nú er talið að framleiðnivöxtur verði nokkru minni en reiknað var með í september. Algengt er að dragi úr framleiðnivexti á síðari stigum hagsveiflunnar. Þó er enn gert ráð fyrir að vöxtur framleiðni verði nálægt sögulegu meðaltali á spátímanum. Minni framleiðnivöxtur, ásamt heldur meiri vexti launakostnaðar, sem að hluta leiðir af nýlegri endurskoðun kjarasamninga, leiðir til þess að launakostnaður á framleidda einingu vex nokkru hraðar en gert var ráð fyrir í september. Þannig er nú spáð 5½% og tæplega 6% vexti launakostnaðar á framleidda einingu á þessu og næsta ári, sem er rúmlega 1 prósentu meiri vöxtur en reiknað var með í september. Árið 2007 er gert ráð fyrir að töluvert dragi úr vexti launakostnaðar á framleidda einingu en hann verði þó áfram nokkru meiri en samrýmist 2,5% verðbólgu markmiði Seðlabankans til lengdar.

... en að óbreyttum stýrivöxtum verður verðbólga áfram nokkuð yfir verðbólgu markmiðinu á spátímabilinu

Hærra gengi og minni framleiðsluspenna draga úr verðbólgu en meiri vöxtur launakostnaðar vinnur þar á móti. Framan af vegur þó gengisstyrking krónunnar þyngst og eru því horfur á að verðbólga verði nokkru minni fram á mitt næsta ár en spáð var í síðustu *Peningamálum*.

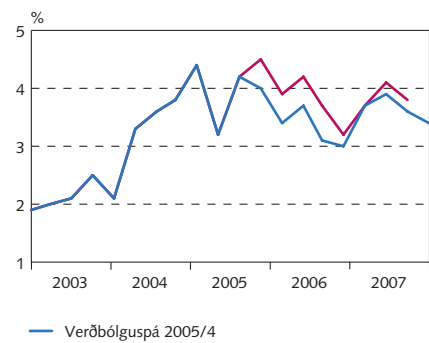
Í grunnspánni er gert ráð fyrir rúmlega 3% verðbólgu að ári, samanborið við 3,7% í septemberspánni, sé miðað við sama ársfjórðung og þá (4,2% sé miðað við spá til jafnlangs tíma). Verðbólguhorfur til tveggja ára hafa batnað minna þar sem meiri vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu vegur þyngra þegar líða tekur á spátímabilið. Verðbólgan verður rúmlega 3½% eftir tvö ár, en í september var spáð 3,8% verðbólgu, sé horft til sama ársfjórðungs (4,1% sé miðað við spá til jafnlangs tíma).

Áfram eru því horfur á að verðbólga verði yfir 2,5% verðbólgu markmiði Seðlabankans á spátímabilinu þótt hún verði nær markmiðinu í lok tímabilsins en samkvæmt síðustu spá. Gangi forsendur grunnspárinnar eftir, sem reyndar verður að telja fremur ólíklegt, eru horfur á að verðbólgu markmiðið náist á árinu 2008.

Verðbólgu spár með breytilegum vöxtum og gengi

Frá útgáfu *Peningamála* 2004/4 hefur Seðlabankinn birt verðbólguferil sem byggist á breytilegum vöxtum og gengi krónunnar til viðbótar við grunnspá bankans, þar sem gengið er út frá óbreyttum stýrivöxtum og gengi krónunnar á spátímanum. Megintilgangur grunnspárinnar er að gefa sýn á efnahagsframvinduna að því gefnu að bankinn haldi stýrivöxtum óbreyttum og að gengi krónunnar haldist óbreytt. Þannig nýtist hún sem vísbending um þörf fyrir breytingar á aðhaldi pen-

Mynd VIII-8
Verðbólgu spá með breytilegum vöxtum og gengi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

ingastefnunnar. Spá með breytilegu gengi og vöxtum getur hins vegar gefið raunsæri mynd af líklegri framvindu, sérstaklega við svipaðar aðstæður og nú eru til staðar. Raungengi er mun hærra en líklegt er að geti staðist til lengdar, en þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir að gengið haldist í sögulegu hámarki allt spátímabilið eru verðbólguhorfur samkvæmt grunnspánni óhagstæðar. Því blasir við að verðbólguþröskulmið muni ekki nást nema stýrivextir verði hækkaðir á spátímabilinu.

Greiningaraðilar gera ráð fyrir frekari hækkun stýrivaxta og lægra gengi en miðað er við í grunnspánni

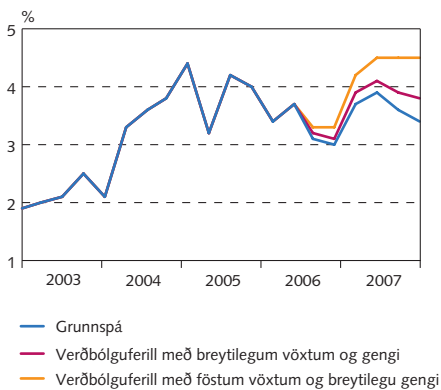
Seðlabankinn spáir ekki eigin vöxtum, en með því að nota væntingar markaðs- og greiningaraðila um vaxtaþróunina má reikna verðbólguferil út frá breytilegum vöxtum og gengi. Í september var horfið frá því að nota fólgnu framvirka vexti sem mælikvarða á vænta stýrivexti á spátímanum, því að þeir þóttu ekki gefa raunsæja mynd af væntingum á fjármálamarkaði. Þessi vandi hefur aukist enn frekar frá því í september með aukinni útgáfu erlendra aðila á skuldaþréfum í krónum, sem með óbeinum hætti hefur haft veruleg áhrif á verðmyndun óverðtryggðra skammtímaverðbréfa, eins og áður hefur verið vikið að. Þess í stað er notast við vaxtaferil sem meta má út frá svörum sérfræðinga á fjármálamarkaði um þróun stýrivaxta til næstu tveggja ára, eins og lesa má út úr mynd III-4 á bls. 15 og fjallað er nánar um í rammagrein VIII-1. Samkvæmt þeim munu stýrivextir ná hámarki um mitt næsta ár þegar þeir verða orðnir næstum 12%. Í kjölfarið lækka þeir smám saman og verða orðnir tæplega 8% í árslok 2007. Þessi vaxtaferill felur í sér að stýrivextir verða að meðaltali um 11½% á næsta ári og um 9% árið 2007, í stað 10,25% bæði árin í grunnspánni. Stýrivextir yrðu því töluvert hærri en í grunnspánni á næsta ári og allt fram á vormánuði 2007.

Út frá ofangreindum ferli stýrivaxta, erlendum vaxtaferli og að gefnu óvörðu vaxtafjafnvægi má reikna gengisferil sem notaður er við gerð verðbólguþröskulmiðs.¹² Samkvæmt þessari aðferð mun gengisvísitala krónunnar lækka smám saman á tímabilinu og verða nálægt 115 stigum í lok árs 2007, sem telst tiltölulega hófleg lækkun í samanburði við spár sérfræðinga á fjármálamarkaði (sjá rammagrein VIII-1).

Verðbólguhorfur verulega verri gefi gengið eftir að óbreyttri peningastefnu...

Til viðbótar við áður nefndan verðbólguferil með breytilegum vöxtum og gengi er einnig gagnlegt að skoða verðbólguferil sem byggist á óbreyttum stýrivöxtum frá spádegi, eins og í grunnspánni, en gengisferli sem reiknaður er út frá óvörðu vaxtafjafnvægi, eins og fyrri verðbólguferillinn. Þessi verðbólguferill gefur hugmynd um hvernig verðbólgan gæti þróast ef gengið tæki að gefa eftir í samræmi við vaxtafjafnvægið, en án þess að Seðlabankinn bregðist við. Eins og mynd VIII-9 sýnir yrði verðbólga töluvert meiri en í grunnspánni eða 4½% í lok spátímans, í stað 3½% í grunnspánni. Aðhald peningastefnunnar er minna í þessu dæmi en í hinum tveimur, því að bæði

Mynd VIII-9
Mismunandi verðbólguferlar Seðlabankans



Heimild: Seðlabanki Íslands.

12. Ferillinn er reiknaður út frá viðskiptavegnum framvirkum vöxtum en þó þannig að gert er ráð fyrir áhættuþóknun sem rekur fleyg á milli innlendra og erlendra vaxta.

gengi og raunvextir eru lægri. Hagvöxtur eykst því nokkru meira en í grunnspánni sem leiðir til meiri framleiðsluspennu og þrýstir verðbólgu upp enn frekar.

...en hærri stýrivextir ná að vinna á móti áhrifum lægra gengis

Samanburður verðbólguferla sem reiknaðir eru út frá breytilegum vöxtum og gengi annars vegar og óbreyttum stýrivöxtum en breytilegu gengi hins vegar undirstrikar þátt stýrivaxta í að draga úr verðbólgu. Hagvöxtur og framleiðsluspenna verða minni ef stýrivextir hækka, en það léttir á innlendum verðbólguþrýstingi. Verðbólga í lok spátímabilsins verður ½ prósentu minni en í spá með föstum vöxtum en lækkandi gengi, eða tæplega 4%.

Lækkun gengis leiðir til lakari verðbólguhorfa en samkvæmt grunnspá jafnvel þótt stýrivextir hækki

Samanburður á grunnspánni og spá með breytilegum vöxtum og gengi sýnir hvernig hærri stýrivextir og lækkandi gengi sem hafa gagnstæð áhrif á verðbólgu, vega hvort annað upp. Hækkun stýrivaxta sem gert er ráð fyrir í þessu dæmi nær þó ekki að vega upp áhrif lækkandi gengis á tímabilinu. Verðbólgan verður því meiri en í grunnspánni þrátt fyrir hærri vexti. Af þessu má draga þá ályktun að raunvextir þurfi að hækka meira en gert er ráð fyrir í verðbólguferli með breytilegum vöxtum og gengi til að vega upp þá gengislækkun krónunnar sem vaxtamunurinn við útlönd ætti að fela í sér, jafnvel þótt lækkunin sé tiltölulega hófleg í samanburði við væntingar sumra sérfræðinga á fjármálamarkaði.

Áhættumat verðbólguþrýstingurinnar

Aukin hættu á meiri verðbólgu en í grunnspánni

Eins og endranær ríkir mikil óvissa um verðbólguþrýstingurinn og er afar ólíklegt að framvindan verði nákvæmlega eins og gert er ráð fyrir í grunnspánni. Því er mikilvægt að skoða líkindadreifingu þrýstingurinnar ekki síður en einstaka verðbólguferla við mat á verðbólguhorfum næstu tveggja ára.

Óvissuþættir verðbólguþrýstingurinnar eru í stórum dráttum þeir sömu og í síðustu spám bankans. Þó hefur óvissa tengd þróun á vinnu- markaði minnkað í kjölfar þess að ekki kom til uppsagnar á launalið kjarasamninga. Endurskoðunin er nú hluti af grunnspánni. Stærsti óvissuþátturinn er áfram gengisþróunin. Raungengi er enn herra en í september og er því enn fjær því gengi sem samrýmst getur ytra jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Líkur á því að gengi krónunnar lækki verulega á spátímabilinu og leiði til meiri verðbólgu hafa því aukist enn frekar frá því í september. Einkum er hætt við aukinni verðbólgu ef gengið lækkar skarpt meðan enn er veruleg spenna í þjóðarbúskapnum. Nýleg útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum eykur enn frekar á gengisóvissuna, einkum þegar dregur að gjalddaga bréfanna.

Á móti hættu á meiri innfluttri verðbólgu en spáð er vegur að langtímaraunvextir gætu hækkað meira en gert er ráð fyrir í spánni í september. Hækkun vaxta húsnæðislána, aukið framboð á nýju húsnæði og meiri óvissa um veðhæfi íbúðarhúsnæðis gætu leitt til lækk-

unar húsnæðisverðs á tímabilinu, en ekki er gert ráð fyrir nafnlækkun í spá bankans. Það hefði ekki aðeins bein áhrif til lækkunar verðbólgu heldur gæti dregið mun meira úr vexti einkaneyslu en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Aðrir óvissuþættir hafa lítið breyst frá því í september.

Tafla VIII-1 Helstu ósamhverfir óvissuþættir verðbólguþáttar

| Óvissuþáttur | Skýring | Áhrif á verðbólgu |
|-----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Einkaneysla | Áhrif breytinga á lánamarkaði í formi lægri langtíma vaxta og aukins aðgengis að lánsfé og möguleg auðsáhrif á einkaneyslu geta verið vanmetin Aukin skuldsetning gæti dregið úr vexti einkaneyslu umfram það sem gert er ráð fyrir í grunnspánni Hækkun vaxta gæti kælt húsnæðismarkaðinn hraðar en reiknað er með í spánni | Hætta á að eftirspurnarþrýstingur sé vanmetinn og verðbólgu því vanspáð 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 |
| Opinber fjármál | Möguleiki á að aðhald í opinberum fjármálum verði minna en gert er ráð fyrir – sérstaklega í ljósi kosningaára framundan Mögulegt er að áhrif áforma um skattalækkanir á væntingar um framtíðartekjur séu vanmetin og að eftirspurnaráhrif áforma verði því meiri | Hætta á að eftirspurnarþensla verði meiri í hagkerfinu en spáð er og verðbólgu því vanspáð |
| Eignaverð | Möguleiki á lækkun eignaverðs sem dragi úr einkaneyslu þegar liða tekur á spátímabilið | Framleiðsluspenna gæti orðið minni en spáð er og verðbólgu því ofspáð |
| Alþjóðleg efnahagsmál | Erlendir vextir gætu hækkað hraðar og meira en gert er ráð fyrir og auknið þannig við greiðslubyrði erlendra lána umfram það sem grunnspáin gerir ráð fyrir | Vöxtur innlendrar eftirspurnar gæti verið ofmetinn og verðbólgu því ofspáð |
| Áhættumat | <i>Eitt ár fram í tímann</i> | <i>Tvö ár fram í tímann</i> |
| Peningamál 2005/2 | Samhverft | Upp á við |
| Peningamál 2005/3 | Upp á við | Upp á við |
| Peningamál 2005/4 | Upp á við | Upp á við |

Að teknu tilliti til ofangreindra breytinga er áhættumat verðbólguþáttarinnar til eins árs áþekkt því sem það var í september en heldur meiri áhættu upp á við til tveggja ára. Miðað við grunnspána eru því heldur meiri líkur á að verðbólga verði meiri en spáð er eitt ár fram í tímann og töluvert meiri ef horft er til tveggja ára. Helstu ósamhverfu óvissuþættir spárinnar eru teknir saman í töflu VIII-1 og líkindadreifing verðbólguþáttarinnar er sýnd í mynd VIII-10. Líkindadreifing síðustu spár er einnig sýnd til samanburðar.

Heldur meiri líkur á að verðbólguþáttarinnar náist á spátímanum að óbreyttum stýrivöxtum

Tafla VIII-2 sýnir líkindadreifingu grunnspárinnar. Þótt heldur meiri líkur séu á því nú en í september að verðbólga verði í námunda við markmiðið eru þær enn mjög litlar að óbreyttum stýrivöxtum. Þannig eru innan við 20% líkur á að verðbólga verði á bilinu 2-3% eftir tvö ár og innan við 50% líkur á að hún verði á bilinu 1-4%.

Rétt er að ítreka að bæði grunnspáin og mat á óvissuþáttum hennar byggjast á því að stýrivextir Seðlabankans haldist óbreyttir út spátímabilið. Það er einmitt verkefni peningastefunnar að sjá til þess að framvindan verði ekki með þeim hætti sem grunnspáin og helstu áhættuþættir benda til. Grunnspáin sjálf jafnt sem líkindadreifingin

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% |
| 4. ársfj. 2005 | < 1 | < 1 | < 1 | 40 | 60 |
| 3. ársfj. 2006 | < 1 | 21 | 21 | 65 | 14 |
| 3. ársfj. 2007 | < 1 | 9 | 10 | 38 | 52 |

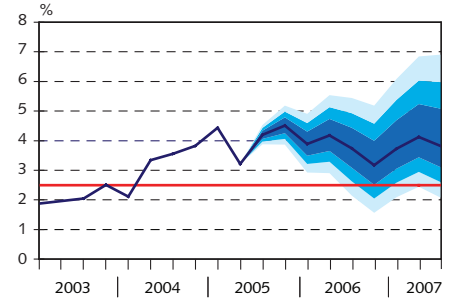
Taflan sýnir mat Seðlabankans á líkum á því að verðbólga verði á ákveðnu bili í prósentum.

gefa að því leyti ranga mynd af raunverulegum verðbólguhorfum að ekki er tekið tillit til viðbragða Seðlabankans.

Mynd VIII-10

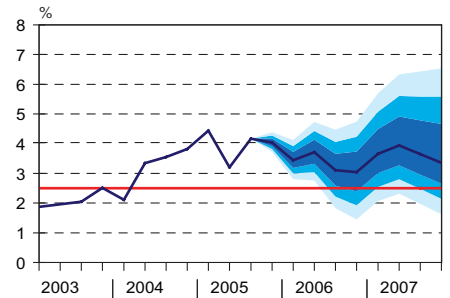
Síðasta verðbólguþá Seðlabankans – grunnþá
(í Peningamállum (2005/3)

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



Ný verðbólguþá Seðlabankans – grunnþá

Spátímabil: 4. ársfj. 2005 - 4. ársfj. 2007



- Vísitala neysluverðs
- Verðbólguþámið
- 50% óvissubíl
- 75% óvissubíl
- 90% óvissubíl

Myndirnar sýna óvissubíl verðbólguþáirinnar. 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 óvissubilsins. Óvissan í spánum er talin heldur minni en endurspeglast í sögulegum spásekkjum sem eru nokkuð lítaðar af þróuninni á árunum 2001-2002. Nánari útlitun á því hvernig líkindadreifing verðbólguþáirinnar er reiknuð út er að finna í viðauka 3 í Peningamállum 2005/1. Heimild: Seðlabanki Íslands.

IX Stefnan í peningamálum

Vaxtahækkunin í september reyndist áhrifarík

Hækkun stýrivaxta Seðlabankans um 0,75 prósentur, sem tilkynnt var í *Peningamálum* 2005/3 í lok september, reyndist áhrifaríkari en margar vaxtahækkunar Seðlabankans undanfarið rúmt ár. Eins og greint var frá í *Peningamálum* í september hafði bankinn af því áhyggjur að óraunsæjar væntingar um lækkun stýrivaxta fljótlega eftir að þeir næðu hámarki í ár tefðu fyrir miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið. Þessar væntingar um vaxtastefnuna voru þeim mun bagalegri sem verðbólguvæntingar færðust í aukana. Til samans fólu þær í sér vísbendingu um að peningastefnuna skorti trúverðugleika í augum markaðsaðila og annarra rýnenda hennar. Þeir virtust vantrúaðir á að Seðlabankinn myndi halda fast við verðból gumarkmiðið á næstu árum.

Áður en vöxtum var breytt í september voru áhrif aukins aðhalds á vexti verðtryggðra langtímaskuldabréfa enn hverfandi. Til þess að geta gert sér vonir um að peningastefnan hefði áhrif á þann hluta þjóðarbúskaparins þar sem þenslumerkin voru einna skýrust, þ.e.a.s. afar hraðan vöxt einkaneyslu, var mikilvægt að áhrif vaxtabreytinga Seðlabankans næðu til þessara vaxta einnig. Vaxtahækkuninni í september og ekki síður boðskapnum um áframhaldandi strangt aðhald í peningamálum sem henni fylgdi var ætlað að stuðla að hraðari miðlun stýrivaxta um vaxtarófið. Það virðist hafa tekist. Meðalávöxtunarkrafa íbúðabréfa til tíu ára var í fyrri hluta nóvembermánaðar u.þ.b. 0,85 prósentum hærra en meðalávöxtunarkrafan í september. Þessi hækkun ávöxtunarkröfunnar hefur nú þegar skilað sér í nokkurri hækkun vaxta íbúðalána eftir síðasta útboð íbúðalánasjóðs. Veruleg vaxtahækkun gæti haft mikil áhrif á húsnæðismarkaðinn og almenna eftirspurn er fram líða stundir.

Samband er á milli miðlunar peningastefnunnar um gengis- og vaxtafarvegina

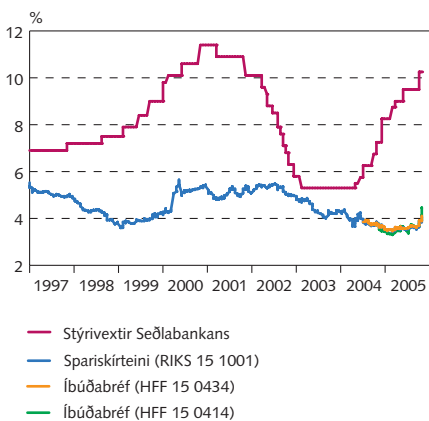
Auk þess að lyfta öllu vaxtarófinu nokkuð hafði vaxtahækkunin í september umtalsverð áhrif á gengi krónunnar. Fyrri hluta nóvember var gengi krónunnar að meðaltali rúmlega 5% hærra en í september. Við núverandi aðstæður óvenjumikillar ofpenslu í íslenska þjóðarbúskapnum og lágra erlendra vaxta er óhjákvæmilegt að miðlun peningastefnunnar finni sér farveg að miklu leyti í gegnum breytingar á gengi krónunnar, að minnsta kosti fyrst um sinn. Þetta er að ýmsu leyti óæskilegt, en um leið óhjákvæmilegt. Seðlabankinn hefur lítið vald yfir því með hvaða hætti miðlun peningastefnunnar á sér stað hverju sinni.

Hinar ýmsu miðlunarleiðir peningastefnunnar, um vaxtarófið, gengisbreytingar, áhrif á væntingar o.s.frv. eru innbyrðis háðar. T.d. eru nán tengsl á milli miðlunar peningastefnunnar um gengis- og vaxtafarveginn. Þróun vaxta og gengis frá því í september er dæmi um það. Vísbendingar eru um að hækkun ávöxtunarkröfu íbúðabréfa að undanfögnu stafi m.a. af því að erlendir eigendur íbúðabréfa hafi séð færi á að innleysa hagnað af íbúðabréfaeign sinni í ljósi þess hve gengi krónunnar var orðið hátt. Þannig er stýrivaxtabreytingum að nokkru leyti miðlað til vaxta verðtryggðra langtímaskuldabréfa um gengisfarveginn.

Mynd IX-1

Stýrivextir og ávöxtunarkrafa verðtryggðra langtímaskuldabréfa

Vikulegar tölur 8. janúar 1997 - 8. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í krónum beinir miðlun peningastefnunnar enn frekar um gengisfarveginn

Eins og ítarlega er fjallað um í sérstakri grein í þessu hefti *Peningamála* hefur vaxandi útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum nokkur áhrif á miðlunarferlið. Hún dregur sérstaklega úr áhrifum stýrivaxta á vexti óverðtryggðra skuldabréfa af svipuðum tímallengdum og erlendir aðilar hafa gefið út og þrýstir genginu tímabundið upp. Á móti kemur að hærra gengi felur í sér hvata fyrir fjárfesta, t.d. innlenda lífeyrissjóði, til að festa fé í erlendum verðbréfum eða innleysa hagnað af verðbréfaeign í krónum. Það vinnur til lengri tíma á móti afleiddum gengis- og vaxtaáhrifum útgáfunnar. Að auki ætti hærra gengi smám saman að draga úr eftirspurn eftir erlendu lánsfé, sem einnig vegur á móti áhrifum útgáfunnar. Hærra gengi eykur jafnframt á viðskiptahallann, sem stuðlar að lækkun raungengis til langs tíma litið.

Reynsla annarra þjóða bendir ekki til þess að skuldabréfaútgáfan auki líkur á snöggum gengisbreytingum...

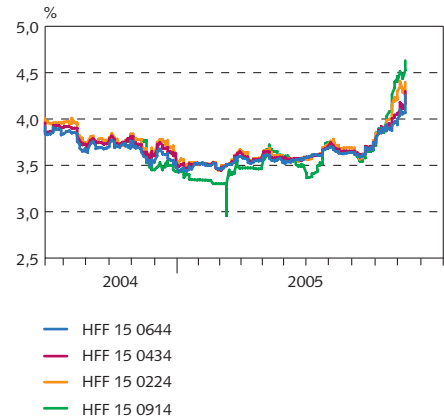
Skuldabréfaútgáfa erlendra aðila í íslenskum krónum er nýjung og hefur vaxið hratt á undanförunum mánuðum. Draga má þann lærdóm af reynslu annarra þjóða, t.d. Ný-Sjálendinga, að ekki sé sjálfgefið að þessi útgáfa leiði til meiri óstöðugleika, eins og margir hafa óttast. Meðan skuldabréfin sem erlendir aðilar hafa gefið út hafna í dreifðum eignasöfnum langtímafjárfesta fremur en eignasöfnum í virkri stýringu og hugsanlega fjárfesta sem hafa vanmetið gjaldmiðlaáhættuna, virðist ekki ástæða til að óttast snöggar sveiflur vegna þess að eigendur bréfanna ákveði skyndilega að losa stöður sínar. Skuldabréfaútgáfan stuðlar að dýpri gjaldeyris- og verðbréfamörkuðum og hefur að því leyti jákvæð áhrif á íslenska efnahagsþróun.

...en veldur þó aukinni óvissu um miðlun peningastefnunnar við núverandi aðstæður

Þar með er ekki fullvíst að þessi þróun sé að öllu leyti jákvæð eða áhættalaus við núverandi aðstæður. Eins og komið hefur fram er að mörgu leyti óheppilegt í hve ríkum mæli miðlun peningastefnunnar beinist um gengisfarveginn. Það kemur hart niður á útflutningsgreinum en gerir lítið til að stemma stigu við vexti einkaneyslu, nema síður sé, þar til áhrifanna fer að gæta um allt vaxtarófið. Niðurstaðan er aukinn viðskiptahall sem krefst áframhaldandi mikils innstreymis fjármagns til að koma í veg fyrir lækkun gengisins. Erlenda skuldabréfaútgáfan gerir mögulegt að fjármagna stærri halla yfir lengra tímabil en áður. Það gæti gert íslenska þjóðarbúskapinn berskjaldaðri en ella fyrir breytingum á ytri skilyrðum er fram í sækir. Ef t.d. vextir í Bandaríkjunum og Evrópu hækka verulega frá því sem nú er gæti það leitt til þess að áhugi erlendra fjárfesta á skuldabréfum í jaðargjaldmiðlum dofnaði skyndilega. Slík þróun hefur áður leitt til snöggra gengisbreytinga og gjaldeyriskreppu þar sem fastgengisstefnu er fylgt. Ef viðskiptahallinn er mjög mikill og að töluverðu leyti fjármagnaður með innstreymi fjármagns sem leiðir af útgáfu erlendra aðila á skuldabréfum í krónum, sem heldur gengi krónunnar háu lengur en ella, gæti það eitt að drægi úr útgáfunni kallað á hraða aðlögun gengis, jafnvel þótt hinir erlendu eigendur skuldabréfa seldu þau ekki þegar tekur að

Mynd IX-2
Ávöxtun íbúðabréfa

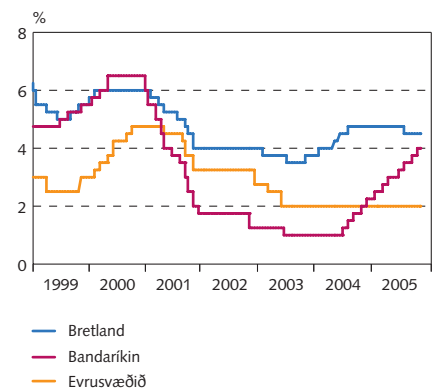
Daglegar tölur 8. júlí 2004 - 11. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-3
Stýrivextir á evrusvæði, Bandaríkjunum og Bretlandi

Daglegar tölur 8. júlí 2004 - 11. nóvember 2005



Heimild: EcoWin.

fjara undan genginu heldur héldu þeim allt til gjalddaga. Gjalddaginn verður í mörgum tilvikum reyndar einmitt þegar fjarað gæti hratt undan genginu.

Stefnir í nokkra hjöðnun verðbólgunnar á næstu mánuðum en veruleg hætta á meiri verðbólgu verði gengisaðlögun hröð

Grunnspáin sem kynnt er hér að framan sýnir heldur lægri verðbólguferil en spáin sem birt var í septemberhefti *Peningamála*. Bæði vextir og gengi hafa hækkað frá því sem gengið var út frá í septemberspánni, en hvort tveggja dregur úr framleiðsluspennu. Á móti kemur að launakostnaður hækkar meira á spátímabilinu en áður var gert ráð fyrir. Enn vantar því nokkuð á að horfur í verðlagsmálum séu ásættanlegar, jafnvel að því gefnu að gengi krónunnar haldist stöðugt frá spádegi.

Hins vegar er augljóst að gengisforsaenda spárinnar getur vart staðist til lengdar. Sögulega hefur raungengi krónunnar aldrei haldist svo hátt nema um skamma hríð. Viðskiptahallinn í ár stefnir í að verða hinn mesti frá upphafi hagmælinga. Þegar dregur úr umsvifum mun því skapast mikill þrýstingur á krónuna. Til að standa á móti honum þarf töluvert mikinn vaxtamun uns innlend eftirspurn hefur leitað jafnvægis og dregið hefur úr viðskiptahallanum. Verðbólguferill með breytilegum vöxtum og gengi, sem einnig eru birtar hér að framan, gefa vísbendingu um eðli vandans sem peningastefnan þarf að glíma við á næstu árum.

Hækkun erlendra vaxta gæti haft veruleg áhrif á miðlunarferlið á næstu árum

Erlend fjármálaleg skilyrði hafa verið mjög hagstæð undanfarin ár. Það hefur raunar komið sér afar illa fyrir framkvæmd peningastefnunnar á Íslandi, eins og fram kom hér að ofan, þótt til skamms tíma hafi það auðveldað baráttuna við verðbólguna með því að ýta undir gengishækkun krónunnar. Líklegt er að töluverð breyting verði þar á næstu árin. Hagvöxtur í heiminum hefur á heildina litið verið að styrkjast og vextir eru þegar farnir að þokast upp á við, þótt enn séu stýrivextir á evrusvæðinu óbreyttir og vaxtaálag lágt. Vaxtamunurinn við útlönd mun því að óbreyttu minnka og þrýstingur á krónuna aukast enn frekar. Vegna þess hve skuldir þjóðarbúsins hafa aukist á undanförunum árum munu áhrifin á þjóðarbúskapinn verða meiri en áður. Taki skammtímavextir í Evrópu að hækka fljótlega en í smáum skrefum, eins og nú virðist frekar líklegt, gæti það flýtt fyrir miðlun peningastefnunnar og leitt til heppilegra samspils vaxta og gengis en nú er til staðar. Síðbúnari og hraðari vaxtahækkunarferill í Evrópu, ásamt hækkun vaxtaálags og tregara framboði lánsfjár, eftir að tekið er að fjara undan krónunni, gæti hins vegar haft mjög óheppileg áhrif, þ.e.a.s. veikt krónuna enn frekar og ýtt undir verðbólgu og almennt bakslag í efnahagsmálum þegar síst skyldi.

Próun á fasteignamarkaði mun hafa mikil áhrif á framvindu efnahagsmála á næstunni...

Verulega hefur hægt á hækkun íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu undanfarna mánuði og verð sérþýlis lækkaði í október. Á móti hefur

Íbúðaverð á landsbyggðinni reyndar hækkað meira en áður, en á heildina litið hefur dregið úr húsnæðisverðbólgunni. Þegar hækkan ávöxtunarkröfu íbúðabréfa skilar sér að fullu í vaxtahækkun íbúðalána má búast við að húsnæðismarkaðurinn kólni enn frekar. Til viðbótar hafa bankarnir ýmist formlega eða óformlega lækkað á ný hámarksveðhlutföll lána sem þeir veita. Hvort tveggja mun sérstaklega kæla markaðinn fyrir stærri eignir, eins og þegar er sýnilegt.

Líklegt er að áhrif vaxtabreytinga á húsnæðismarkaðinn verði meiri nú en áður af tveimur ástæðum: Í fyrsta lagi er bilið á milli markaðsverðs húsnæðis og langtímafavnægisverðs líklega meira en nokkru sinni fyrr. Í öðru lagi felur afnám hafta það í sér að lánsfjárhæðin takmarkast í fleiri tilvikum en áður af mati á greiðslugetu lántaka fremur en öðrum takmörkunum, svo sem veðrymi eignar eða reglum um hámark láns. Því er ekki útilokað að fasteignaverð geti lækkað á næstu árum, en ekki er gert ráð fyrir því að slíkt gerist á spátímanum í þeim dæmum sem rakin hafa verið hér að framan.

...og gjörbreyta samsetningu verðbólgunnar

Fyrirsjáanlegt er að verulega muni draga úr árshraða húsnæðisverðbólgu á næstu mánuðum vegna svokallaðra grunnáhrifa, þ.e.a.s. þegar þeir mánuðir sl. vetur sem húsnæðisliður vísitölunnar hækkaði mest hverfa úr tólf mánaða samanburðinum. Kólni húsnæðismarkaðurinn fyrr en nú er fyrirsjáanlegt mun það hafa veruleg áhrif á verðbólguhorfur á næstu árum og leiða til enn hraðari hjöðunar húsnæðisverðbólgu. Það gerist einkum með tvennum hætti: Í fyrsta lagi mun draga hratt úr verðhækkun eigin húsnæðis í vísitölu neysluverðs, sem undanfarið ár hefur skýrt þorra verðbólgunnar. Í öðru lagi mun lækkun fasteignaverðs draga úr eftirspurn, leiða til minni framleiðsluspennu og því minni verðbólgu. Þessi hjöðunaráhrif veiga á móti áhrifum lækkandi gengis krónunnar á verðbólguna.

Hvort húsnæðisliður er með í vísitölunni skiptir ekki meginmáli fyrir framkvæmd peningastefnunnar

Seðlabankinn hefur verið gagnrýndur fyrir að taka ekki tillit til þess við ákvarðanir í peningamálum hvernig verðbólgan er saman sett. Bent hefur verið á að verðbólga samkvæmt hinni samræmdu vísitölu neysluverðs ESB (HICP) hafi verið minni en markmið bankans, enda skýrist verðbólga að mestu leyti af hækkan húsnæðisverðs sem sé öðrum þræði eignaverð og ætti því að liggja utan áhrifasviðs peningastefnunnar. Þessi gagnrýni felur í sér grundvallarmisskilning á því hvað ræður vaxtaákvörðunum Seðlabankans. Stýrivaxtahækkunar Seðlabankans beinast ekki gegn liðinni verðbólgu, enda hefur bankinn ekki frekar en aðrir mikil áhrif á það sem liðið er, heldur þeirri verðbólgu sem bankinn sér framundan. Húsnæðisverðbólga liðins tíma hefur hins vegar bæði vísbendingargildi um og áhrif á framtíðarverðbólgu.

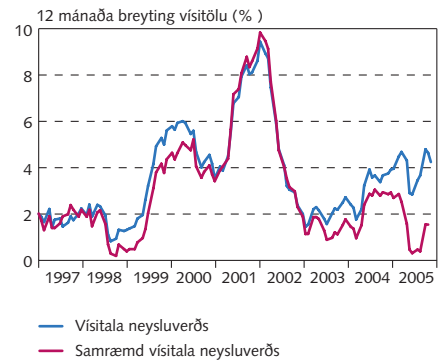
Aðhald peningastefnunnar hefur aukist töluvert frá septembermánuði...

Vaxtahækkunin í september skilaði sér að fullu í hækkan raunstýri-vaxta og miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið hefur miðað töluvert áfram, eins og greint var frá í kafla III. Auk þess felst aukið aðhald

Mynd IX-4

Vísitala neysluverðs og samræmd vísitala neysluverðs

Mánaðarlegar tölur janúar 1997 - nóvember 2005

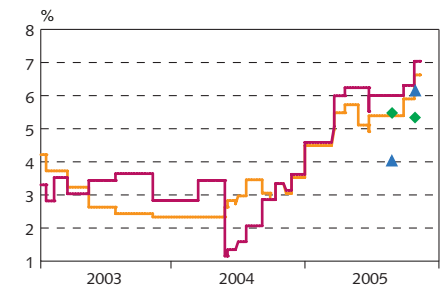


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd IX-5

Raunstýrivextir

3. janúar 2003 - 11. nóvember 2005



Raunstýrivextir miðað við:

- Verðbólguþá 1 ár fram í tímann
- Verðbólguþá 2 ár fram í tímann
- ▲ Verðbólguþá sérfræðinga á markaði
- ◆ Verðbólguvæntingar almennings

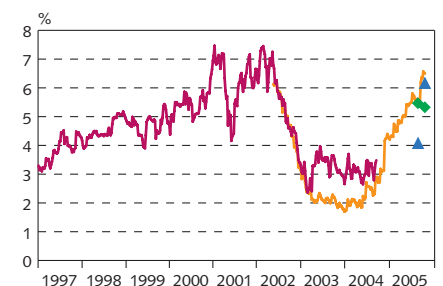
Verðbólguvæntingar almennings til næstu tólf mánaða voru kannaðar um mánaðarmót ágúst og september og um mánaðarmót október og nóvember, fyrra gildi verðbólguþá sérfræðinga á markaði miðar við tólf mánaða verðbólgu til loka árs 2006, seinna gildi miðar við verðbólgu næstu tólf mánuði.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IX-6

Raunstýrivextir

8. janúar 1997 - 8. nóvember 2005



Raunstýrivextir miðað við:

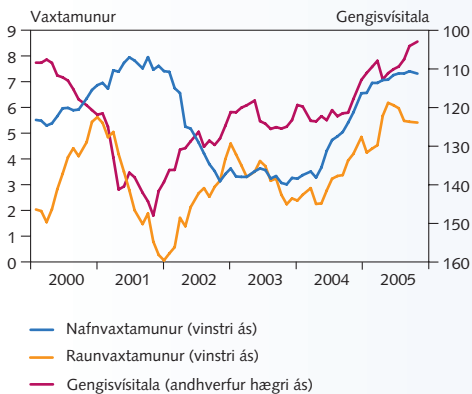
- Verðbólguálag ríkisbréfa til tveggja ára
- Verðbólguálag ríkisbréfa til átta ára
- ▲ Verðbólguþá sérfræðinga á markaði
- ◆ Verðbólguvæntingar almennings

Verðbólguvæntingar almennings til næstu tólf mánaða voru kannaðar um mánaðarmót ágúst og september og um mánaðarmót október og nóvember, fyrra gildi verðbólguþá sérfræðinga á markaði miðar við tólf mánaða verðbólgu til loka árs 2006, seinna gildi miðar við verðbólgu næstu tólf mánuði.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Rammagrein IX-1 Gengi krónunnar og vaxtamunur við útlönd

Mynd 1
Vextir og gengi febrúar 2000 - október 2005
í lok mánaðar



Heimildir: EcoWin, Seðlabanki Íslands.

Samkvæmt hefðbundnum hagfræðikenningum hafa vaxtahækkunar seðlabanka tvenns konar áhrif á gengi gjaldmiðla. Annars vegar bein áhrif vegna þess að aukinn vaxtamunur við útlönd gerir innlend verðbréf álitlegri kost fyrir fjárfesta. Eftirspurn eftir innlendum gjaldmiðli eykst og gengi hans styrkist. Hins vegar óbein áhrif sem stafa af því að hærri vextir kunna að leiða til þess að almenningur vænti minni verðbólgu í framtíðinni sem aftur dregur úr væntingum um lækkingu gengis í framtíðinni.

Meðfylgjandi mynd sýnir mun tólf mánaða vaxta á innlendum peningamarkaðsvíxlum og vaxta sambærilegra erlendra verðbréfa annars vegar og gengisvísitölu krónunnar hins vegar frá ársbyrjun 2000. Eins og sjá má hækkuðu millibankavextir hér á landi fram undir lok árs 2001 er vaxtamunurinn varð um 8 prósentur. Á sama tíma lækkaði gengi krónunnar töluvert og náði lágmarki í nóvember 2001. Af hverju lækkaði gengi krónunnar á þessum tíma þrátt fyrir töluverða hækkun vaxta?

Auðveldara er að skilja þessa þróun með því að leiðrétta vaxtamuninn fyrir mismunandi verðbólguþætti milli Íslands og útlanda, þ.e. með því að skoða raunvaxtamuninn í stað nafnvaxtamunar. Þá kemur í ljós að þrátt fyrir að nafnvextir hafi hækkað töluvert hér á landi árin 2000 og 2001 vegna stýrivaxtahækkana Seðlabanka Íslands dugðu vaxtahækkunarinnar á þessum tíma ekki til að halda í við vaxandi verðbólgu hér á landi sem varð mun meiri en í helstu viðskiptalöndum. Raunvaxtamunur gagnvart útlöndum minnkaði því á sama tíma og nafnvaxtamunurinn jókst og gengi krónunnar veiktist.

Þetta dæmi sýnir að nauðsynlegt er að gera greinarmun á þeim hluta aukins nafnvaxtamunar er felur í sér aukningu raunvaxtamunar og hinum sem endurspeglar aukinn mun á verðbólgu hér á landi og erlendis. Í fyrra tilvikinu eykst eftirspurn eftir innlendum verðbréfum og gengi krónunnar hækkar yfirleitt að öðru óbreyttu, eins og gerst hefur frá ársbyrjun 2004. Á þeim tíma hefur raunvaxtamunurinn vaxið úr u.þ.b. 2½ prósentu í u.þ.b. 5½ prósentu og gengi krónunnar styrkst um tæplega 16%.¹

Í seinna tilvikinu er ávöxtun innlendra verðbréfa vissulega hærri en áður en á móti kemur að meiri verðbólga innanlands eykur líkur á því að gengi krónunnar gefi eftir síðar meir þar sem raunvaxtamunur hækkar að óbreyttu nafngengi og knýr að lokum fram lækkingu nafngengis til að leiðrétta samkeppnisstöðu innlendar framleiðslu gagnvart erlendri. Væntingar um að gengi krónunnar muni lækka síðar meir gera það að verkum að fjárfestar vilja síður eiga krónur til að forðast gengistap síðar. Þeir losa því stöður í innlendum verðbréfum, þrátt fyrir að nafnvöxtun bréfanna hafi aukist, og gengi krónunnar lækkar.

Því virðist auðveldara að skilja þróun gengis gjaldmiðla til lengri tíma með því að horfa fremur á raunvaxtamun viðkomandi mynta en nafnvaxtamuninn. Hins vegar er rétt að hafa í huga að afar erfitt hefur reynt að sjá fyrir þróun gengis gjaldmiðla til skemmri tíma og oft á tíðum virðist gengisþróunin litla stöð eiga í þróun undirliggjandi efnahagsstærða.² Þótt hagfræðingar telji að

1. Hér eru raunvextir reiknaðir út frá samtímaverðbólguþætti milli Íslands og helstu viðskiptalanda.

2. Sjá t.d. umfjöllun í rammagreininni „Hvað ræður ákvörðun gengis gjaldmiðla?“ í *Peningamálum* 2001/4, bls. 23-25.

ofangreindar kenningar byggja á innsæi sem gefi rétta mynd af þeim öflum sem hafa áhrif á gengi gjaldmiðla sýnir myndin einnig að fleiri þættir hafa áhrif á gengið og stundum er gengisþróunin gagnstæð því sem einfaldar hagfræðikenningar spá fyrir um. Þetta sést t.d. á gengisþróun ársins 2000 en þá lækkaði gengi krónunnar nokkuð þrátt fyrir talsverða hækkun raunvaxta á sama tíma. Innstreymi fjármagns vegna fjárfestingar og sveiflur í almennri tiltrú fjárfesta á stöðugleika gengisins hafa einnig sín áhrif. Slíkar sveiflur geta meðal annars valdið því að raunvextir hækka á sama tíma og gengi gjaldmiðils veikist.

Í gengishækkun krónunnar í kjölfar vaxtahækkunarinnar. Væntingar um þróun stýrivaxta hafa breyst verulega, einkum hjá greiningardeildum, og ættu að stuðla að hraðari miðlun peningastefnunnar um vaxtarófið.

...en verðbólguþrögn krefst enn meira aðhalds

Verðbólgu- og þjóðhagsspánnar og áhættumat sem greint er frá hér að framan benda til þess að enn þurfi að herða nokkuð aðhaldið í peningamálum til þess að ná verðbólguþrögninni. Afar erfitt er hins vegar að gera sér grein fyrir því hve háir stýrivextirnir þurfa að verða til þess að ná markmiðinu. Þótt líklegt sé að gengi krónunnar muni lækka töluvert á næstu tveimur árum ríkir mikil óvissa um hraða þeirrar breytingar að óbreyttum stýrivöxtum, áhrif stýrivaxtabreytinga á gengisþróunina og verðlagsáhrif gengislækkunar, meðal annars í ljósi þess að verðlagsáhrif gengishækkunar undanfarinna mánaða hafa ekki skilað sér nema að litlu leyti inn í innlent verðlag.

Þetta er óvissa sem Seðlabankinn, fyrirtæki, almenningur og markaðsaðilar verða að búa við og henni verður ekki eytt sama hversu gagnsæ framkvæmd peningastefnunnar er. Seðlabankinn leggur hins vegar áherslu á að hvernig sem þróunin verður mun bankinn halda fast við verðbólguþrögn. Eftirgjöf í peningamálum er hefði í för með sér að verðbólga yrði langtímum saman verulega yfir markmiði bankans væri ekki til þess fallin að milda aðlögunarferlið sem fyrirsjáanlegt er á næstu árum. Ástæða er til að minna á að í landi þar sem bæði einstaklingar og fyrirtæki eru afar skuldsett og meginhluti skuldanna er annaðhvort gengis- eða verðtryggður getur of mikill slaki við peningastjórnina og gengislækkun ásamt verðbólgu sem af því leiðir ekki síður haft áhrif til samdráttar en háir vextir. Skaðleg áhrif þessarar leiðar yrðu meiri og gætu orðið langvinn.

Verðstöðugleiki mun eins og fyrr segir að líkindum krefjast verulegs jákvæðs vaxtamunar milli Íslands og viðkiptalandanna á meðan þjóðarbúskapurinn er að leita jafnvægis í kjölfar yfirstandandi ofpensluskeiðs. Hversu mikill hann þarf að vera ræðst þó að miklu leyti af því hve vel tekst að halda verðbólgu og verðbólguvæntingum í skefjum. Eins og fram kemur í rammagrein IX-1 er það raunvaxtamunur fremur en nafnvaxtamunur sem hefur áhrif á gengi krónunnar. Þetta undirstrikar hve mikilvægt er að viðhalda nægu aðhaldi uns dregið hefur úr ójafnvægi í þjóðarbúskapnum.

Fastir vaxtaákvörðunardagar munu auka gagnsæi peningastefnunnar

Í því skyni að auka gagnsæi peningastefnunnar hefur bankastjórn Seðlabankans ákveðið að taka upp fasta vaxtaákvörðunardaga. Á næsta ári verða sex fyrirfram ákveðnir vaxtaákvörðunardagar. Þrír þeirra verða jafnframt útgáfudagar *Peningamála*. Þetta felur í sér að sex sinnum á næsta ári mun bankastjórnin gera ítarlega grein fyrir ákvörðun sinni um vexti bankans, hvort heldur ákveðið verður að breyta þeim eða ekki. Þessi tilhögun mun gefa bankanum færi á að koma skilaboðum um stefnu sína á framfæri oft en áður og með þeim hætti að hafa áhrif á markaðsvæntingar og stuðla að skilvirkari miðlun peningastefnunnar. Fyrirfram ákveðnir vaxtadagar hindra þó ekki tíðari vaxtabreytingar ef bankinn telur þær nauðsynlegar. Útgáfudagar *Peningamála* og vaxtaákvörðunardagar á næsta ári eru sýndir í töflu IX-1.

Þótt útgáfudögum *Peningamála* verði fækkað úr fjórum á ári niður í þrjá frá og með árinu 2006 telur Seðlabankinn að það muni ekki draga úr gagnsæi peningastefnunnar, sérstaklega í ljósi þess að teknir verða upp fastir vaxtaákvörðunardagar um leið og að á vaxtaákvörðunardögum öðrum en útgáfudögum *Peningamála* verður birt frétt með rökstuðningi að baki vaxtaákvörðunum bankastjórnar. Í hverju hefti *Peningamála* verða fullbúnar þjóðhags- og verðbólgu- spár. Erfitt hefur reynst að haga fjórum útgáfum á ári þannig að ársfjórðungsleg haggögn, t.d. þjóðhagsreikningar, nýtist fyllilega. Benda má á að útgáfufni Seðlabanka Íslands er mjög viðamikili miðað við stærð bankans og hefur orðið umfangsmeira með árunum.¹³ Nú er t.d. gefin út sérstök skýrsla um fjármálastöðugleika, sem áður var hluti *Peningamála*. Mestu máli skiptir að sú greining sem í *Peningamálum* er að finna gefi glögga mynd af sjónarmiðum bankans. Nánar er fjallað um þær breytingar sem þurfti að gera á sameiginlegri yfirlýsingu bankans og ríkisstjórnar í rammagrein IX-2.

Tafla IX-1 Útgáfudagar *Peningamála* og vaxtaákvörðunardagar árið 2006

| Dagsetning vaxtaákvörðunar | Greinargerð | Vikur frá síðasta vaxtaákvörðunardegi |
|----------------------------|--------------------------|---------------------------------------|
| 26. janúar 2006 | Fréttatilkynning | 8 |
| 30. mars 2006 | <i>Peningamál</i> 2006/1 | 9 |
| 18. maí 2006 | Fréttatilkynning | 7 |
| 6. júlí 2006 | <i>Peningamál</i> 2006/2 | 8 |
| 14. september 2006 | Fréttatilkynning | 10 |
| 2. nóvember 2006 | <i>Peningamál</i> 2006/3 | 7 |

13. Noregsbanki og Seðlabanki Chile gefa t.d. út þrjár verðbólguáskýrslur á ári og Kanadabanki tvær skýrslur, auk tveggja stuttra uppfærslna á milli meginútgáfa sinna.

Hinn 11. nóvember síðastliðinn undirrituðu forsætisráðherra og bankastjórn Seðlabanka Íslands samkomulag um breytt orðalag á 11. tölulið yfirlýsingar um verðbólguþétt og breytta gengisstefnu frá 27. mars 2001.¹ Hann hljóðar nú sem hér segir:

11. Seðlabankinn gerir verðbólguþétt þar sem spáð er a.m.k. tvö ár fram í tímann. Spárnar skulu birtar í riti bankans *Peningamálum*. Þar skal einnig koma fram mat bankans á helstu óvissuþáttum tengdum spánni. Jafnframt mun bankinn gera grein fyrir mati sínu á stöðu og horfum í efnahagsmálum.

1. Að öðru leyti er yfirlýsingin frá 27. mars 2001 óbreytt. Hún var m.a. birt í *Peningamálum* 2001/2 auk þess að vera á heimasíðu bankans með breytingu undir yfirskriftinni „Verðbólguþétt“.

Rammagrein IX-2 Breyting á sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar Íslands og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001

Í 24. grein laga nr. 36/2001 er kveðið svo á að bankastjórn skuli setja reglur um undirbúning, rökstuðning og kynningu ákvarðana sinna í peningamálum. Reglur samkvæmt ákvæði þessu voru settar í janúar 2002 og birtar í *Peningamálum* 2002/1. Í tengslum við ákvörðun um að taka upp fyrirfram tilkynnta vaxtaákvörðunardaga frá og með árinu 2006 voru reglurnar teknar til endurskoðunar. Stefnt er að setningu nýrra reglna fyrir lok ársins og verða þær birtar opinberlega í kjölfarið.

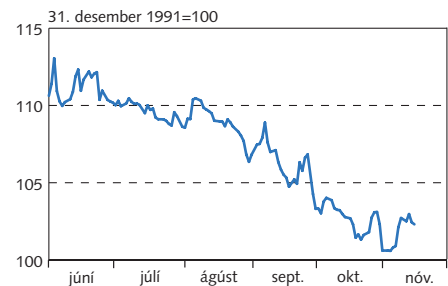
Gengis- og vaxtahræringar

Útgáfa erlendra lántakenda á skuldabréfum í íslenskum krónum (krónubréfum) á alþjóðamarkaði leiddi til styrkingar á gengi krónunnar. Seðlabankinn tilkynnti hækkun stýrivaxta 29. september um 0,75 prósentur, samhliða útgáfu Peningamála. Þessi aðgerð styrkti einnig gengi krónunnar. Vextir á verðtryggðum skuldabréfum til lengri tíma hækkuðu talsvert eftir vaxtahækkun Seðlabankans. Vegna útgáfu krónubréfa á alþjóðamarkaði hefur eftirspurn eftir skuldabréfum til meðallangs tíma og lengri lánnum á krónumarkaði aukist með tilheyrandi þrýstingi á vexti. Á næsta ári mun Seðlabankinn draga úr kaupum á gjaldeyri á millibankamarkaði frá því sem verið hefur síðan í september og kaupa gjaldeyri einkum vegna þarfa ríkissjóðs en mun minna í því skyni að viðhalda gjaldeyrisforða Seðlabankans. Erlendir seðlabankar hafa sumir hækkað vexti sína að undanfögnu og aðrir gefið sterklega til kynna að hækkanir kunni að verða á næstunni. Hlutabréfamarkaður héraðs róaðist nokkuð eftir mikla hækkun fram eftir árinu en um miðjan nóvember jukust viðskipti og úrvalsvísitalan hækkaði hratt á ný.

Útgáfa krónubréfa styrkti gengi krónunnar

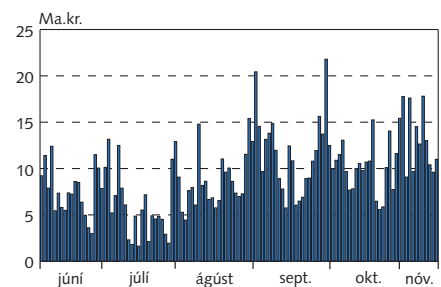
Frá ágústlokum, þegar útgáfa erlendra lántakenda á skuldabréfum í íslenskum krónum hófst á alþjóðlegum markaði, og fram í miðjan nóvember voru gefin út krónubréf fyrir liðlega 114 ma.kr.² Kaupendur bréfanna þurfa að greiða fyrir þau í íslenskum krónum og verða því að afla þeirra héraðs með tilheyrandi gengisáhrifum. Erfitt er að mæla gengisbreytingar af tilteknum viðskiptum en vegna eðlis þessara útgáfna, tíðni þeirra og upplýsinga um þær verða áhrifin sýnilegri en ella. Seðlabankinn fylgist með hreyfingum á gengi krónunnar og oftast hefur mátt greina með nokkuð óyggjandi hætti hvenær kaupendur krónubréfa hafa aflað sér íslenskra króna og að sama skapi má sjá hvenær áhrif þeirra dvína. Þetta eru mjög athyglisverðar upplýsingar, því að það er ekki oft sem hægt er að einangra með svo afgerandi hætti tiltekna atburði á gjaldeyrismarkaði. Að meðaltali virtust 3 ma.kr. kaup á íslenskri krónu þýða 0,44 lækkun vísitölu gengisskráningar. Staðalfrávik þeirra 16 mælinga sem um ræðir var 0,18. Hægt var að greina að áhrifin jukust eftir því sem á leið, sennilega vegna erfiðleika markaðsaðila við að losa um síendurtekið innstreymi gjaldeyris í því styrkingarferli sem orðið hefur. Frá 24. ágúst til 11. nóvember styrktist gengi krónunnar um tæplega 8% og má ætla að meginhluti þess skýrist af útgáfu krónubréfanna. Gengisþróun má sjá á mynd 1. Veltan á gjaldeyrismarkaði jókst talsvert eftir að útgáfan hófst. Til dæmis var veltan í septembermánuði einum 255 ma.kr. sem er rúmlega fjórðungur af veltu alls síðasta árs. Veltan það sem af er ári hefur þegar slegið fyrra met og var í nóvember tekin að nálgast 1700 milljarða króna. Þróun veltu á gjaldeyrismarkaði má sjá á mynd 2. Velta á millibankamarkaði fyrir gjaldeyrisskiptasamninga hefur rétt ögn úr kútnum og var um 14 ma. kr. frá byrjun september til 16. nóvember sem er um 38% af heildarveltu frá upphafi ársins.

Mynd 1
Vísitala gengisskráningar
Daglegar tölur 1. júní - 16. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Velta á millibankamarkaði með gjaldeyri
Daglegar tölur 1. júní - 16. nóvember 2005

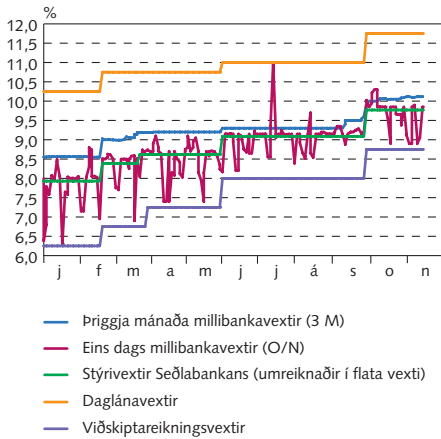


Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Upplýsingar í greininni miðast við 16. nóvember 2005.
2. Sjá ítarlega grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar um útgáfu krónubréfa í þessu hefti *Peningamála*.

Mynd 3
Vextir á krónumarkaði og
stýrivextir Seðlabankans

Daglegar tölur 4. janúar - 16. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Stýrivaxtahækkun

Seðlabanki Íslands hækkaði vexti sína í lok september um 0,75 prósentur. Hækkunin virtist koma markaðsaðilum nokkuð á óvart en greiningardeildir höfðu spáð hækkun um 0,25 til 0,5 prósentur. Skilaboð bankans um áframhaldandi strangt aðhald í peningamálum virtust einnig skorinorðari en markaðsaðilar höfðu vænst. Í kjölfar vaxtahækkunarinnar styrktist gengi krónunnar og vextir, sérstaklega skemmstu vextir á millibankamarkaði fyrir krónur, hækkuðu u.þ.b. í samræmi við hækkun stýrivaxtanna. Vextir lengstu samninga hækkuðu þó minna og má rekja það til varna vegna krónubréfanna sem gefin voru út á alþjóðlegum markaði og smæðar markaðar hér á landi. Þróun helstu vaxta Seðlabankans og vaxta á millibankamarkaði með krónur má sjá á mynd 3.

Ávöxtun íbúðabréfa hækkaði talsvert

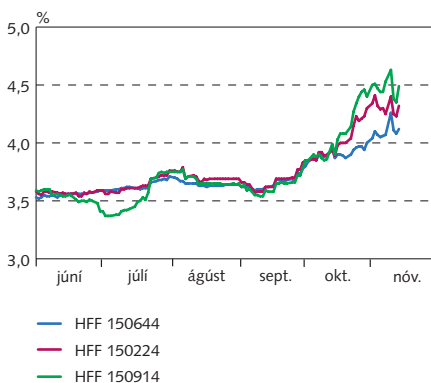
Frá því að íbúðabréf voru kynnt til sögunnar um mitt síðasta ár hefur ávöxtunarkrafa þeirra verið lág, samanborið við sögulega ávöxtun verðtryggðra bréfa hér á landi. Á tímabili fór ávöxtun íbúðabréfa niður fyrir 3,5% sem benti til þess að markaðurinn væri drifinn áfram af kaupendum sem þyrftu ekki að skeyta því viðmiði sem hérlendir lífeyrissjóðir sæta. Í september tók ávöxtun íbúðabréfa að stíga og reis hæst í skemmsta flokknum sem er á lokagjaldaga 2014. Ekki liggur fyrir hvað olli þessari hækkun en mögulegt er að þrengri lausafjárstaða, sem m.a. stafar af hárrí stöðu ríkissjóðs í Seðlabankanum hafi átt þarna hlut að máli. Einnig er mögulegt að væntingar um litla verðbólgu á allra næstu mánuðum hafi leitt til þess að fjárfestar hafi fremur kosið að kaupa óverðtryggð verðbréf. Þróun ávöxtunar íbúðabréfa má sjá á mynd 4.

Er vaxtarófið marktækt?

Peningar eru verðlagðir með vöxtum. Að jafnaði má lesa væntingar markaðar úr vöxtum til mislangs tíma. Framboð og eftirspurn á markaði mynda jafnvægisstöðu sem lýsir afstöðu markaðarins. Þetta er þó ekki algilt því að markaðsbrestir geta breytt jafnvæginu og þá um leið þeirri mynd sem raunverulega endurspeglar væntingar markaðsaðila. Smæð markaðar hér á landi getur t.d. leitt til markaðsbrests sem torveldar eðlilega vaxtamyndun. Dæmi um þetta mátti m.a. sjá þegar Lánasýsla ríkisins aflétti skyldum viðskiptavaka vegna flokks ríkisvixla en í útboði lentu víxlarnir nær allir á einni hendi og því ljóst að verðmyndun þeirra gat ekki orðið eðlileg og skylda viðskiptavaka óframkvæmanleg. Annað dæmi er þróun vaxta á skemmsta flokki ríkisbréfa (RB 2007) og lengstu vaxta á millibankamarkaði með krónur. Mikil eftirspurn fjárfesta, sem voru að verja gengis- og vaxtaáhættu útgefenda krónubréfa, leiddi til þess að vextir á þessum bréfum/lánnum hafa verið lágir, svo lágir að vaxtamyndunin hefur ekki verið trúverðug. Útgáfa krónubréfa var um miðjan nóvember komin upp fyrir 114 ma.kr. og meginhluti hennar er til eins til þriggja ára. Um 85-90% af þessari útgáfu eru varin fyrir áhrifum gengisbreytinga íslensku krónunnar gagnvart öðrum gjaldmiðlum, samkvæmt því sem upplýsingar Seðlabankans gefa til kynna, en markaðsvirði ríkisbréfaflokksins sem best hentar til varna er einungis 26 ma.kr. Varnirnar eru því vafalítið í ýmsu öðru formi en ljóst má vera

Mynd 4
Raunávöxtun íbúðabréfa

Daglegar tölur 1. júní - 16. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

að smæð markaðarins þrýstir vöxtum til tiltekins tíma niður um þessar mundir, að mestu óháð væntingum um verðlag og vexti.

Gjaldeyrisforði Seðlabankans

Á síðustu árum hefur verið haft til hliðsjónar að gjaldeyrisforðinn sé sem næst verðmæti þriggja mánaða innflutnings vöru til landsins, m.v. sögulega þróun síðustu 5 ára. Lágmarksstærð gjaldeyrisforðans er endurmetin árlega. Styrking íslensku krónunnar hefur þó valdið því að verðmæti hans í íslenskum krónum hefur rýrnað, þótt staða hans í erlendum gjaldmiðlum hafi verið lítt breytt. Mat á gjaldeyrisforða hefur nú verið endurnýjað og að þessu sinni virðist ekki mikil þörf á stækkun en ljóst að hann þarf að vaxa lítillaga og hyggst bankinn kaupa gjaldeyri á næsta ári í því skyni að styrkja forðann. Seðlabankinn annast gjaldeyrisviðskipti fyrir ríkissjóð og á þessu ári er sennilegt að bankinn kaupir jafnvirði 25 ma.kr. á árinu vegna þarfa hans. Ríkissjóður hefur markvisst unnið að því að lækka erlendar skuldir sínar og nýtti m.a. stóran hluta þeirra tekna sem einkavæðing Símans gaf í aðra hönd til að greiða niður erlendar skuldir. Ríkissjóður hefur einnig búið í haginn vegna erlendra skulda sem gjaldfalla á næsta ári en hyggst kaupa gjaldeyri til viðbótar fyrir 10 ma.kr. á næsta ári til að greiða niður öll erlend lán sem unnt verður að greiða. Þar að auki falla til vaxtagreiðslur fyrir 3,5 ma.kr. á næsta ári og verður einnig keyptur gjaldeyri til að mæta þeim. Samtals er því áætlað að kaupa 5 m. Bandaríkjadala á viku hverri á næsta ári vegna þarfa ríkissjóðs og til þess að bæta í gjaldeyrisforðann, eða alls um 16 ma.kr. á öllu árinu m.v. núverandi gengi. Umfangið minnkar frá því sem verið hefur síðan í september og verður til áramóta, þ.e. úr 2,5 m. Bandaríkjadala fimm sinnum í viku í 2,5 m. dala tvisvar í viku. Fyrirkomulagið verður óbreytt, þ.e. Seðlabankinn kaupir gjaldeyri fyrir opnun markaða að morgni.

Áhrif ríkissjóðs

Lausafjárhreyfingar ríkissjóðs hafa oft töluverð áhrif á íslenskum peningamarkaði. Um þessar mundir er lausafjárstaða hans með sterkasta móti og að auki var innlendir hluti einkavæðingarfjár Símans lagður inn í Seðlabankann. Afleiðing þessa er að u.þ.b. 60 ma.kr. hafa horfið úr hringrás peningamarkaðarins og það fé verða bankar síðan að sækja til Seðlabankans í formi endurhverfra viðskipta eins og sjá má á mynd 5. Við þetta aukast áhrif stýrivaxta Seðlabankans og bit peningastefnunnar verður hvassara. Fjármögnunarkostnaður bankanna eykst og þeir verða að bregðast við með því að hækka vexti sína, enda er sú raunin. Vextir á millibankamarkaði fyrir lán í krónum (umreiknaðir í ávöxtun) hafa að meðaltali verið hærri en nemur ávöxtun stýrivaxta í öllum tímalengdum nema í daglánum og 9 og 12 mánaða lánum en áhrif útgáfu krónubréfa á lengstu lánin hafa áður verið rakin.

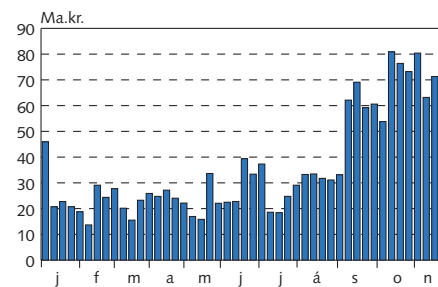
Skin og skúrir í verðbréfafjárfestingu

Fjárfesting innlendra aðila í erlendum verðbréfum hefur verið allnokkur á síðustu misserum. Á árinu 2004 voru keypt erlend verðbréf fyrir um 76 ma.kr. umfram sölu. Frá janúar til septemberloka á þessu ári keyptu Íslendingar erlend verðbréf fyrir um 66 ma.kr. Innlendir aðilar voru nettó á kauphlíð í öllum mánuðum frá byrjun árs 2004. Aðra sögu er

Mynd 5

Staða endurhverfra viðskipta Seðlabankans

Vikulegar tölur 4. janúar - 15. nóvember 2005

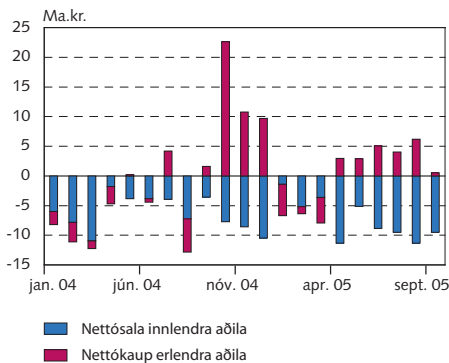


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Fjármagnsstreymi vegna milliríkjavíðskipta með verðbréf

Janúar 2004 - september 2005

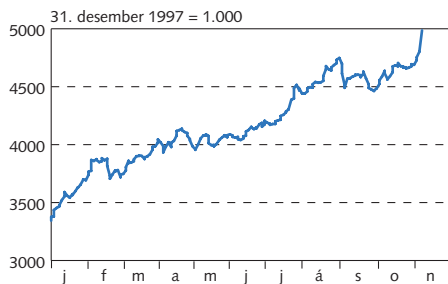


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Úrvalsvísitala hlutabréfa

Daglegar tölur 4. janúar - 16. nóvember 2005



Heimild: Kauphöll Íslands.

að segja af viðskiptum erlendra aðila með innlend verðbréf en þeir hafa bæði keypt og selt innlend verðbréf. Síðustu fjóra mánuði ársins 2004 keyptu erlendir aðilar íslensk verðbréf fyrir um 45 ma.kr. umfram sölu. Fyrstu þrjá mánuði þessa árs seldu þeir fyrir um 11 ma.kr. nettó og hafa síðan keypt fyrir um 22 ma.kr. Mynd 6 sýnir fjármagnsstreymi vegna víðskipta innlendra aðila með erlend verðbréf og erlendra aðila með innlend verðbréf. Myndin er sett þannig upp að hún sýnir innstreymi gjaldeyris vegna kaupa erlendra aðila á innlendum verðbréfum sem jákvæða stærð og útstreymi gjaldeyris vegna kaupa innlendra aðila á erlendum verðbréfum sem neikvæða stærð. Á þessu tímabili öllu, þ.e. frá byrjun árs 2004, hafa streymt úr landi u.þ.b. 100 ma.kr. vegna milliríkjavíðskipta með verðbréf.

Erlendir vextir hækka

Seðlabanki Kanada hækkaði vexti sína um 0,25 prósentur 18. október. Seðlabanki Bandaríkjanna hélt einnig áfram taktföstum vaxtahækkunum og hækkaði stýrivexti sína í 4% 1. nóvember. Seðlabanki Noregs hækkaði vexti degi síðar um 0,25 prósentur. Vaxtamunur á milli Íslands og annarra landa hefur þó vaxið vegna hækkunar stýrivaxta Seðlabanka Íslands. Vaxtamunur, mældur í mun vaxta á þriggja mánaða lánasamningum á millibankamarkaði jókst úr 6,44 prósentum í byrjun september í 7,01 prósentu um miðjan nóvember. Vaxtamunur á fimm ára ríkisbréfum minnkaði úr 4,34 prósentum í 4,22 prósentur.

Hlutabréfaverð hækkar á ný

Eftir tiltölulega rólegt tímabil á hlutafjármarkaði frá miðjum september til miðs nóvember tók úrvalsvísitala Kauphallarinnar að stíga á ný og hinn 16. nóvember hækkaði hún um tæplega 4%. Víðskipti þann dag voru með mesta móti eða um 19 ma.kr. Frá áramótum hefur vísitalan hækkað um rúmlega 48%. Mynd 7 sýnir þróun hlutabréfaverðs frá áramótum. Níu mánaða uppgjör flestra stærstu félaganna hafa verið birt og sýndu flest hagnað umfram væntingar greiningaraðila.

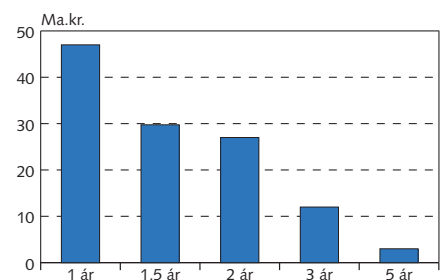
Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum

Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í krónum á rætur sínar að rekja til mikillar innlendar eftirspurnar eftir lánsfé, sem hefur leitt til hækkunar vaxta og gengis, á sama tíma og vextir eru lágir á alþjóðamörkuðum og fjárfestar eru tilbúnir að feta fáfarnar slóðir í leit sinni að betri ávöxtun. Í þessari grein er gerð grein fyrir þróun erlendar skuldabréfaútgáfu í smærri gjaldmiðlum frá upphafi níunda áratugar síðustu aldar, fyrirkomulagi útgáfunnar er lýst, drifkröftum hennar og lítið á fróðlega reynslu Nýja-Sjálands af útgáfu sem þessari. Þá verður lagt mat á áhrif útgáfunnar á fjármálamarkaði, vexti, gengi krónunnar og áhrifamátt peningastefnu Seðlabankans. Loks verður kastljósinu beint að nánustu framtíð og reynt að gera grein fyrir mögulegum áhrifum útgáfunnar á framvindu efnahagsmála.

Inngangur

Erlend útgáfa skuldabréfa í íslenskum krónum nemur um 120 ma.kr. Þegar þetta er skrifað um miðjan nóvember. Það er meira en samanlögð innlend útgáfa ríkissjóðs. Þótt þessi útgáfa sé nýlunda hér á landi er um vel þekkta viðskiptaleið að ræða á alþjóðamörkuðum og er útgáfan til marks um aukna samþættingu íslensks fjármálamarkaðar við umheiminn þar sem viðskipti af þessu tagi hafa stóruð á undanförunum árum². Útgáfan kemur hins vegar á tíma þar sem þjóðarþingurinn einkennist af miklu ójafnvægi og þörf er á ströngu aðhaldi peningastefnunnar. Meta þarf hvaða áhrif þessi útgáfa hefur á fjármálamarkaði, efnahagslífið í heild sinni og áhrifamátt peningastefnu Seðlabankans. Mikilvægt er að líta til reynslu annarra þjóða af útgáfu sem þessari en huga um leið að nokkrum séríslenskum þáttum og mögulegum áhrifum þeirra.

Mynd 1
Umfang útgáfu erlendra skuldabréfa í krónum eftir líftíma



Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

Alþjóðleg þróun erlendar skuldabréfaútgáfu í smærri gjaldmiðlum³

Í upphafi níunda áratugar síðustu aldar mættust tveir straumar á alþjóðlegum skuldabréfamörkuðum. Annars vegar hófu margar ríkisstjórnir umbætur á fjármálamörkuðum sem miðuðu að því að auka frjálsræði í viðskiptum. Sumar þeirra leituðust við að laða til sín erlenda fjárfesta til að styðja við framþróun innlands fjármálamarkaðar. Hins vegar hófu fjárfestar á kjarnamörkuðum að líta út fyrir landsteinana í leit sinni að betri ávöxtun og nýjum leiðum til að fá betri dreifingu í eignasöfn sín. Þetta er stuttu eftir olúkreppur áttunda áratugarins. Mörg ríki glímdu

1. Höfundur er hagfræðingur á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands. Höfundur þakkar Hauki Benediktssyni, Þórarni G. Péturssyni, Magnúsi Fjalari Guðmundssyni, Tómasi Erni Kristinsyni, Guðmundi Kr. Tómassyni, Jakobi Gunnarssyni, Guðrúnu Sóleyju Gunnarsdóttur og Helgu Rún Helgadóttur fyrir aðstoð við vinnslu greinarinnar. Höfundur þakkar einnig Anella Munro, ráðgjafarhagfræðingi (e. Senior Economist) á hagfræðisviði Seðlabanka Nýja-Sjálands, fyrir mjög gagnleg samskipti um reynslu Nýsjálandinga af útgáfu erlendra skuldabréfa í nýsjáenskum dólum og Yüksel Görmez, deildarstjóra fjármáladeildar Seðlabanka Tyrklandis, fyrir aðstoð við upplýsingaöflun um reynslu Tyrkja og annarra landa. Höfundur er einn ábyrgur fyrir þeim annmörkum sem eru á þessari grein. Skoðanir, sem koma fram í greininni, eru höfundar og þurfa ekki að endurspegla skoðanir Seðlabanka Íslands.

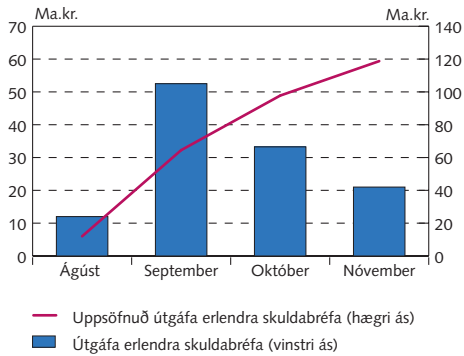
2. Fyrirkomulagi útgáfu erlendra skuldabréfa í íslenskum krónum er lýst í rammagrein 1.

3. Þessi undirkafla byggist að miklu leyti á Herrera-Pol (2004). Hugtakið „smærri gjaldmiðlar“ er hér notað yfir alla gjaldmiðla fyrir utan megingjaldmiðlana fimm (Bandaríkjadala, evru, japanskt jen, sterlingspund og svissneskan franka) en um 97% skuldabréfa á alþjóðamörkuðum eru gefin út í megingjaldmiðlunum fimm (sjá Cohen, 2005).

Mynd 2

Útgáfa erlendra skuldabréfa í krónum
ágúst-nóvember 2005

Umfang eftir mánuðum og uppsafnað



Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

við mikinn verðbólguvanda og peningalegt aðhald jókst víða. Erlendir fjárfestar litu þessa háu vexti öfundaraugum og voru snöggir að grípa tækifærið þegar lönd í Eyjaálfu og Norðurlöndin (fyrir utan Ísland) riðu á vaðið og gerðu skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í gjaldmiðlum þessara landa mögulega.

Á síðustu tuttugu árum hafa fleiri lönd bæst í hóp ríkja sem hafa gert erlendum aðilum kleift að gefa út skuldabréf í gjaldmiðli sínum, sjá töflu 1. Spánn, Portúgal og Grikkland voru fyrst til að fylgja fordæmi Norðurlandanna enda stefndu þau að inngöngu í Evrópusambandið þar sem fullt frelsi fjármagnsflutninga átti að taka gildi árið 1993. Nokkur ríki í Austur-Evrópu, sem losnuðu undan oki áætlunarbúskapar í upphafi tíunda áratugarins, og Suður-Afríka voru í næsta hópi ríkja sem opnaði markaði sína fyrir erlendra skuldabréfaútgáfu í eigin gjaldmiðli í kringum 1995. Á allra síðustu árum hafa nokkur ríki í Asíu og Suður-Ameríku auk Tyrklands fylgt í kjölfarið. Ísland er nýjasta nafnið á þessum lista.

Alþjóðlegar fjármálastofnanir hafa leikið lykilhlutverk í opnun nýrra markaða fyrir útgáfu erlendra skuldabréfa í smærri gjaldmiðlum. Alþjóðabankinn hefur verið brautryðjandi á þessu sviði en bankinn hefur tæplega sextíu ára reynslu af útgáfu skuldabréfa til að fjármagna

Tafla I Yfirlit um upphaf skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í gjaldmiðlum viðkomandi landa 1985-2005

| Um 1985 og til 1989 | 1990-1994 | 1995-1999 | 2000-2003 | 2004-2005 |
|---------------------------------------------------------------------------------|-----------|--------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------|
| Ástralía Nýja-Sjáland Danmörk Írland Noregur Svíþjóð Finnland | | | | Ísland |
| | Spánn | Portúgal Grikkland Ungverjaland Tékkland Slóvakía Pólland | | |
| | | | | Tyrkland |
| | Hong Kong | Taívan Filippseyjar Suður-Kórea Singapúr | | Indland Taíland Kína Malasía |
| | | Suður-Afríka | Mexíkó Chíle Kólumbía | Perú |

Heimildir: Herrera-Pol (2004), Görmez og Yılmaz (2005), Seðlabanki Íslands.

lánveitingar sínar.⁴ Ástæða þess er að hátt láns hæfi stofnana á borð við Alþjóðabankann gerir skuldabréf á þeirra vegum að öruggum fjárfestingarkostum þótt þau séu í framandi gjaldmiðli. Einkum fyrir nýja fjárfesta sem kunna vel að meta að geta skilið á milli greiðsluáættunnar, þ.e. áhættunnar á að útgefandi standi ekki við skuldbindingar sínar, og gjaldmiðlaáættunnar. Innlendum fjárfestum opnast einnig nýjar leiðir til að auka dreifingu í eignasöfnum sínum.

Eyjaálfa

Ástralía og Nýja-Sjáland gerðu stórtækar breytingar á fjármálamörkuðum sínum í upphafi níunda áratugarins og bæði löndin fylgdu ströngu aðhaldi í peningastjórn á sama tíma til að berjast gegn mikilli verðbólgu. Einn liður í aukinni frjálsræðisvæðingu markaðarins var að leyfa erlenda útgáfu skuldabréfa í eigin gjaldmiðli og urðu *kíví-* og *keng-úrskuldabréfin*⁵ svokölluðu fljótt afar vinsæl meðal smárra fjárfesta í Evrópu.⁶

Ein lykilstæða á bak við vinsældir þessara bréfa var að vel þróaðir markaðir fyrir skiptasamninga voru fyrir hendi í löndunum tveimur. Ástæða þess var að innlend fyrirtæki, bæði almenn hlutafélög og opinber fyrirtæki, fengu verulegan hluta tekna sinna í erlendum gjaldmiðli og vildu takmarka gjaldmiðlaáættu sína með gjaldeyrisskiptasamningum og bankakerfið var nægilega þróað til að bregðast við þessari eftirspurn. Bankarnir nýttu einnig þessa skiptasamninga til að fjármagna fasteignalán til almennings á föstum vöxtum til langs tíma.

Frá byrjun tíunda áratugar síðustu aldar hafa erlendir útgefendur einnig getað gefið út skuldabréf á innlendum markaði í löndunum tveimur og hefur þátttaka erlendra fjárfesta á innlendum markaði aukist til muna. Nánar verður fjallað um reynslu Nýsjálendinga síðar í greininni.

Norðurlöndin

Í byrjun níunda áratugarins leyfðu Norðurlöndin, að Íslandi undanskildu, viðurkenndum alþjóðlegum fjármálastofnunum að gefa út skuldabréf í gjaldmiðlum landanna. Flest bréfin voru keypt af erlendum fjárfestum í Evrópu og Japan sem löðuðust að háum vöxtum í löndunum á þessum tíma.

Suður-Evrópa

Spánn, Portúgal og Grikkland voru næsti hópur ríkja til að leyfa erlenda útgáfu skuldabréfa í eigin gjaldmiðli. Innlendum ríkisskuldabréfamarkaður var vanþróaður í þessum löndum þegar þau hófu aðlögunarferlið í tengslum við inngöngu ríkjanna í Evrópusambandið. Alþjóðlegar fjár-

4. Það er reyndar ekkert nýtt að Alþjóðabankinn sé frumkvöðull á alþjóðlegum skuldabréfamaarkaði því að bankinn gerði fyrsta skiptasamninginn á markaðnum árið 1981 (sjá Görmez og Yilmaz, 2005).

5. Skuldabréf sem eru gefin út í gjaldmiðlum Ástralíu og Nýja-Sjálands á Japansmarkaði eru hins vegar kölluð *Uridashi*.

6. Þar sem fullt frelsi er á fjármagnsflutningum á milli landa er í raun ekkert sem kemur í veg fyrir að erlendir aðilar gefi út skuldabréf í gjaldmiðlum viðkomandi landa. Slíku frelsi var komið á innan Evrópusambandsins þann 1. janúar 1993 og í ársbyrjun 1995 komst það á í fjármagnsflutningum á milli Íslands og annarra ríkja. Í löndum þar sem takmarkanir eru á fjármagnsflutningum geta löndin sjálf haft veruleg áhrif á hvort erlendir aðilar geti gefið út skuldabréf í gjaldmiðli landanna þar sem erlendu útgefendurnir þurfa á mótaðilum í löndunum sjálfum að halda. Þess vegna er rætt um að löndin hafi leyft útgáfu erlendra aðila í innlendum gjaldmiðli í umfjölluninni hér að ofan.

málastofnanir hófu því útgáfu skuldabréfa í gjaldmiðlum þessara landa m.a. til að stuðla að framþróun skuldabréfamarkaðar innanlands.

Spánn reið á vaðið með svokölluðum *Matadorbréfum* í pesetum og hafði skýra stefnu um að gera Madrid að meginmiðstöð fjármála-markaðarins í landinu. Því voru gerðar ýmsar kröfur sem tryggðu aðkomu banka í borginni, skráningu bréfanna í kauphöllinni í Madrid og uppbyggingu eftirmarkaðar fyrir bréfin á innlendum markaði. Portúgal og Grikkland gerðu minni kröfur þegar leyfð var útgáfa svokallaðra *Caravela*- og *Maráþonbréfa* og hefur eftirmarkaður með bréfin verið í London.⁷

Austur-Evrópa

Um miðjan tíunda áratug síðustu aldar opnuðu Ungverjaland, Tékkland, Slóvakía og Pólland fjármálamarkaði sína fyrir erlendum fjárfestum sem lið í umbreytingu hagkerfa þessara landa úr miðstýrðum áætlunarbúskap í markaðshagkerfi að vestrænni fyrirmynd. Þessi lönd stefndu þá þegar að inngöngu í Evrópusambandið. Alþjóðlegar fjármálastofnanir riðu á vaðið í Ungverjalandi með útgáfu svokallaðra *Evrufórintubréfa* en í hinum löndunum þremur gátu erlend fyrirtæki hafið útgáfu skuldabréfa í gjaldmiðlum landanna strax í upphafi ferlisins.

Útgáfan hefur styrkt innviði fjármálamarkaða þessara landa með því að auka dýpt þeirra, lengja líftíma bréfa og stuðla að aðkomu alþjóðlegra stofnanafjárfesta. Líftími erlendu skuldabréfanna hefur samt sem áður verið stuttur og endafjárfestar hafa verið smáir og dreifðir. Þess ber þó að geta að útgefendur, bankastofnanir og endafjárfestar hafa sýnt mikinn stuðning við þessi lönd og verið reiðubúnir að taka á sig meiri áhættu en ella vegna aðildar ríkjanna að Evrópusambandinu og menningarlegra tengsla við svæðið.

Asía

Hong Kong hefur jafnan hlotið hæstu einkunn matsstofnanna sem hafa flokkað lönd eftir frjálsræði í viðskiptum. Það kemur því ekki á óvart að landið var í hópi fyrstu ríkja sem leyfðu erlenda skuldabréfaútgáfu í eigin gjaldmiðli á níunda áratugnum. Um miðjan síðasta áratug fylgdu Filippseyjar, Kórea og Taívan fordæmi borgríkisins en fjármálakreppan í Asíu á árunum 1997-1998 tafði fyrir því að skriður kæmist á útgáfuna. Singapúr opnaði markaði sína árið 1998.

Á síðasta ári hélt ferlið áfram þegar alþjóðafjármálastofnanir hófu útgáfu í indverskum rúpíum og yfirvöld í Taílandi, Kína og Malasíu hafa lýst yfir áhuga á að hleypa alþjóðafjármálastofnunum inn á innlandan fjármálamarkað þar sem sparnaður er mun meiri en víðast hvar á Vesturlöndum.

Suður-Afríka

Erlend skuldabréf í suðurafrískum röndum hafa verið mjög vinsæl meðal evrópskra fjárfesta frá því að útgáfa þeirra hófst árið 1995. Þar, líkt og á Nýja-Sjálandi og í Ástralíu, var fyrir hendi vel þróaður markaður fyrir gjaldeyrisskiptasamninga.

7. Íslensku krónuskuldabréfin hafa ekki enn hlotið gælunafn. Höfundur þessarar greinar leggur til að nafnið *víkingabréf*, eða „*Euroviking bonds*“ á ensku, verði tekið upp í almennri umræðu.

Suður-Ameríka

Útgáfa erlendra skuldabréfa í gjaldmiðlum nokkurra ríkja í Suður-Ameríku hefur aukist til muna á allra síðustu árum, einkum í gjaldmiðlum Chíle, Kólumbíu, Mexíkó og Perú. Veigamiklar kerfisbreytingar í kjölfar skuldakreppu níunda áratugarins hafa skilað sér í meiri stöðugleika í fjölmörgum ríkjum álfunnar og víða hefur innlendir sparnaður aukist til muna, t.d. vegna upptöku skipulagðs lífeyrissparnaðar. Skuldabréfaútgáfa alþjóðlegra fjármálastofnana í gjaldmiðlum þessara landa hefur tryggt innendum fjárfestum, t.d. lífeyrissjóðum, nýja möguleika á að auka dreifingu í eignasöfnum sínum og aukið aðkomu erlendra fjárfesta að innendum skuldabréfamarkaði.

Tyrkland

Erlend skuldabréfaútgáfa í tyrkneskum lírum hófst á aðfangadag á síðasta ári en ný líra var tekin upp 1. janúar 2005 sem opnaði fyrir verslun með skuldabréf í lírum í Euroclear og Clearstream. Á rúmum mánuði (tölur eru miðaðar við 4. febrúar 2005) voru gefin út skuldabréf fyrir 1,5 ma. líra eða sem nemur um 1,2 ma. Bandaríkjadala. Görmez og Yılmaz (2005) bera þessa upphæð saman við reynslu Ungverjlands og Póllands. Samkvæmt upplýsingum þeirra námu útistandandi bréf í fórintum þann 10. desember 2004 rúmum 6 ma. Bandaríkjadala og pólska útgáfan var enn meiri eða um 11 ma. Bandaríkjadala. Til samanburðar var íslenska útgáfan tæpir 2 ma. Bandaríkjadala þegar þetta var ritað um miðjan nóvember.

Útgefendur bréfanna eru margir hverjir þeir sömu og krónubréfanna, t.d. Rabobank Nederland, Kommunalbanken, Austurríska ríkið og Alþjóðabankinn. Líftími bréfanna er einnig stuttur eins og hér eða 2,7 ár að meðaltali.

Hvað ræður vali á gjaldmiðli við útgáfu skuldabréfa?

Alþjóðlegar stofnanir á borð við Alþjóðagreiðslubankann og Alþjóðagjaldeyrissjóðinn hafa sýnt skuldabréfaútgáfu í smærri gjaldmiðlum aukinn áhuga að undanförunu og hafa báðar stofnanir fjallað sérstaklega um útgáfuna á árinu.

Rannsóknir Alþjóðagreiðslubankans sýna að meira er gefið út af skuldabréfum í tilteknum gjaldmiðli á alþjóðlegum skuldabréfamarkaði þegar (i) viðkomandi gjaldmiðill er sterkur í sögulegu ljósi, (ii) langtímavextir í landi gjaldmiðilsins eru háir í samanburði við það sem býðst í löndum megingjaldmiðlanna og (iii) eftirspurn eftir lánsfé er mikil innanlands (sjá Cohen, 2005). Slíkar aðstæður hafa einmitt verið fyrir hendi hér á landi og í sumum nýmarkaðsríkjum og þróaðri ríkjum í Eyjaálfu á undanförunum árum. Í öðrum ríkjum hefur útgáfa erlendra skuldabréfa dregist saman vegna þess að vaxtamunurinn við útlönd er ekki sá sami og þegar útgáfan fór af stað.

Tafla 2 sýnir hvernig ávöxtunarkrafa margra skuldabréfa í ýmsum gjaldmiðlum hefur minnkað frá því að útgáfa erlendra aðila hófst í löndunum. Vextir eru víða ekki það aðdráttarafl sem þeir voru áður þegar stjórnvöld juku peningalegt aðhald í baráttu sinni við mikla verðbólgu. Stærð skuldabréfamarkaðar í smærri gjaldmiðlum hefur engu að síður tvöfaldast á síðustu tíu árum og fjármálamarkaðir margra nýmarkaðs-

ríkja hafa eflst, alþjóðleg viðmið í viðskiptum hafa breiðst út, skilvirkni fjármálaafurða hefur aukist og aðkoma erlendra fjárfesta að innlend- um mörkuðum hefur aukist þótt þeir séu á flestum stöðum aðeins lítil hluti heildarþátttakenda á markaði.

Tafla 2 Lækkandi kröfur á erlendum skuldabréfum í smærri gjaldmiðlum

| Gjaldmiðill | Fyrsta skuldabréfið gefið út af erlendum aðila í völdum gjaldmiðlum | | Krafa ríkis- skuldabréfa með svipaðan líftíma (%) |
|----------------------------|---------------------------------------------------------------------|-------------------|---------------------------------------------------|
| | Ár | Krafa (%) | September 2004 |
| Portúgalskur skúti | 1988 | 13,50 | 4,23 |
| Grísk drakma | 1994 | 17,50 | 3,51 |
| Tékknesk króna | 1995 | 10,50 | 3,91 |
| Kóreskt vonn | 1995 | 12,15 | 3,81 |
| Taívanskur dalur | 1995 | 6,28 | 2,26 |
| Suðurafrískt rand | 1995 | 15,00 | 7,62 |
| Slóvakísk króna | 1996 | 12,00 | 4,25 |
| Pólskt slot | 1996 | 17,00 | 7,52 |
| Singapúrskur dalur | 1998 | 4,50 | 1,59 |
| Mexíkóskur peseti | 2000 | 15,88 | 2,58 |
| Chíleskur peseti | 2000 | 6,60 | 2,92 |
| Tyrknesk líra ¹ | 2004 | 15,00 | 19,25 |
| Íslensk króna | 2005 | 8,50 ² | 9,30 ³ |

1. Ávöxtunarkrafa tyrkneska ríkisskuldabréfsins er miðuð við janúar 2005.

2. Vegið meðaltal vaxta á erlendu skuldabréfaútgáfunni í krónum fram til 14. nóvember er 8,44%.

3. Ávöxtunarkrafa RIKB07 þann 14. nóvember 2005.

Heimildir: Herrera-Pol (2004), Görmez og Yilmaz (2005), Seðlabanki Íslands.

Tyrkland og Ísland eru tvö ný dæmi um erlenda skuldabréfaútgáfu og hefur aukningin verið mjög hröð í báðum tilvikum. Umfang erlendarar útgáfu *kívibréfa* í nýsjálenskum dölum hefur einnig verið í sögulegum hæðum frá árinu 2002 enda hefur hert peningalegt aðhald aukið vaxtamuninn við útlönd og styrkt gengi nýsjálenska dalsins auk þess sem innlend eftirspurn eftir lánsfé er mjög mikil. Þessi lönd eru hávaxtasvæði í annars einstaklega láglendu vaxtaumhverfi á alþjóðafjármálamörkuðum. Leit fjárfesta að betri ávöxtun hefur því borið þá að ströndum Íslands.

Alþjóðleg leit fjárfesta að ávöxtun

Útgáfu erlenda skuldabréfa í krónum verður að skoða í ljósi strauma á alþjóðafjármálamörkuðum undanfarin ár þar sem vextir hafa verið lágir, mikið laust fé hefur verið til ráðstöfunar og vaxtaálag verið lágt, hvort sem er á áhættusömum eða hættuminni bréfum. Leitin að ávöxtun hefur leitt fjárfesta inn á fáfarnari slóðir og margt bendir til þess að þeir séu reiðubúnir að taka á sig meiri áhættu en oft áður. Leit fjárfesta birtist í auknum fjárfestingum á (i) gjaldeyrismarkaði, (ii) í innlendum skuldabréfum smærri gjaldmiðla, einkum nýmarkaðsríkja í Suður-Ameríku og Asíu, og (iii) í aukinni útgáfu skuldabréfa í smærri gjaldmiðlum á alþjóðamarkaði.

Fjárfestingar á gjaldeyrismarkaði

Kastljós fjárfesta hefur m.a. beinst að gjaldeyrismörkuðum þar sem vaxtamunur á milli landa og vísbendingar um skýra tilhneigingu nokk-

urra gjaldmiðla til að styrkjast og veikjast hafa freistað fjárfesta að taka lán í gjaldmiðli þar sem vextir eru lágir og fjárfesta í gjaldmiðli þar sem vextir eru háir og veðja á að vaxtamunurinn vegi þyngra en möguleg gengisbreyting á lánstímanum. Þessi hegðun fjárfesta birtist með skýrum hætti í aukinni veltu á gjaldeyrismörkuðum en samkvæmt tölum frá Alþjóðagreiðslubankanum jókst dagleg velta á gjaldeyrismörkuðum um 57% frá árinu 2001 til 2004. Stóraukin viðskipti á milli banka og annarra fjármálastofnana á gjaldeyrismörkuðum bera einnig vitni um vinsældir þessarar aðferðar. Þessi viðskipti jukust um 78% á tímabilinu samkvæmt tölum frá Alþjóðagreiðslubankanum (sjá Alþjóðagreiðslubankinn, 2005a).

Fjárfestingar í skuldabréfum smærri gjaldmiðla

Önnur slóð, sem fjárfestar hafa fetað í leit sinni að ávöxtun, er fjárfesting í skuldabréfum í öðrum gjaldmiðlum en hinum hefðbundnu, þ.e. Bandaríkjadal, evrum, japönskum jennum og sterlingspundum. Fjárfestar hafa bæði aukið fjárfestingar sínar í skuldabréfum, sem íbúar viðkomandi landa hafa gefið út, og í bréfum í smærri gjaldmiðlum sem eru gefin út á alþjóðamarkaði. Hvort tveggja hefur gerst hér á landi.

Hlutfall erlendra eigenda ríkisskuldabréfa í mörgum nýmarkaðsríkjum hefur farið vaxandi og jafnvel tvöfaldast á aðeins tveimur árum. Í Mexíkó fór hlutfall erlendra eigenda ríkisskuldabréfa úr nánast engu árið 2003 í um 10% á þessu ári. Í Tyrklandi fór hlutfallið úr 10% í 20% á sama tíma og í Póllandi jókst það úr 15% í tæp 25% (sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2005b). Erlendir fjárfestar eiga nú um 30% í íslenskum ríkisskuldabréfum en árið 2001, þegar kynningarátak á íslenskum ríkisskuldabréfum hófst erlendis, var hlutfallið innan við 5% (sjá Lánasýsla ríkisins, 2005).

Alþjóðleg útgáfa skuldabréfa í smærri gjaldmiðlum hefur einnig aukist á allra síðustu árum eins og áður er rætt um. Þar eru nýmarkaðsríki í Suður-Ameríku og Asíu áberandi. Fram að því hafði verið mikið rætt um að *erfðasynd* nýmarkaðsríkjanna kæmi í veg fyrir að þessi ríki gætu gefið út skuldabréf í eigin gjaldmiðli.⁸

Útgefendur skuldabréfa í gjaldmiðlum nýmarkaðsríkja á alþjóðlegum fjármálamarkaði eru ýmist alþjóðafjármálastofnanir eða aðilar í löndum gjaldmiðilsins, einkum ríkið eða stærri fyrirtæki. Úrúgvæ og Kólumbía, auk mexíkóskra og brasilískra banka, hafa t.d. gefið út skuldabréf í eigin gjaldmiðli að andvirði vel á annan milljarð Bandaríkjadala (sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2005b). Ríkisstjórnir nýmarkaðsríkja sjá mikinn hag í útgáfu skuldabréfa í eigin gjaldmiðli á alþjóðlegum mörkuðum því að slíkt dreifir gjaldeyrissáhættunni á milli fjárfestanna og stjórnvalda í stað þess að hún sé öll á herðum stjórnvalda eins og tilfellið var jafnan þegar skuldir nýmarkaðsríkja voru nær eingöngu í erlendum gjaldmiðlum. Þetta var lykilatriði á bak við erfðasyndina.⁹ Fjárfestar sjá sömuleiðis hag í að fjárfesta í þessum bréfum því það

8. Eichengreen, Hausmann og Pnizza (2003) byrjuðu að nota hugtakið „erfðasynd“ yfir getuleysi nýmarkaðsríkja til að gefa út skuldabréf í eigin gjaldmiðli.

9. „Erfðasyndarkenningin“ er hluti af viðfeðmum greinaskrifum hagfræðinga sem leggja áherslu á mikilvægi efnahagsreikninga fjármálastofnana, heimila, fyrirtækja og ríkja við að skýra fjármála- og gjaldeyriskreppur (e. the balance sheet approach to financial crisis). Rosenberg o.fl. (2005) veita gott yfirlit yfir þessi greinaskrif og mikilvægi þeirra fyrir nýmarkaðsríki.

auðveldar aðgengi þeirra að þessum hávaxtamörkuðum, viðskiptin fara fram innan lagaumhverfis alþjóðamarkaða og áhættan á að bréfin verði óinnleysanleg, sem er oft fyrir hendi á innanlandsmörkuðum, er ekki til staðar (sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2005b).

Straumurinn berst til Íslands

Í ljósi niðurstaðna rannsókna Alþjóðagreiðslubankans kemur ekki á óvart að erlendri útgáfu skuldabréfa í íslenskum krónum hafi verið ýtt úr vör í ágúst síðastliðnum. Hér fer saman mikill vaxtamunur við útlönd, sterkt gengi krónunnar, sem er langt yfir sögulegu meðaltali, og að því er virðist nær hömlulaus vöxtur innlendrar eftirspurnar eftir lánsfé. Útgáfa skuldabréfa í íslenskum krónum er því ákjósanlegur kostur í augum margra útgefenda og auknu innstreymi fjármagns hefur líklega verið tekið fagnandi af innlendum fjármálamarkaði þar sem eftirspurn eftir lánsfé er mikil. Væntingar markaðsaðila um áframhaldandi stýrivaxtahækkunir í kjölfar sterkra skilaboða Seðlabankans í síðustu útgáfum *Peningamála* eru einnig líklegar til að ýta undir frekari útgáfu.

Innlend eftirspurn eftir lánsfé

Erlenda útgáfu skuldabréfa í krónum verður að setja í samhengi við leit alþjóðlegra fjárfesta að betri ávöxtun, líkt og rætt var um hér að framan, en það er ekki síður mikilvægt að líta til innlendra þátta, einkum gríðarlegrar eftirspurnar eftir lánsfé og samþættingar íslensks fjármálalífs við umheiminn.

Umskipti íslensks efnahagslífs

Veigamiklar kerfisbreytingar hafa átt sér stað á íslensku efnahagslífi undanfarna tvo áratugi. Meðal þeirra má nefna aukið frjálsræði í viðskiptum, bættu stjórnun ríkisfjármála, einkavæðingu, þátttöku Íslands í Evrópska efnahagssvæðinu, umbætur á fjármálakerfinu og upptöku flotgengis og verðbólguþröngunar við stjórn peningamála. Þessar umbætur auk hagstæðra ytri skilyrða eiga stóran þátt í þeim umskiptum sem hafa orðið á þróun hagvaxtar síðastliðinn áratug.¹⁰

Fjármálakerfið hefur ekki farið varhluta af þeim umbótum sem hafa átt sér stað. Fjármálastofnanir hafa stækkað verulega, arðsemi eigin fjár hefur verið góð, eignir aukist mikið og lausafjárstaða verið sterk. Hröð útlánaaukning og hraðvaxandi erlendar skuldir eru hins vegar stærstu áhættuþættirnir í starfsemi bankanna.

Samkvæmt nýrri ársskýrslu Fjármálaeftirlitsins fyrir tímabilið 1. júlí 2004 til 30. júní 2005 voru heildareignir viðskiptabankanna og stærstu sparisjóðanna árið 2001 um 900 ma.kr. samkvæmt samstæðuuppgjöri, eða sem nemur 138% af VLF. Í lok júní á þessu ári voru heildareignirnar hins vegar orðnar 4.530 ma.kr. eða sem nemur nær fimmfaldri vergri landsframleiðslu. Á sama tíma jókst bókfært eigið fé viðskiptabankanna og stærstu sparisjóðanna úr 56 ma.kr. í 332 ma.kr. eða úr 8,6% í 36% af VLF (sjá Fjármálaeftirlitið, 2005).

10. Frá árinu 1996 hefur hagvöxtur verið yfir 3% öll árin, að undanskildu samdráttarárinu 2002, og um 3,7% að meðaltali. Allar efnahagsstofnanir, sem birta hagspá fyrir Ísland, telja að hagvöxtur verði áfram mikill á þessu og næsta ári.

Viðskiptabankarnir þrír hafa nýtt sér aukna stærð og hagstæð skilyrði til öflunar lánsfjár á erlendum mörkuðum til fjárfestinga og útrásar. Er svo komið að um helmingur eigna þriggja stærstu viðskiptabankanna er hjá erlendum dótturfélögum og sömuleiðis stafa um 50% af hreinum rekstrartekjum bankanna frá starfsemi þeirra erlendis.¹¹

Loks ber að geta þess að á síðasta ári hófu bankarnir að bjóða fasteignaveðlán á mun lægri vöxtum en áður hafði þekkt og hefur það leitt til gífurlegrar útlánaaukningar, líkt og verður fjallað um hér á eftir.

Ójafnvægi í þjóðarbúskapnum

Mikið ójafnvægi einkennir núverandi ástand efnahagsmála þar sem saman fer metviðskiptahalli, raungengi í sögulegum hæðum, mikil hækkun íbúðaverðs, vaxandi skuldsetning heimila, fyrirtækja og þjóðarbúskaparins í heild sinni og verðbólga yfir markmiði Seðlabankans. Vöxtur einkaneyslu hefur sömuleiðis verið afar mikill undanfarin tvö ár og hefur hann verið drifinn áfram af aukinni skuldsetningu fremur en vexti ráðstöfunartekna, líkt og bent var á í síðustu útgáfu *Peningamála*. Fjármunamyndun hefur einnig aukist stórlega, einkum vegna mikilla stóriðjufjárfestinga, en horfur eru á að heldur dragi úr þeim vexti á næsta ári og enn frekar árið 2007.

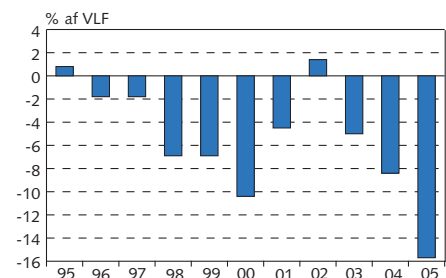
Stóriðjuframkvæmdir, uppstokkun á lánamarkaði og mikil bjartsýni hafa leitt til gríðarlegs vaxtar í innlendra eftirspurn sem skilar sér í auknum verðbólguþrýstingi í hagkerfinu. Ein meginbirtingarmynd þessa ástands er hömlulaus eftirspurn eftir lánsfé og sú feikimikla útlánaaukning til heimila og fyrirtækja sem hún hefur leitt til.

Hröð útlánaaukning

Útlán innlánastofnana hafa aukist hröðum skrefum á síðustu árum og aukið peningalegt aðhald hefur ekki hamlað þeim vexti enn sem komið er, sjá mynd 4. Í september í ár nam tólf mánaða aukning innlendra útlána rúmlega 59% að áætluðum gengis- og vísitöluáhrifum frátöldum. Útlán til einstaklinga jukust um tæplega 118% og til innlendra fyrirtækja um rúmlega 42% (sjá Seðlabanka Íslands, 2005b). Útlánaaukning til innlendra aðila síðustu tólf mánaða skýrist að nokkru leyti af tilkomu nýju íbúðarlána viðskiptabankanna sem að stórum hluta fóru í uppgreiðslu eldri lána hjá Íbúðalánasjóði. Útlán til erlendra aðila hafa einnig aukist og hefur vægi þeirra aukist úr 7% af heildarlánum innlánastofnana m.v. móðurfélag í lok júní 2003 í 20% í lok júní 2005 (sjá Fjármálaeftirlitið, 2005).

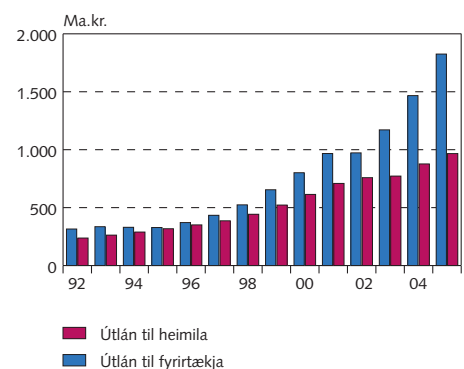
Þessi stórfellda útlánaaukning hefur skapað þrýsting á hækkun vaxta, bæði vegna aukins þrýstings á fjármögnun og með því að ýta undir verðbólgu sem hefur leitt til hækkunar nafnvaxta, ekki síst vegna aukins aðhalds peningayfirvalda, þ.e. hækkana stýrivaxta. Vextir hafa hins vegar haldist lágir erlendis og vaxtamunurinn við útlönd hefur því farið hraðvaxandi.

Mynd 3
Viðskiptajöfnuður 1995-2005¹



1. Gildi fyrir árið 2005 er spá Seðlabankans.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4
Útlán til heimila og fyrirtækja 1992-2005
Staða útlána lánakerfisins til heimila og fyrirtækja í lok árs¹



1. Lánaflokkur var breytt á árinu 2003. Tölur fyrir 2005 eru í lok júní.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

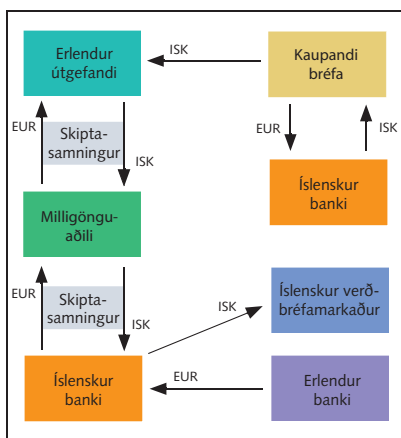
11. Sjá nánari umfjöllun í *Fjármálastöðugleika 2005*, sérriiti Seðlabanka Íslands sem var gefið út í fyrsta skipti á vormánuðum.

Rammagrein 1

Fyrirkomulag skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í krónum¹

Mynd 1
Skuldabréfaútgáfa erlendra aðila

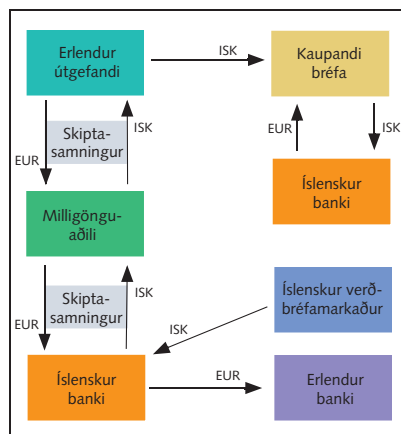
Greiðslufærði á upphafsdegi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Skuldabréfaútgáfa erlendra aðila

Greiðslufærði á gjaldaga



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Í þessari rammagrein verður rakið stuttlega hvernig fyrirkomulagið er á skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í krónum. Ferlið er brotið niður í nokkur skref en athuga verður að hluti viðskiptanna getur falið í sér nokkur skref í einu.

1. skref

Erlendur útgefandi gefur út skuldabréf í íslenskum krónum. Bréfin sem gefin hafa verið út hingað til hafa í öllum tilfellum verið vaxtagreiðslubréf þar sem höfuðstóllinn er greiddur í heild sinni á loka-gjalddaga bréfsins og vaxtagreiðslur falla t.d. til á sex mánaða fresti. Þessi bréf eru gefin út á lægri ávöxtunarkröfu en ríkissjóði Íslands býðist í sambærilegri útgáfu á innlendum markaði ef miðað væri við vaxtaferil óverðtryggðra ríkisbréfa. Erlendur fjárfestir kaupir þessi bréf og verður að kaupa íslenskar krónur fyrir erlendan gjaldmiðil á innlendum gjaldeyrismarkaði.

Niðurstaða:

Erlendur útgefandi: Er með fastvaxtaskuldbindingu í íslenskum krónum og fær andvirði skuldabréfaútbóðsins í íslenskum krónum.

Erlendur fjárfestir: Er með eign í fastvaxtaskuldbréfi útgefnu í íslenskum krónum. Ber gjaldeyrisáhættu.

2. skref

Erlendur milligönguaðili gerir gjaldmiðlaskiptasamning við erlenda útgefandann þar sem skuldbindingu útgefandans er breytt úr krónuskuldbindingu yfir í skuldbindingu í erlendum gjaldmiðli. Milli-gönguaðilinn fær því andvirði skuldabréfaútbóðsins í íslenskum krónum en lætur útgefandann hafa í staðinn samsvarandi upphæð í erlendum gjaldmiðli. Jafnframt greiðir milligönguaðilinn útgefand- anum föstu vextina í íslenskum krónum en fær greidda í staðinn frá útgefandanum breytilega vexti (LIBOR-viðmið) að viðbættu/frá-dregnu föstu álagi.

Niðurstaða:

Erlendur útgefandi: Er með skuldbindingu í erlendum gjaldmiðli og greiðir breytilega LIBOR-vexti af henni og fær andvirði útgáfunnar í erlendum gjaldmiðli.

Erlendur milligönguaðili: Er með fastvaxtaskuldbindingu í íslenskum krónum og kröfu í erlendum gjaldeyri á breytilegum vöxt- um að viðbættu/frádregnu föstu álagi. Situr eftir með andvirði útgáf- unnar í íslenskum krónum.

3. skref

Erlendir milligönguaðili gerir sambærilegan gjaldmiðlaskiptasamning við íslenskan banka og hann gerði við erlenda útgefandann nema með öfugum formerkjum. Erlendi milligönguaðilinn þarf þó ekki að

1. Haukur Benediktsson, sérfræðingur á alþjóðasviði Seðlabanka Íslands og lektor við viðskipta- og hagfræðideild Háskóla Íslands, skrifaði þessa rammagrein um fyrirkomulag erlendra skuldabréfaútgáfu í krónum.

verja sína stöðu að fullu, þ.e. hann getur valið að sitja eftir með hluta af stöðunni í sínum bókum.

Niðurstaða:

Erlendur milligönguadili: Ef hann ver sig að fullu þá er hrein staða hans engin, þ.e. gjaldmiðlaskiptasamningarnir við erlenda útgefandann og íslenska bankann vega hvor annan upp.

Íslenskur banki: Er með fastvaxtaskuldbindingu í íslenskum krónum og kröfu í erlendum gjaldeyri á breytilegum vöxtum að viðbættu eða frádregnu föstu álagi. Situr eftir með andvirði útgáfunnar í íslenskum krónum.

4. skref

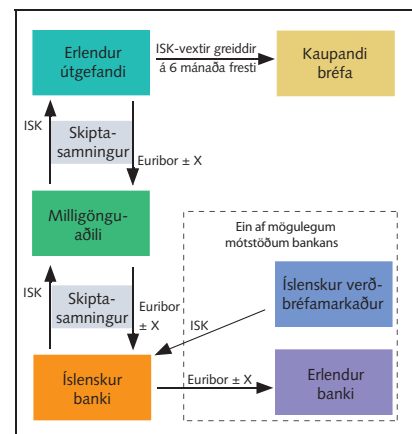
Íslenski bankinn tekur lán í erlendum gjaldmiðli á breytilegum vöxtum að viðbættu föstu álagi og myndar með því skuldbindingu í erlendum gjaldeyri gagnvart kröfunni sem hann er með á erlenda milligönguadilann skv. gjaldmiðlaskiptasamningnum. Gjalddeyrissáhetta íslenska bankans er lágmörkuð. Samkvæmt gjaldmiðlaskiptasamningnum er íslenski bankinn með fastvaxtaskuldbindingu í krónum og situr eftir með andvirði útgáfunnar í íslenski krónu. Til að eyða þeirri áhættu getur íslenski bankinn farið á innlendan verðbréfamarkað og keypt ríkisbréf (þ.e. myndað eign í íslenski krónu) auk þess sem hann verður að nota millibankamarkaðinn með krónum til að finnstilla greiðslufæðið í krónum. Eins og innlendi skuldabréfa- og millibankamarkaðurinn með krónum er byggður upp er nær ómögulegt fyrir íslenska bankann að verja sig að fullu, þ.e. bankinn tekur á sig einhverja vaxtaáhættu. Einnig getur íslenski bankinn einfaldlega litið á skuldbindinguna í íslenskum krónum, sem hann er með skv. gjaldmiðlaskiptasamningnum, sem ódýra fjármögnun í íslenskum krónum, sannanlega ódýrari fjármögnun heldur en ef hann færi sjálfur beint út á innlenda skuldabréfamarkaðinn og gæfi út krónubréf. Þ.e. íslenski bankinn lánar út andvirði útgáfunnar í íslenskum krónum á föstum vaxtakjörum.²

Niðurstaða:

Íslenski bankinn: Gjalddeyrissáhettan er lágmörkuð þar sem bankinn er með móttæðar stöður í erlenda gjaldmiðlinum. Íslenski bankinn getur valið að verja krónuskuldbindinguna, sem hann er með, að einhverju leyti eða að mestu leyti en einhver vaxtaáhætta gæti myndast.

2. Bankinn gæti reyndar lánað út á breytilegum vaxtakjörum í íslenskum krónum og boðið öðrum viðskiptavinum vaxtaskiptasamning þar sem þeir fengju greidda breytilega vexti í íslenskum krónum en greiddu fasta vexti. Það gæti verið áhættunnar virði í umhverfi hækkanði vaxta.

Mynd 3
Skuldabréfaútgáfa erlendra aðila
Vaxtagreiðslur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Drifkraftar útgáfunnar

Útgáfa erlendra skuldabréfa í krónum á því rætur sínar að rekja til mikillar innlendrar eftirspurnar eftir lánsfé, sem hefur leitt til hækkunar vaxta og gengis, á sama tíma og vextir eru lágir á alþjóðamörkuðum og fjárfestar eru reiðubúnir til að feta fáfarnari slóðir í leit sinni að betri ávöxtun.

Hver fær hvað?

Útgefendur erlendra skuldabréfa í íslenskum krónum eru flestir alþjóðlegar fjármálastofnanir með gott láns hæfi samkvæmt mati alþjóðlegra matsfyrirtækja. Þessir aðilar eru stofnanir sem þurfa á erlendu fjármagni að halda og því virðist í fyrstu skjóta skökku við að slíkir aðilar gefi út skuldabréf í krónum. Á þessu athæfi eru hins vegar skynsamlegar skýringar.

Vel þekktar fjármálastofnanir með góða láns hæfiseinkunn geta í krafti nafns síns gefið út skuldabréf í krónum á lægri vöxtum en í boði eru á íslenskum markaði. Erlendir fjárfestar laðast að háum vöxtum skuldabréfanna, því að þótt þeir séu lægri en vextir á innlendum skuldabréfamarkaði eru þeir mun hærrí en vextir víðast hvar erlendis og fjárfestarnir eru tilbúnir að versla við fyrirtæki sem þeir þekkja og taka á sig gjaldeyrisáhættuna sem því fylgir. Þessir aðilar gætu fjárfest beint í innlendum skuldabréfum og fengið hærrí vexti en líklegt er að þeir kjósi frekar að versla við þekkt nafn með hátt láns hæfi og innan alþjóðlegs lagaramma í stað þess að leggja í vinnu við að kynna sér íslenskan skuldabréfamarkað og þær reglur sem hér gilda.

Með því að geta gefið út skuldabréf á lægri vöxtum en bjóðast á skuldabréfamarkaði innanlands getur útgefandinn því aflað króna á ódýrari máta en innlendir aðilar. Því fylgir að útgefandinn getur boðið innlendum bönkum krónur á vöxtum sem eru lægri en þeir geta sjálfir aflað sér á innlendum markaði.¹² Á móti vill útgefandinn fá í skiptum þann gjaldmiðil sem hann raunverulega vantar, t.d. evrur. Vextir í þessum skiptasamningi eru einhvers staðar á milli kröfu skuldabréfsins og vaxtastigsins á innlendum markaði þannig að bæði útgefandinn og íslenski bankinn hagnist á skiptunum. Íslenski bankinn aflar hins vegar þeirra evra sem útgefandann vantar með erlendu láni á þeim vöxtum sem bjóðast á þeim tíma.

Í raun má segja að útgefandinn og íslenski bankinn séu hvor um sig að taka lán á þeim markaði þar sem þeir hafa *hlutfallslega yfirburði* og skipta með sér ábatanum. Jafnvel þótt íslenski bankinn þurfi að greiða hærrí vexti af evruláninu en útgefandinn gæti fengið þá skiptir mestu að sá munur sé minni en á milli þeirra vaxta, sem útgefandinn getur aflað lána í íslenskum krónum með útgáfunni, og þeirra vaxta sem íslenska bankanum bjóðast á innlendum markaði. Hvor aðili endar því með þann gjaldmiðil sem hann vantar með lægri tilkostnaði en ef þeir hefðu tekið lán beint í þeim gjaldmiðli sem þá vanhagar um. Ástæða þess er það traust sem endafjárfestar leggja á útgefandann og að fyrirkomulag útgáfunnar skilur endafjárfestinn eftir með gjaldeyrisáhættuna.

12. Í flestum tilvikum er alþjóðlegt verðbréfafyrirtæki milligönguaðili á milli útgefandans, íslenska bankans og endafjárfesta. Það millistig hefur hins vegar engin veigamikil áhrif á meginferlið og því er því sleppt í þessu dæmi. Sjá nánar í rammagrein 1.

Íslenskir bankar fá því ódýrari krónufjármögnun en þeir eiga kost á innanlands og geta t.d. nýtt það til fjárfestinga, lánað það áfram til innlendra aðila eða til að endurfjármagna óhagstæð lán. Stærð íslenskra skuldabréfaflokka með svipaðan líftíma og erlenda útgáfan er mjög takmörkuð og geta íslenskir bankar því einungis tryggt sig að litlu leyti þar gagnvart vaxtaáhættunni. Annar möguleiki er að láta krónurnar frá sér inn á millibankamarkað fyrir krónur. Mikil eftirspurn innlendra aðila eftir lánsfé ætti að auðvelda bönkunum að lána krónurnar áfram innanlands og vextir á þeim lánum munu fylgja framboði og eftirspurn eftir lánum innanlands. Margir viðskiptavina bankanna eru líklegir til að vera tilbúnir að skipta út eldri lánum með fljótandi vöxtum yfir í lán með föstum óverðtryggðum vöxtum og taka þannig stöðu í vöxtum þar sem búist er við frekari hækkun stýrivaxta.

Ábati bankanna af útgáfunni ræðst af muninum á vöxtum í skiptasamningnum við útgefandann og þeim vöxtum sem þeir geta fengið með því að fjárfesta krónurnar innanlands eða lána þær áfram til heimila eða fyrirtækja í landinu. Samkeppni á milli íslenskra fjármálastofnana ræður svo hversu stór hluti þessa ábata skilar sér til viðskiptavina bankanna í formi lægri vaxta á útlánum.

Líkt og áður segir laðast endafjárfestirinn að háum íslenskum vöxtum. Milligönguaðilinn er oft duglegur við að kynna Ísland sem hagkerfi í miklum vexti þar sem erlend fjárfesting flæðir inn og aukið peningalegt aðhald muni áfram halda gengi krónunnar háu. Endafjárfestirinn getur hins vegar varið sig gagnvart sveiflum í gengi krónunnar og samkvæmt upplýsingum sumra milligönguaðila í útgáfuférlinu gera endafjárfestar slíkt að nokkru marki. Í því sambandi er áhugavert að hlutur erlendra eigenda af heildarsafni ríkisskuldabréfa hefur aukist mjög að undanfögnu og nemur nú um 30% líkt og áður segir. Ef þessar upplýsingar eru réttar þá sætir það hins vegar nokkurri furðu að endafjárfestirinn kaupir erlend skuldabréf í krónum á lægri vöxtum en bjóðast innanlands en fjárfesti svo í innlendum bréfum til að verja sig að hluta gagnvart gjaldeyrisáhættunni.

Kjarni málsins

Í stuttu máli, og til að gera tilraun til að skilja hismið frá kjarnanum, má segja að tvær fjármálastofnanir taki þátt í skuldabréfaférlinu til að fjármagna útlán sín. Annars vegar er viðurkennd alþjóðafjármálastofnun, sem hefur þörf fyrir að fjármagna útlán sín í erlendum gjaldmiðlum, og hins vegar íslenskur banki sem þarf að fjármagna útlán sín í íslenskum krónum. Í stað þess að hvor stofnunin taki lán í þeim gjaldmiðli, sem hana vantar, gera þær samkomulag sín á milli um að lána í þeim gjaldmiðli, sem hin stofnunin hefur þörf fyrir, og skiptast á gjaldmiðlunum og geta með þeim hætti orðið sér úti um ódýrari fjármögnun en ella.

Forsendur þess að þetta ferli gangi er að eftirspurn sé eftir skuldabréfum erlendu fjármálastofnunarinnar meðal fjárfesta sem eru reiðubúnir að taka á sig gjaldeyrisáhættu og sömuleiðis að eftirspurn eftir lánum í krónum á innlendum markaði sé mikil. Eftirspurn meðal erlendra fjárfesta er líkleg til að vera til staðar eins lengi og þeir vænta þess að vaxtamunur Íslands gagnvart útlöndum (einkum gagnvart heimalandi fjárfestisins og þeim löndum sem hann er vanur að fjárfesta í) haldist það hár að gengisbreytingar krónunnar eyði ekki

ávinninginum. Eftirspurn eftir krónulánum á innlendum markaði ræðst hins vegar af almennri eftirspurn í íslenska hagkerfinu og því hvar í hagsveiflunni hagkerfið er stætt. Breytingar á væntingum endafjárfesta til (i) vaxtaþróunar jafnt innanlands sem erlendis, (ii) gengis íslensku krónunnar og (iii) þróunar hagvaxtar á Íslandi, geta því stöðvað, dregið úr eða aukið erlenda skuldabréfaútgáfu í krónum.

Áður en gerð verður tilraun til að meta áhrif þessarar skuldabréfaútgáfu á íslenskan fjármálamarkað, efnahagslífið í heild og peninga- stefnu Seðlabankans er fróðlegt að skoða reynslu Nýja-Sjálands.

Reynsla Nýsjálendinga

Nýja-Sjáland hefur um tuttugu ára reynslu af útgáfu erlendra skuldabréfa í nýsjálenskum dölum. Útgáfan hefur náð hámarki á þremur tímabilum þegar vaxtamunurinn við útlönd hefur verið hvað mestur, á árunum 1985-1987, 1996-1998 og frá 2002. Umfang útgáfunnar hefur aukist á milli þessara tímabila og er í sögulegum hæðum nú. Núverandi umfang útgáfunnar er meira en skuldabréfaútgáfa nýsjálenska ríkisins en eftirmarkaðurinn fyrir erlendu skuldabréfin er enn mun minni en fyrir ríkisskuldabréfin. Útgefendur hafa einkum verið alþjóðlegir þróunarbankar og alþjóðleg verðbréfafyrirtæki.

Fróðlegur samanburður fyrir Ísland

Reynsla Nýja-Sjálands er afar fróðleg til samanburðar fyrir Ísland vegna þess að þetta er lítið opið hagkerfi sem hefur gengið í gegnum mikilvægar kerfisbreytingar á undanförunum tveimur áratugum líkt og hið íslenska.¹³ Nýja-Sjáland býr, líkt og Ísland, við verðbólgu- markmið og fljótandi gengi auk þess sem núverandi ójafnvægi í efnahagskerfinu er keimlíkt því íslenska. Nýsjálenskt efnahagslíf einkennist um þessar mundir af sterku gengi, vaxandi viðskiptahalla, miklum verðbólguþrýstingi, hraðvaxandi einkaneyslu, uppsprengdu fasteignaverði og auknu aðhaldi peningastefnunnar.

Nýsjálenskur fjármálamarkaður er hins vegar nokkuð þróaðri en sá íslenski og hefur á að skipa ýmsum stofnunum sem eru mikilvægar í ferlinu í kringum skuldabréfaútgáfu af þessu tagi. Þar skipta mestu mun dýpri ríkisskuldabréfamarkaður og markaður með gjaldeyrisskiptasamninga.¹⁴ Þó er rétt að benda á að fjórir ástralskir bankar eru meginuppistaðan í nýsjálenska bankakerfinu.

Hagfræðingar hjá Seðlabanka Nýja-Sjálands hafa rannsakað áhrif útgáfu erlendra skuldabréfa á fjármálamarkað og efnahagslífið í heild sinni. Niðurstöður þeirra eru einkar áhugaverðar fyrir okkur Íslendinga.¹⁵

13. Í Evans o.fl. (1996) er að finna gott yfirlit yfir kerfisbreytingarnar á Nýja-Sjálandi á árunum 1984-1995.

14. Í Briggs (2004) og Woolford o.fl. (2001) er ágætis umfjöllun um mikilvægi skiptasamninga fyrir nýsjálenskt efnahagslíf.

15. Umfjöllunin um reynslu Nýsjálendinga byggist á Drage o.fl. (2005), Eckhold (1998), Woolford o.fl. (2001) og samskiptum við Anella Munro, ráðgjafarhagfræðing hjá Seðlabanka Nýja-Sjálands.

Tafla 3 Samanburður á erlendra skuldabréfaútgáfu í gjaldmiðlum
Nýja-Sjálands og Íslands

| | Nýja-Sjáland | Ísland |
|------------------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| Útistandandi erlend skuldabréf í nóvember 2005 | 1958,5 ma.kr. eða um 30% af VLF | 114,75 ma.kr. eða um 13% af VLF |
| Meðallíftími bréfa ¹ | tæp 4 ár | 1,7 ár |
| Útgáfa hófst árið | 1985 | 2005 |

1. Líftími bréfanna hefur lengst á milli bylganna þriggja og er líftími Eurokiwi-bréfanna í nýjstu bylgjunni að meðaltali tæp fimm ár. Uridashi-bréfin eru hins vegar nær öll með tveggja til þriggja ára líftíma.

Heimildir: Drage o.fl. (2005), Reserve Bank of New Zealand (2005b).

Áhrif á vexti og viðskiptahalla

Starfsmenn Seðlabanka Nýja-Sjálands leggja áherslu á að hentugt sé að skoða útgáfu erlendra skuldabréfa sem lið í aukinni samþættingu alþjóðlegra fjármálamarkaða. Við aðstæður þar sem mikil innlend eftirspurn eftir lánsfé hefur skapað ójafnvægi á milli innlends sparnaðar og fjármunamyndunar, hækki vextir umfram almennt heimsmarkaðsvaxtastig sem gerir hagkerfinu kleift að halda áfram fjárfestingum sínum með erlendra lántöku. Viðskiptahallinn, þ.e. mismunurinn á innlendum sparnaði og fjárfestingum, sé því fjármagnaður með innstreymi erlends sparnaðar sem er laðaður inn til landsins með hærri vöxtum en bjóðast erlendis.

Útgáfa erlendra skuldabréfa í nýsjálenskum dölum eykur framboð á lánsfé innanlands¹⁶ en það leiðir til lækkunar vaxta þar sem framboð og eftirspurn eftir lánsfé geta mæst við lægra vaxtastig en ella, sjá mynd 5. Þessi þrýstingur á lækkun innlendra vaxta hvetur til aukinnar fjármunamyndunar sem aftur eykur viðskiptahallann við útlönd þar sem bilið á milli innlends sparnaðar og fjárfestingar eykst enn frekar.

Í fjarveru útgáfunnar yrði að mæta aukinni eftirspurn eftir lánsfé innanlands með auknum sparnaði landsmanna en slíkt kallar á hærri vexti. Slík hækkun vaxta myndi auka sparnað innanlands og draga úr viðskiptahallanum.

Áhrif útgáfunnar eru því lækkun vaxta sem gerir innlendra útlána- aukningu og fjármunamyndun kleift að vaxa í lengri tíma en ella. Til lengri tíma er hins vegar líklegt að hægi á í efnahagslífinu og viðskipta- jöfnuður leiti jafnvægis. Þrýstingur útgáfunnar til lækkunar vaxta getur ekki, fremur en peningastefna, stuðlað að stöðugum hagvexti umfram framleiðslugetu til langs tíma.¹⁷

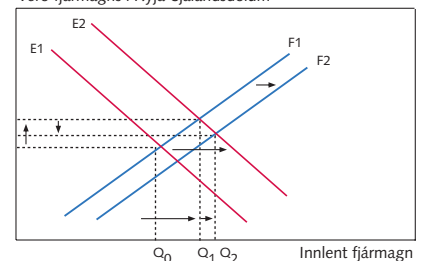
Áhrif á gengi

Við fyrstu sýn má ætla að útgáfa af þessu tagi styrki gengi innlenda gjaldmiðilsins við útgáfu og veiki það þegar nær dregur enda líftímans. Engu að síðar hefur víðtækum rannsóknum hagfræðinga Seðlabanka Nýja-Sjálands ekki tekist að sýna fram á veruleg áhrif, hvorki við útgáfu né gjalddaga. Þeir telja því að slík áhrif hljóti að vera ýmist smá, skammvinn eða verðlögð inni í ferlinu löngu áður en kemur að gjalddaga, í takt við kenningar um framsýnar væntingar.

Mynd 5

Framboð og eftirspurn eftir fjármagni í nýsjálenskum dölum

Verð fjármagns í Nýja-Sjálandsdölum



E1 til E2: Aukin eftirspurn eftir fjármagni í Nýja-Sjálandsdölum t.d. vegna húsnæðisverðsþróunar.
F1 til F2: Framboð fjármagns eykst þegar erlendir fjárfestar fá aðgang að fjármagnsmarkaði í Nýja-Sjálandsdölum.
Heimild: Drage, o.fl. (2005).

16. Erend skuldabréfaútgáfa kemur þó ekki fram sem aukin innstreymi fjármagns í þjóðhagsreikningum heldur sem vörn. Færslurnar, sem koma fram þar, eru í flestum tilvikum erlend lántaka nýsjálensks banka. Það breytir ekki því að tiltækt framboð fjármagns eykst.

17. Í grein Þórarins G. Péturssonar (2001a) er gerð grein fyrir áhrifaleysi peningastefnu á raun- stærðir til langs tíma.

Það eru engin ný sannindi að hagfræðingar eiga oft erfitt með að staðfesta hagfræðileg gengissambönd með hagrannsóknum. Ljóst er að styrkingar- og veikingaráhrif af þessu tagi geta verið til staðar á mjög stuttum tímabilum, t.d. hluta dags eða nokkra daga, án þess að það komi fram í mánaðargögnum en sé það tilfellið er ljóst að áhrifin skipta litlu máli í efnahagslegu tilliti. Annar möguleiki er að áhrifin séu hverfandi í samanburði við aðrar fréttir sem markaðurinn bregst við. Loks getur verið að tímaraðgreining henti illa við að greina áhrif framsýnna væntinga.

Niðurstaða Seðlabanka Nýja-Sjálands er því að áhrif útgáfunnar á gengið hafa reynst mun minni en óttast var. Fróðlegt er að ekki er hægt að koma auga á nein skaðleg áhrif þess þegar útgáfan dróst mjög hratt saman um og í kringum aldamótin. Útgáfan að undanfögnu er hins vegar enn meiri en þá og ætlar Seðlabanki Nýja-Sjálands að fylgjast vel með þróuninni (sjá Drage o.fl., 2005).

Áhrif á fjármálastöðugleika

Nýja-Sjáland er eitt skuldsettasta landið á meðal þróaðra ríkja. Hrein skuldastaða nýsjálenska þjóðarbúsins við útlönd hefur farið versnandi undanfarna þrjú áratugi og nemur um 84% af VLF. Stór hluti þessara erlendu skulda er í erlendum gjaldmiðli en það sem greinir Nýja-Sjáland frá mörgum öðrum skuldsettum ríkjum er að verulegur hluti erlendu skuldanna er varinn. Útgáfa erlendra skuldabréfa í nýsjálenskum dölum hefur aukið vilja útlendinga til að hafa eignir í nýsjálenskum dölum og verkar sem áhættuvörn fyrir skuldir nýsjálenska þjóðarbúsins í erlendum gjaldeyri vegna skiptasamninga á milli nýsjálenskra banka og útgefenda (sjá Woolford o.fl., 2001). Ef til dæmis gengi nýsjálenska dalsins lækkar verulega eykst greiðslubyrði vegna erlendra lána að öðru óbreyttu. Ef erlendar skuldir eru hins vegar baktryggðar í nýsjálenskum dölum, vegna skiptasamninga í tengslum við erlenda útgáfu skuldabréfa á milli útgefanda og nýsjálenskra banka eru áhrif gengislækkunar á greiðslubyrðina mun minni en ella. Um helmingur skulda Nýja-Sjálands er í erlendum gjaldmiðli. Hins vegar er stór hluti skuldsetningarinnar baktryggður. Andvirði útistandandi erlendra skuldabréfa í nýsjálenskum dölum, upp á alls um 24 milljarða ný-sjálenska dali í mars 2005, veitir því baktryggingu fyrir um 30% af erlendum skuldum landsins (sjá, Drage o.fl., 2005). Slík baktrygging hefur jákvæð áhrif á fjármálastöðugleika.¹⁸

Ávöxtun skuldabréfanna

Hagfræðingar hjá Seðlabanka Nýja-Sjálands rannsökuðu einnig ávöxtun allra erlendra skuldabréfa í nýsjálenskum dölum sem voru runnin út árið 2004. Ávöxtunin reyndist vera mjög sveiflukenn, frá -5% til 24%, og að meðaltali 4,1% sem er nánast sama og ávöxtun þýskis ríkisskuldabréfs á sama tíma. Þetta bendir til þess að áhættan sé of lágt verðlögð. Ávöxtunin virðist einkum ráðast af gengissveiflum, ekki vaxtamuninum á hverjum tíma (sjá Drage o.fl., 2005).¹⁹

18. Nánari umfjöllun um áhrif erlendu skuldabréfaútgáfunnar á fjármálastöðugleika má nálgast í Woolford o.fl. (2001) og í nýútkominni fjármálastöðugleikaskýrslu Seðlabanka Nýja-Sjálands. Sjá einkum rammagrein 3 á bls. 20-21 en þar kemur einnig fram að útistandandi bréf nema nú um 45 ma. nýsjálenskum dölum (Reserve Bank of New Zealand, 2005b).

19. Þess ber að geta að skuldabréf útgefin árin 1996-97 ráða miklu um niðurstöðuna en ávöxtun þeirra var mjög slæm. Sjá nánar í Drage o.fl., (2005).

Áhrif útgáfunnar á fjármálamarkað

Víkur þá sögunni aftur til Íslands. Íslenskur fjármálamarkaður hefur tekið stakkaskiptum á undanförunum tveimur áratugum samfara auknu frjálsræði í viðskiptum, bættri umgjörð peninga- og fjármálastjórnar og aukinni samþættingu íslensks viðskiptalífs við umheiminn. Nú er gengi krónunnar, vextir og verð verðbréfa ákvarðað á virkum mörkuðum. Mikilvægir undirmarkaðir hafa eflst með aukinni veltu, tilkomu öflugri fjármálastofnana og þátttöku erlendra aðila. Íslenskur fjármálamarkaður er engu að síður enn tiltölulega óþroskaður í samanburði við markaði þróaðra ríkja beggja vegna Atlantshafsins því að þótt veltan hafi aukist er hún enn takmörkuð, þátttakendur fáir og ýmsar fjármálaafurðir eru lítt nýttar.²⁰ Hvaða áhrif hefur erlend útgáfa skuldabréfa í krónum haft á íslenskan fjármálamarkað? Hver eru líkleg áhrif til lengri tíma lítið? Byrjum á að skoða nokkra undirmarkaði.

Millibankamarkaður með krónur

Skipulagður millibankamarkaður með krónur hefur starfað í núverandi mynd frá því árið 1998. Markaðurinn gegnir mikilvægu hlutverki við lausafjárstýringu banka og sparisjóða og í almennri vaxtamyndun á peningamarkaði. Fjármálastofnanir, sem eiga aðild að markaðnum, geta látið frá sér eða orðið sér úti um fjármagn á markaðnum. Vextir á millibankamarkaði gefa því til kynna hver lausafjárstaðan er á markaðnum því að vextir eru háir ef skortur er á lausafé en lágir ef gnótt lausafjár er til staðar. Daglána- og viðskiptareikningsvextir Seðlabankans mynda nokkurs konar þak og gólf millibankavaxtanna og því segir staða vaxtaferilsins innan þess bils einnig til um stöðu lausafjár á markaðnum. Vextir á millibankamarkaði eru einnig mikilvægir við verðlagningu ýmissa fjármálaafurða, svo sem í afleiðuviðskiptum, og eru því lykilliðir í vaxtamyndun á fjármálamarkaði (sjá Halldór Svein Kristinsson, 2002).

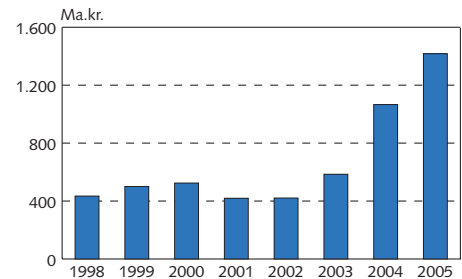
Þessu fylgir að markaðurinn er mikilvægur farvegur í miðlunarferli peningastefnunnar. Hækkun stýrivaxta skilar sér yfirleitt nær samstundis út í vexti á millibankamarkað fyrir krónur þar sem viðskipti með skammtímaverðbréf fara fram en lengstu vextirnir þar eru til tólf mánaða (sjá Þórarinn G. Pétursson, 2001a).

Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum getur haft áhrif til lækkunar vaxta á millibankamarkaði og því unnið gegn því að áhrif stýrivaxta-hækkana Seðlabankans skili sér á peningamarkaði. Ein af mögulegum mótstöðum íslenskra banka í stuttum skiptasamningum við útgefendur erlendra skuldabréfa í krónum er að lána krónurnar inn á millibankamarkað til svipaðs tíma og líftími bréfanna er. Áhrif útgáfunnar ættu því að helst að birtast á lengri enda vaxtarófsins á millibankamarkaði.

Á mynd 8 er tímaróf millibankamarkaðsvaxta áður en útgáfan hófst borin saman við rófið rúmri viku áður en tilkynnt var um stýrivaxta-

Mynd 6

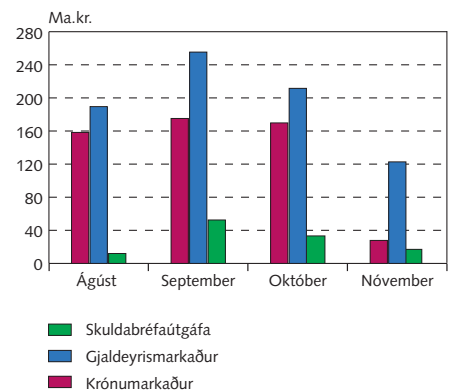
Velta á millibankamarkaði með krónum 1998-2005¹



1. Gildi fyrir 2005 er til og með 14. nóvember.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

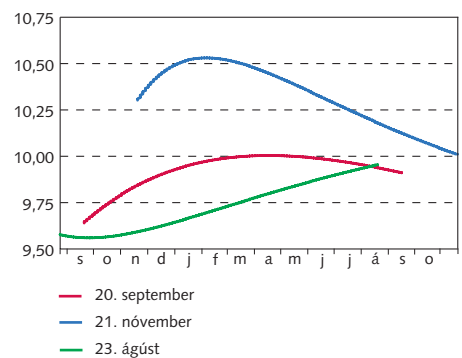
Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum og velta á millibankamörkuðum með krónur og gjaldeyri¹



1. Upplýsingar til og með 11. nóvember.
Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Tímaróf millibankamarkaðsvaxta

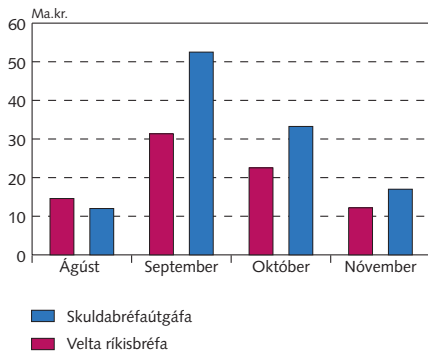


Heimild: Seðlabanki Íslands.

20. Í viðauka við síðustu skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um stöðu og horfur í íslenskum efnahagsmálum (e. Staff Report for the 2005 Article IV Consultation) var bankakerfið og hlutabréfamarkaðurinn á Íslandi borinn saman við önnur norræn lönd. Í greiningu sjóðsins kom fram að íslenskir bankar séu þökkalega vel þróaðir en hlutabréfamarkaðurinn sé hins vegar afar vanþróaður í samanburði við önnur norræn lönd. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn skipar Ísland því í flokk bankakerfshagkerfa en t.d. Danmörk og Svíþjóð eru markaðshagkerfi því að þar er fjármögnun fyrirtækja á hlutabréfamarkaði mun auðveldari (sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2005c).

Mynd 9

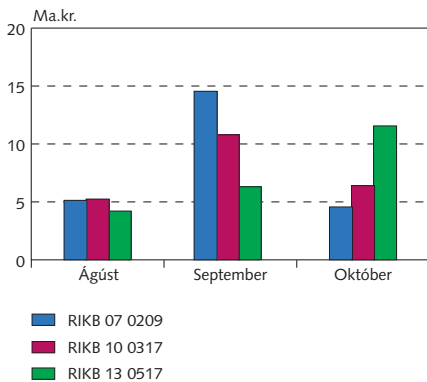
Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum og
velta ríkisbréfa ágúst-nóvember 2005¹



1. Upplýsingar til og með 14. nóvember.
Heimildir: Kauphöll Íslands, Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

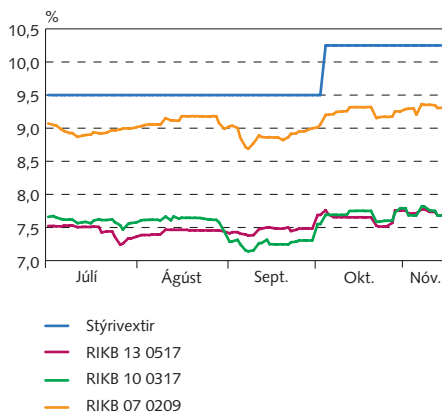
Velta ríkisbréfa eftir flokkum
ágúst 2005 - október 2005



Heimildir: Kauphöll Íslands, Reuters.

Mynd 11

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa
og stýrivextir júlí-nóvember 2005¹



1. Upplýsingar til og með 11. nóvember.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

hækkun Seðlabankans í lok september og tímarófið 21. nóvember. Ljóst er að tímarófið hefur breytt um lögun frá því að erlenda skuldabréfaútgáfan hófst. Þrátt fyrir væntingar um frekari stýrivaxtahækkunar Seðlabankans eru lengri vextir á millibankamarkaði niðrhallandi og á tímarófinu frá 21. nóvember eru vextir á lengri endanum lægri en á þeim stutta. Þetta eru skýr merki um gnótt lausafjár á markaðnum og innstreymi króna í tengslum við útgáfuna er mjög líkleg skýring á þessu.

Á myndum 6 og 7 má sjá að velta á millibankamarkaði með krónur hefur aukist til muna frá því að útgáfa erlendra skuldabréfa í krónum hófst í lok ágúst. Erlenda skuldabréfaútgáfan hefur því að þessu leyti aukið dýpt millibankamarkaðarins eins og fjallað er um í kaflanum *Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans* í þessari útgáfu *Peningamála*.

Skuldabréfamarkaður

Skuldabréfamarkaðurinn er stærsti undirmarkaður íslensks fjármála-markaðar og hefur stærð hans aukist verulega á síðustu árum. Ríki, sveitarfélög, fyrirtæki og einstaklingar sækja lánsfjármögnun á þennan markað. Markaðsvirði skuldabréfa og víxla var um 953 ma.kr í lok síðasta árs og veltan á markaðnum var um 1500 ma.kr. á síðasta ári en vægi íbúða-, hús- og húsnæðisbréfa var um tveir þriðjuhlutar, sjá töflu 4.

Erlend útgáfa skuldabréfa í íslenskum krónum hefur aukið eftirspurn alþjóðlegra verðbréfafyrirtækja, sem hafa milligöngu um útgáfuna, eftir skiptasamningum við íslenska viðskiptabanka sem breyta krónuskuldbindingum útgefandans í erlenda flotvexti. Meðal mögulegra mótstaðna íslenskra banka í skiptasamningum eru fjárfestingar í innlendum óverðtryggðum skuldabréfum með svipaðan líftíma á innlendum markaði. Líftími erlendu skuldabréfanna er í flestum tilfellum eitt til tvö ár og því er ljóst að ríkisbréfin eru einu skuldabréfin á innlendum markaði með álíka líftíma.

Tafla 4 Velta í Kauphöll Íslands í ma.kr.

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Bankavixlar | 40,1 | 32,2 | 69,9 | 51,4 | 43,1 |
| Hlutabréf | 198,8 | 138,3 | 321,3 | 553,6 | 721,4 |
| Húsbref | 132,1 | 218,8 | 319,2 | 506,5 | 366,8 |
| Íbúða- og húsnæðisbréf | 42,4 | 87,1 | 110,7 | 143,1 | 602,1 |
| Ríkisbréf | 25,3 | 108,0 | 133,2 | 149,8 | 269,1 |
| Ríkisvixlar | 34,3 | 32,5 | 48,4 | 79,8 | 84,5 |
| Spariskírteini | 48,3 | 122,6 | 103,4 | 78,3 | 107,7 |
| Samtals | 521,4 | 739,6 | 1106,3 | 1562,4 | 2194,7 |

Heimild: Lánasýsla ríkisins (2005).

Ríkisbréf eru óverðtryggð skuldabréf gefin út af Lánasýslu ríkisins fyrir hönd ríkissjóðs og nú eru þrjú flokkar ríkisbréfa skráðir í Kauphöll Íslands, RIKB07, RIKB10 og RIKB13. Stærð þessara ríkisbréfsflokka er smá í samanburði við umfang erlendu skuldabréfaútgáfunnar og því ljóst að bréfin veita einungis mótstöðu fyrir lítinn hluta útgáfunnar. Áhrif erlendu útgáfunnar og meðfylgjandi skiptasamninga birt-

ast glöggt í auknum eftirmarkaðsviðskiptum með ríkisbréf, einkum RIKB07 og RIKB10 í september og RIKB13 í október í kjölfar útgáfu Kommunalbanken til fimm ára, sjá mynd 10. Ávöxtunarkrafa bréfanna lækkaði sömuleiðis snarlega í mánuðinum, sjá mynd 11. Hún hækkaði hins vegar á ný í október í kjölfar stýrivaxtahækkunar Seðlabankans og væntinga um auknið peningalegt aðhald á næstunni.

Mynd 12 ber saman tímaróf óverðtryggðra vaxta áður en útgáfa erlendu skuldabréfanna hófst, rófið rúmri viku áður en tilkynnt var um stýrivaxtahækkun Seðlabankans í september og tímarófið 21. nóvember. Ljóst er að lögun tímarófsins breyttist eftir að útgáfan hófst og eftirspurn eftir RIKB07 og RIKB10 jókst eins og sést á því að meginhluti tímarófsins 20. september er mun lægri en 23. ágúst. Svo virðist sem 0,75 prósentu stýrivaxtahækkun Seðlabankans í lok september og sterkar yfirlýsingar um auknið peningalegt aðhald hafi náð að lyfta öllu tímarófinu upp fyrir stöðu þess áður en útgáfan hófst.

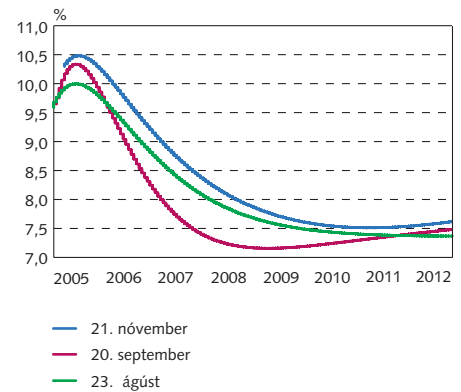
Millibankamarkaður með gjaldeyri

Gengi íslensku krónunnar hefur ráðist af framboði og eftirspurn á milli-bankamarkaði með gjaldeyri frá árinu 1993 og án íhlutunar Seðlabankans frá því í mars 2001 þegar Seðlabankinn tók upp verðbólgu-markmið og krónan fór á flot. Markaðurinn gegnir brýnu hlutverki við að auðvelda og stýra miðlun gjaldeyris á milli kaupenda og seljenda gjaldeyris en mikilvægi þessa hefur aukist til muna með auknu vægi milliríkjaviðskipta, tilkomu fulls frelsis í fjármagnsflutningum á milli Íslands og annarra ríkja og upptöku flotgengisfyrirkomulagsins. Íslenskur gjaldeyrismarkaður hefur hins vegar jafnan verið mjög þunnur, velta lítil og þátttakendur fáir. Þar hefur því gilt orðatiltækið oft veltir lítil þúfa þungu hlasi, þ.e. lítil viðskipti hafa getað haft veruleg áhrif á verð gjaldmiðilsins.

Gengi íslensku krónunnar hefur verið í sögulegum hæðum að undanfögnu. Eins og áður hefur komið fram er það vegna þess að peningalegt aðhald hefur aukist vegna eftirspurnarþrýstings í hagkerfinu. Gengi krónunnar hefur haldið áfram að styrkjast eftir tilkomu útgáfu erlendu skuldabréfanna í krónum. Gengisvísitalan var í um 109 stigum áður en útgáfan hófst en stendur í um 103 stigum þegar þessar línur eru ritaðar eftir að hafa farið lægst í um 100,6 stig. Í millitíðinni hafa stýrivextir hækkað um 0,75 prósentur og Seðlabankinn hefur gefið fyrirheit um „strangt peningalegt aðhald lengur en væntingar standa til“ en hvort tveggja ætti að styrkja gengi krónunnar. Því er erfitt að greina í sundur áhrif peningastefnu Seðlabankans og erlendu útgáfunnar á gengi krónunnar. Nánar verður vikið að tengslum peningastefnunnar og gengis síðar.

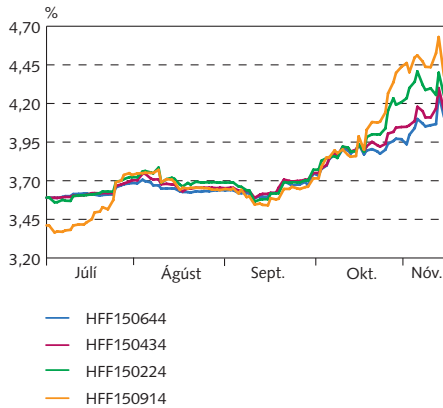
Velta á gjaldeyrismarkaði hefur verið mjög mikil á árinu, eða um 1,600 ma.kr. sem er tvöfalt meira en á sama tíma í fyrra, og veltan hefur verið mun meiri eftir að útgáfa erlendra skuldabréfa í krónum hófst í lok ágúst en fyrir þann tíma, eða um og yfir 200 ma.kr á mánuði, sjá mynd 7. Samkvæmt upplýsingum frá viðskiptabönkunum þremur hafa þeir gert skiptasamninga við erlenda aðila fyrir rétt tæplega 100 ma.kr. sem gæti bent til þess að meginþorri krónanna í tengslum við útgáfuna hafi skilað sér inn á íslenskan markað ólíkt því sem haldið hefur verið fram að undanfögnu um að erlendu milligönguáðilarnir, sem annast

Mynd 12
Tímaróf óverðtryggðra vaxta



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 13

Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa
júli-nóvember 2005¹

1. Upplýsingar til og með 14. nóvember 2005.
Heimildir: Kauphöll Íslands, Seðlabanki Íslands.

útgáfuna fyrir útgefandann, séu með opnar stöður og taki stöðu í vöxtunum. Um þetta er þó erfitt að fullyrða.

Sterkari innviðir íslensks fjármálamarkaðar

Millibankamarkaðir með krónur og gjaldeyri hafa dýpkað í kjölfar útgáfu erlendra skuldabréfa í krónum því að velta hefur aukist til muna á mörkuðunum. Safn fjárfesta í krónum hefur sömuleiðis stækkað verulega með þessari alþjóðlegu útgáfu en fram til þessa hefur okkur Íslendingum ekki tekist að vekja verulegan áhuga meðal erlendra fjárfesta á skuldabréfum í krónum. Innlendir viðskiptabankar hafa fengið nýjan kost á ódýrari lánsfjármögnun í krónum en ef þeir hefðu verið bundnir við framboð lánsfjár á innlendum markaði. Líklegt er að viðskiptavinir þeirra fái notið þess í formi lægri vaxta og fjölbreyttari lánsmöguleikum. Útgáfan hefur því styrkt innviði íslensks fjármálakerfis og lækkar sennilega vaxta- og áhættuálag á innlendum fjáreignum til lengri tíma lítið. Aukin dýpt fjármálamarkaðarins styrkir vaxtaferilinn, er líkleg til að auka samkeppni á milli innlendra bankastofnana og til að efla ýmiss konar fjármálaafurðir sem hafa verið lítið notaðar fram til þessa.

Fróðlegt verður að sjá hvort líftími skuldabréfanna lengist eftir því sem erlendir útgefendur öðlast aukna þekkingu og reynslu af íslenskum fjármálamarkaði líkt og hefur gerst t.d. á Nýja-Sjálandi. Norski Kommunalbanken er fram til þessa eini útgefandinn sem hefur gefið út bréf í krónum til fimm ára.

Áhrif útgáfunnar á efnahagslífið

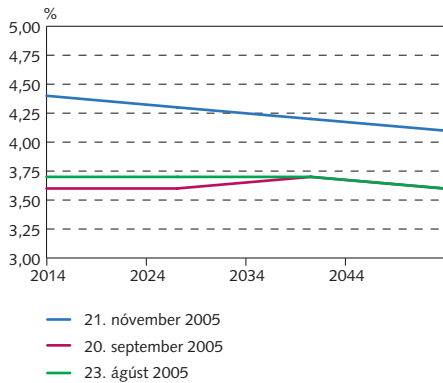
Íslendingar hafa mjög stutta reynslu af útgáfu erlendra skuldabréfa. Engin bréf eru mjög nálægt gjalddaga og því takmarkað hvað hægt er að fullyrða um áhrif útgáfunnar á efnahagslífið. Því er réttara að spyrja: Er einhver ástæða til að ætla að áhrif útgáfu erlendra skuldabréfa verði í veigamiklum atriðum önnur á Íslandi en í Nýja-Sjálandi? Hér þarf að meta áhrif hinna séríslensku þátta, einkum hversu grunnir fjármálamarkaðir eru og tvískiptingu þeirra í verðtryggð og óverðtryggð bréf. Gengissveiflur eru hins vegar síst meiri hér en á Nýja-Sjálandi.²¹

Vextir

Af ofansögðu er ljóst að erlend skuldabréfaútgáfa í krónum hefur verkað sem þrýstingur til lækkunar á óverðtryggða vexti innanlands. Vextir á lengri enda millibankavaxtarófsins hafa lækkað og ávöxtunarkrafa á skuldabréfum með svipaðan líftíma og erlendu bréfin lækkaði er útgáfan hófst þótt stýrivaxtahækkun Seðlabankans næði henni upp á ný. Óverðtryggðir vextir eru því lægri nú en ef útgáfan hefði ekki verið til staðar. Hins vegar er einnig ljóst að útgáfan hefur ekki komið í veg fyrir að stýrivaxtahækkanir Seðlabankans skili sér í hækkun óverðtryggðra vaxta en hækkunin er minni en ella. Útgáfa erlendra skuldabréfa í krónum hefur því dregið úr áhrifamætti peningastefnu Seðlabankans í gegnum vaxtarófið við núverandi aðstæður. Nánar um það síðar.

Mynd 14

Tímaróf verðtryggðra vaxta



Heimild: Seðlabanki Íslands.

21. Samanburð á sveiflum í framleiðslustigi, verðbólgu, vöxtum og gengi í löndunum tveimur má m.a. sjá í Þórarinn G. Pétursson (2004).

Íslenski skuldabréfamarkaðurinn er að mestu leyti verðtryggð bréf og langir verðtryggðir vextir skipta mestu máli fyrir heimilin og fyrirtækin í landinu. Á mynd 13 er sýnd þróun ávöxtunarkröfu íbúðarbréfa frá því í júlí á þessu ári. Á mynd 14 er borið saman vaxtaróf íbúðarbréfa áður en útgáfan hófst, rófið rétt fyrir tilkynningu um stýrivaxtahækkun Seðlabankans í september og 21. nóvember. Af myndunum má sjá að aukið peningalegt aðhald er loks að skila sér út í verðtryggða vaxtarófið. Mæling á vísitölu neysluverðs í nóvember styrkti hækkun ávöxtunarkröfunnar. Þá hefur sterkt gengi krónunnar hvatt erlenda aðila til að losa um stöður sínar á verðtryggðum bréfum. Metvelta hefur verið í viðskiptum með íbúðabréf að undanförunu og hefur ávöxtunarkrafa þeirra hækkað verulega. Hækkarnir hafa verið meiri á styttri endanum en þeim lengri og er verðtryggða vaxtarófið því nokkuð niðurhallandi nú eftir að hafa verið flatt nær samfellt í heilt ár. Á allra síðustu dögum hafa vextir á verðtryggðum íbúðalánum hækkað eftir að Landsbanki Íslands reið á vaðið og Íbúðalánasjóður efndi til útboðs á íbúðabréfum.

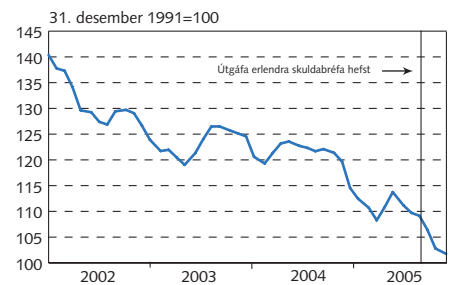
Erfitt er segja til hver líkleg áhrif erlendar skuldabréfaútgáfu í krónum verða á langa verðtryggða vexti. Verðtryggðir vextir á langtímalánum ráðast af því hvaða áhrif útgáfan hefur á væntingar markaðsaðila um framtíðarþróun skammtímaxta og verðbólgunnar. Sé verðlag tregbreytanlegt og staðkvæmd á milli verðtryggðra og óverðtryggðra bréfa ætti breyting óverðtryggðra skammtímaxta að valda tímabundinni breytingu verðtryggðra vaxta í sömu átt.²² Væntingar markaðsaðila um framkvæmd peningastefnunnar og mat þeirra á trúverðugleika hennar hafa því veruleg áhrif. Nánar um það hér á eftir.

Gengi

Gengi krónunnar hefur styrkst samfara auknu peningalegu aðhaldi Seðlabankans og svo virðist sem útgáfa erlendra skuldabréfa í krónum hafi styrkt gengið enn frekar, sjá mynd 15. Er það vísbending um að útgáfan geti haft meiri áhrif á gengi krónunnar en nýsjálenska dollarans, t.d. vegna þess hversu grunnur gjaldeyrismarkaðurinn er á Íslandi? Eða er um yfirskot að ræða sem mun jafna sig þegar frá líður? Má búast við verulegri veikingu krónunnar þegar líftími bréfanna rennur út? Allar þessar spurningar beina kastljósinu að einni lykilsþringu: Hvað ræður gengi íslensku krónunnar?²³

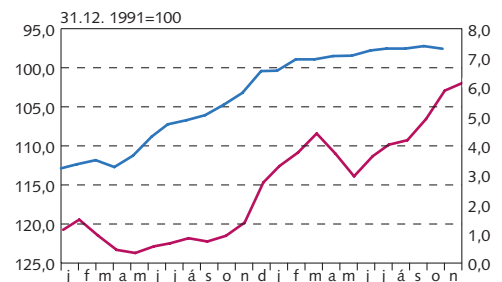
Hagfræðingar hafa lengi glímt við að skýra hvað ráði gengi gjaldmiðla og þrátt fyrir framsetningu ýmissa kenninga um tengsl gengis við aðrar grunnstærðir hagkerfisins, einkum vaxta, hefur víðtækum rannsóknum síðustu áratuga ekki tekist að staðfesta gildi þeirra. Gengishagfræðin er full af ráðgátum sem hagfræðingar reyna að skýra.²⁴ Rúm tuttugu ár eru liðin frá því að Meese og Rogoff (1983) sýndu

Mynd 15
Vísitala meðalgengis 2002-2005¹



1. Upplýsingar til og með 16. nóvember.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 16
Gengi og vaxtamunur við útlönd 2004-2005¹



— Vaxtamunur við útlönd (hægri ás)
— Meðalgengi (andhverfur vinstri ás)

1. Munur á tólf mánaða vöxtum á innlendum peningamarkaðsvixlum og sambærilegum erlendum verðbréfum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

22. Sjá nánari umfjöllun í greinum Þórarins G. Péturssonar (2001a og b).

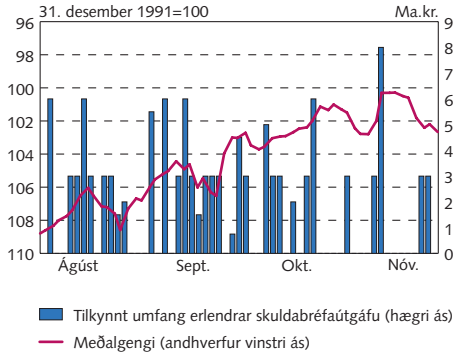
23. Nánari umfjöllun um hvað ráði ákvörðun um gengi gjaldmiðla má finna í rammagrein á bls. 23-25 í *Peningamálum* 2001/4.

24. Helstu ráðgátur eru sambandsleysisráðgátan (e. exchange rate disconnect puzzle), ráðgátan um kaupmáttarjafnvægiskenningu (e. Purchasing power parity puzzle) og framtíðarþróunargátan (e. forward bias puzzle). Sarno (2005) veitir gott yfirlit yfir helstu ráðgátur gengishagfræðinnar og hvernig miðar áleiðis með að leysa þær.

Mynd 17

Meðalgengi og tilkynningar um
erlenda skuldabréfaútgáfu

Daglegar tölur 24. ágúst - 14. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

fram á að ekkert gengislíkan hagfræðinga gæti spáð betur en sú einfalda tilgáta að núverandi gengi gjaldmiðils sé besta spáin um gengi hans í framtíðinni. Þrátt fyrir mikla elju hefur hagfræðingum ekki tekist að breyta þessari niðurstöðu.

Eignaverðsnálgunin

Samkvæmt *eignaverðsnálguninni* (e. asset price approach to the exchange rate) á verð (þ.e. gengi) krónunnar að endurspeglar væntingar markaðsaðila um framtíðararðsemi þess að hafa eignir sínar í krónum miðað við að hafa þær í öðrum gjaldmiðli. Þær væntingar ráðast fyrst og fremst af vaxtamuninum á milli Íslands og útlanda að teknu tilliti til áhættuálags og væntanlegra gengisbreytinga.

Ef væntingar markaðsaðila eru framsýnar ræðst gengisþróunin bæði af *stærð* vaxtamunarins við útlönd sem og væntingum um hversu *lengi* hann verður fyrir hendi. Ef markaðsaðilar miða hins vegar við óbreytt gengi í ljósi niðurstöðu Meese og Rogoff þá mun *formerki* vaxtamunarins skipta mestu máli og þeir munu fjárfesta í eignum í krónum eins lengi og vaxtamunurinn er jákvæður, sjá mynd 16. Sé þetta tilfellið munu skammtímavextir fá aukið vægi við ákvörðun gengis krónunnar samanborið við framsýnar væntingar.

Gengi krónunnar og peningastefna Seðlabankans

Ef skammtímavextir skipta sköpum fyrir gengisþróunina vaknar spurningin: Hvað ræður skammtímavöxtum? Ljóst er að peningastefna getur haft veruleg áhrif á skammtímavexti og ef peningalegt aðhald er misjafnt á milli Íslands og annarra landa verður munur á milli skammtímavaxta. Slíkt hvetur til þess að fjárfestar færi fjárfestingar sínar yfir í þann gjaldmiðil sem ber hærri vexti og þeir munu halda því áfram þangað til högnunartækifærið hverfur. Ef markaðsaðilar eru sannfærðir um að Seðlabankinn muni halda skammtímavöxtum háum aðlagast vextirnir ekki þegar fjárfestar fjárfesta í verðbréfum í krónum. Aðlögunin að óvarða vaxtafjafnvæginu verður því að eiga sér stað í gegnum breytingar á gengi.

Gengisþróun krónunnar er því mjög háð væntingum markaðsaðila til þróunar skammtímavaxta á Íslandi og erlendis. Þær væntingar ráðast aftur af væntingum þeirra til verðbólguþróunarinnar hér og erlendis þar sem aðhaldsstig peningastefnunnar ræðst af henni. Sögulegt aðhaldsleysi peningastefnunnar víða um heim síðastliðin tvö ár á sama tíma og innlend eftirspurn hefur vaxið gífurlega og nýtt Seðlabankann til að hækka stýrivexti sína hefur styrkt gengi krónunnar nær sleitulaust. Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum, sem eykur eftirspurn eftir krónum við útgáfu, og sterkar yfirlýsingar Seðlabankans um strangt peningalegt aðhald innanlands og lengur en væntingar standa til, hafa styrkt þessa gengisþróun krónunnar. Erfitt er að segja til um hversu mikinn þátt erlenda skuldabréfaútgáfan á í þessari styrkingu krónunnar.

Mikilvægt er að átta sig á því að þó að munur á skammtímavöxtum á milli Íslands og annarra landa sé mikilvægur drifkraftur gengisins og peningastefna Seðlabanka Ísland hafi mikil áhrif á þennan vaxtamun þá þýðir það ekki að Seðlabankinn geti stjórnað gengi íslensku krónunnar. Peningastefna Seðlabankans ræðst af undirliggjandi verð-

bólguþrýstingi í hagkerfinu. Telji markaðsaðilar að peningastefna bankans fari á skjön við yfirlýst verðbólguþrýstingum munu þeir ekki vænta þess að vaxtaferillinn til langs tíma hafi breyst nema þeir telji að bankinn búi yfir upplýsingum sem þá skorti sjálfa eða að bankinn hafi breytt um grundvallarstefnu með aðgerðunum. Meti þeir t.d. að stýrivaxtahækkun Seðlabankans sé of mikil munu þeir vænta lægri vaxta í framtíðinni því að það sé eina leiðin til að verðbólguþrýstingur náist. Væntingar þeirra um arðsemi þess að fjárfesta í krónum ætti því ekki að breytast mikið og gengi krónunnar því að haldast nær óbreytt.²⁵

Væntingar í lykilhlutverki í gengisþróuninni

Það er ekki auðvelt að segja til um hvaða aðferð útgefendur erlendra skuldabréfa í krónum og mögulegir fjárfestar nota við að spá um gengisþróun krónunnar. Líklega er allur gangur á því, sumir miða við óbreytt gengi en aðrir líta til annarra þátta eins og verðbólguþróunarinnar, vaxtabreytinga hér og erlendis, hagvaxtarspáa, yfirlýsinga peningayfirvalda o.s.frv. Allir þessir þættir eru því líklegir til að hafa áhrif á áform útgefenda skuldabréfa í krónum. Ljóst er að allar fréttir, sem geta haft áhrif á væntingar markaðsaðila, geta einnig haft áhrif á gengi krónunnar líkt og á verð hefðbundinna verðbréfa. Þetta er einmitt skýring eignaverðsnálgunarinnar á miklum skammtímasveiflum á gjaldeyrismörkuðum.

Það er kannski engin furða að gengislíkön eigi erfitt með að spá um gengisþróun þar sem væntingar markaðsaðila til svo margra þátta skipta sköpum. Þessar væntingar geta breyst hratt og margt getur breytt stemmningunni og hjarðarhegðun er algeng á gjaldeyrismörkuðum. Hert peningalegt aðhald erlendis, bættar verðbólguhorfur innanlands, breytingar á alþjóðafjármálamörkuðum og ótti við að gengi krónunnar sé of langt frá jafnvægi eru aðeins nokkrir þættir sem gætu breytt væntingum markaðsaðila og haft afgerandi áhrif á gengi krónunnar og því um leið á erlenda skuldabréfaútgáfu í krónum.

Horfur eru á að vextir fari hækkandi á evrusvæðinu þar sem verðbólguhorfur hafa versnað. Seðlabanki Bandaríkjanna hefur þegar hækkað stýrivexti sína um þrjár prósentur frá því að peningalegt aðhald náði lágmarki þar árið 2003. Seðlabanki Kanada hefur sömuleiðis hækkað vexti. Á sama tíma hefur Seðlabanki Íslands boðað hert peningalegt aðhald. Það er því spurning hvernig vaxtamunur Íslands við umheiminn mun þróast ef aðhald peningastefnunnar eykst á báðum vígstöðum.

Reynsla annarra landa sýnir að erlend skuldabréfaútgáfa er fyrst og fremst hagsveiflufyrirbæri og nær yfirleitt hámarki, eins og áður segir, þegar vaxtamunurinn er mikill, gengið sterkt í sögulegu ljósi og innlend eftirspurn eftir lánsfé er kröftug. Ennfremur er ljóst að þó að ýmislegt bendi til þess að krónuútgáfan geti aukið sveiflur í gengi krónunnar þá sýnir reynsla Nýsjálandinga að slíkt getur gerst áfallalaust.

25. Í rammagrein XI-I á bls. 46 í þessari útgáfu *Peningamála* er sýnt fram á mikilvægi þess að gera greinarmun á þeim hluta aukins nafnvaxtamunar er felur í sér hækkun raunvaxta og hinum sem endurspeglar aukna innlenda verðbólgu miðað við útlönd. Þetta er nauðsynlegt því að þótt nafnvaxtamunurinn sé að aukast á milli landa er ekki víst að innlend hækkun dugi til að vega upp á móti meiri innlendra en erlendri verðbólgu.

Áhrif útgáfunnar á peningastefnu Seðlabankans

Verðlagsstöðugleiki er meginmarkmið Seðlabanka Íslands og er stöðugt verðlag skilgreint sem hækkun neysluverðs um 2½% á tólf mánuðum. Annað markmið Seðlabankans er að stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslumiðlun í landinu og við útlönd. Þetta viðfangsefni hefur orðið æ umfangsmeira í starfsemi margra seðlabanka á undanförunum árum enda talið nauðsynlegt í kjölfar þess að hömlum var létt af fjármagnshreyfingum á milli landa. Erlend útgáfa skuldabréfa í krónum hefur áhrif á bæði þessi markmið. Hér verður þó fyrst og fremst fjallað um áhrifin á peningastefnuna.

Meira reynir á miðlun peningastefnunnar í gegnum gengi krónunnar en ella

Miðlunarferli peningastefnunnar lýsir því hvernig vaxtabreytingar Seðlabankans miðlast í gegnum hagkerfið og hafa áhrif á neyslu- og fjárfestingarákvarðanir einstaklinga og fyrirtækja og með því heildareftirspurn, verðbólguvæntingar og að lokum verðbólgu. Miðlunarferlið er flókið, háð mikilli óvissu og getur tekið breytingum eftir því hvernig aðstæður eru í þjóðarbúskapnum hverju sinni, m.a. þar sem væntingar fólks og fyrirtækja hafa svo mikið að segja. Veigamiklar kerfisbreytingar síðustu ára hafa breytt miðlunarferlinu og sömuleiðis er ljóst að þjóðarbúið er svo víðs fjarri því sem hægt er að kalla jafnvægisástand að reynsla fyrri ára veitir mjög takmarkaða leiðsögn. Því er ekki auðvelt að meta áhrif erlendar útgáfu skuldabréfa í íslenskum krónum á miðlunarferli og áhrifamátt peningastefnu Seðlabankans við þessar aðstæður.

Um fjöllunin hér á undan bendir til að miðlun peningastefnunnar í gegnum vexti veikist tímabundið við núverandi aðstæður þar sem útgáfa erlendra skuldabréfa í krónum vinnur á móti vaxtahækkunum Seðlabankans. Miðlun peningastefnunnar í gegnum gengið eflist hins vegar til skamms tíma vegna gengisstyrkingar krónunnar en þau áhrif geta snúist við ef fjármagnsstraumar snúast við og gengið lækkar.

Áhrif erlendar skuldabréfaútgáfu á peningastefnuna eru því að miðlun stýrivaxtahækkana út í hagkerfið fer í meira mæli fram í gegnum gengisáhrifin en vaxtarófið en ella. Það þýðir hins vegar ekki að áhrifamáttur peningastefnunnar á vaxtarófið sé hverfandi. Því fer fjarri eins og þróun verðtryggða vaxtarófsins hefur sýnt að undanförunu en áhrifin eru minni en ef útgáfan hefði ekki komið til. Eins og áður hefur komið fram er ekki auðvelt að meta hve stóran hluta gengisstyrkingarinnar í haust megi rekja til erlendu útgáfunnar, líklegt er að hún hafi eflt það ferli sem þegar var hafið í kjölfar vaxtahækkana Seðlabankans.

Breytt miðlun peningastefnunnar er að mörgu leyti óheppileg því að hún leggst misþungt á atvinnugreinarnar í landinu. Útflutningsgeirinn mun þurfa að sýna mikinn sveigjanleika. Hins vegar eru það engin ný sannindi að peningayfirvöld standa frammi fyrir vali. Þau geta ekki haft það að markmiði að tryggja samtímis stöðugleika innanlands (þ.e. verðlags), gengisstöðugleika og leyft fullt frelsi fjármagnsflutninga. Þetta er hinn klassíski ómöguleika-þríhyrningur peningastefnunnar (e. the impossible trinity). Þegar Seðlabanki Íslands tók upp verðbólgu-markmið og leyfði krónunni að fljóta í mars 2001 varð verðlagsstöðu-

gleiki og fullt fjármagnsflutningafrelsi fyrir valinu. Erlend skuldabréfaútgáfa gæti aukið gengissveiflur krónunnar og því má segja að við séum að finna meira fyrir þeim takmörkunum sem þríhyrningurinn setur okkur en fram til þessa.

Hvað gerist er nær dregur gjalddaga?

Mynd 18 sýnir hvenær þau skuldabréf, sem hafa verið gefin út fram til þessa, koma á gjalddaga. Af myndinni má sjá að skuldabréf að andvirði 47 ma.kr eru með gjalddaga á seinni hluta næsta árs og um 30 ma.kr. á hvorum helmingi ársins 2007. Alls eru því skuldabréf að andvirði rúmlega 100 ma.kr með gjalddaga á eins og hálfis árs tímabili. Þetta eru allt vaxtagreiðslubréf þannig að kaupendur fá greiddan út höfuðstólinn í heild sinni í krónum á gjalddaga. Erlendir kaupendur bréfanna geta þá skipt krónunum í erlendan gjaldmiðil á íslenskum gjaldeyrismarkaði eða valið að fjárfesta í nýjum skuldabréfum í krónum. Verði fyrri kosturinn fyrir valinu mun framboð á krónum aukast og gengi krónunnar gæti veikt við það þótt ekki sé hægt að fullyrða um það því gengið er háð mörgum öðrum þáttum eins og áður hefur verið rakið. Því er hins vegar ekki að neita að um verulegar upphæðir er að ræða, einkum á þriðju ársfjórðungum næstu tveggja ára.

Hvaða áhrif gæti möguleg gengisveiking krónunnar undir lok næsta árs haft á peningastefnu Seðlabankans og efnahagslífið í heild? Svarið veltur auðvitað á þeirri stöðu sem verður í þjóðarbúskapnum þegar gengið tæki að veikjast og hvort um væri ræða upphaf veikingarferlisins eða hvort gengi krónunnar hefði byrjað að gefa eftir áður en áhrif skuldabréfanna segðu til sín. Í versta falli gætu peningayfirvöld lent í því að gengi krónunnar gæfi verulega eftir þannig að hætta væri á að gengisbreytingin skilaði sér út í verðlagið með tilheyrandi verðbólguáhrifum og Seðlabankinn þyrfti að bregðast við með enn strangara aðhaldi. Slíkar aðgerðir gætu stuðlað að samdrætti í efnahagslífinu.

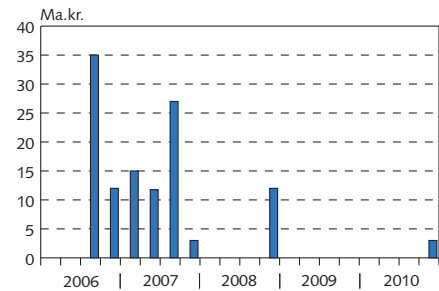
Er þetta líkleg þróun? Að minnsta kosti tvennt bendir til þess að svo sé ekki. Í fyrsta lagi sýnir reynsla Nýsjálendinga að gengisáhrif í tengslum við skuldabréfaútgáfu erlendra aðila eru afar takmörkuð og þrátt fyrir að mikill fjöldi skuldabréfa hefði gjalddaga á árunum 2000 til 2002 hafði það engin slæm áhrif á nýsjálenskt efnahagslíf og leiddi ekki til verulegrar gengisfellingar.

Í öðru lagi er ljóst að samband verðlags og gengis hefur breyst á undanförunum árum þannig að tímabundnar gengisbreytingar skila sér seinna og í minna mæli út í verðlag neysluvöru en áður. Þessi breyting er langt frá því að vera bundin við Ísland því að viðamiklar rannsóknir hafa staðfest þessi umskipti beggja vegna Atlantshafsins. Meðal hugsanlegra skýringa eru aukinn trúverðugleiki peningastefnunnar, minni möguleikar fyrirtækja á að velta gengisbreytingum út í verðlag vegna aukinnar alþjóðlegrar samkeppni, breytt samsetning vöru og þjónustu í milliríkjavíðskiptum, þróun nýrra fjármálaafurða sem auðvelda fyrirtækjum að verja sig gagnvart gengissveiflum og breyttar væntingar almennings eftir því sem gengissveigjanleiki hefur aukist víða um heim. Þessi breyting gerir það að verkum að áhrif skammtímagengissveiflna minnka þannig að jafnvel þótt gengi krónunnar gæfi eftir í tengslum við skuldabréfaútgáfuna er ekki víst að verðbólga aukist eins mikið og margir óttast og áhrifin verði vægari.

Mynd 18

Útistandandi erlend skuldabréf
í krónum eftir gjalddögum

3. ársfj. 2006 - 4. ársfj. 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Um þetta er þó erfitt að fullyrða því að ekki liggja fyrir niðurstöður rannsókna á því hvernig samband verðlags og gengisbreytinga hefur nákvæmlega breyst hér á landi á undanförunum árum enda stutt síðan núverandi fyrirkomulag í gengismálum var tekið upp.²⁶

Aukin óvissa við framkvæmd peningastefnunnar

Af umfjölluninni hér að ofan er ljóst að margt er óvíst og erfitt er að spá fyrir um þróunina á næstunni. Skuldabréfaútgáfa erlendra aðila í krónum eykur óvissuna í kringum framkvæmd peningastefnunnar þar sem hún breytir miðlun hennar út í gegnum hagkerfið á sama tíma og íslenskt efnahagslíf er í einni mestu uppsveiflu síðari ára. Óvissa er hins vegar ekki nýtt viðfangsefni Seðlabankans né annarra peningayfirvalda.²⁷ Þróunin næstu mánuði getur einnig fært peningayfirvöldum mikilvægar vísendingar um þennan nýja óvissuvald í íslenskum efnahagsmálum og hvernig best sé að bregðast við honum. Þessari grein er einungis ætlað að marka upphafið að mun nánari umfjöllun um áhrif skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í krónum á næstu mánuðum og árum.

Samantekt

Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í krónum er sterkur vitnisburður um aukna samþættingu íslensks fjármáallífs við umheiminn og áminning um að enginn er eyland í þeim ólgusjó sem alþjóðafjármálamarkaðir eru. Mikill vöxtur innlendar eftirspurnar hefur leitt til hækkunar vaxta og gengis og beint kastljósi alþjóðafjárfesta að þeim möguleikum sem felast í þessu hávaxtalandi í Norður-Atlantshafi.

Skuldabréfaútgáfa erlendra aðila mun halda áfram svo lengi sem væntingar haldast stöðugar um að drifkraftar útgáfunnar verði áfram til staðar, þ.e. vaxtamunurinn við útlönd verði áfram mikill, gengi krónunnar haldi styrk sínum og eftirspurn eftir lánsfé innanlands verði áfram kröftug. Margt getur breytt væntingum markaðsaðila til þessara drifkrafta og ákveðin teikn eru á lofti. Það stefnir í vaxtahækkunar erlendis og ástandið á skuldabréfamörkuðum gæti glæðst. Þá er spurning hversu lengi markaðsaðilar telji að krónan geti haldið styrk sínum í ljósi stöðugar aukningar viðskiptahallans við útlönd.

Í þessari grein hefur í fyrsta lagi verið gerð grein fyrir alþjóðlegri þróun skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í smærri gjaldmiðlum síðastliðna tvo áratugi. Í annan stað voru niðurstöður rannsókna á því hvað ráði vali á gjaldmiðli við útgáfu skuldabréfa kynntar en þær leggja áherslu á mikilvægi vaxtamunarins á milli landa, styrk gengisins í sögulegu ljósi og innlenda eftirspurn eftir lánsfé. Í greininni var fjallað um fyrirkomulag krónuútgáfunnar og hvers vegna þessir þættir skipta sköpum og eru drifkraftar útgáfunnar.

26. Hampton (2001) sýnir fram á að verðlagsáhrif gengisbreytinga hafa breyst á Nýja-Sjálandi. Hann rannsakar hvernig gengisbreytingar skiluðu sér út í verðlagið þegar gengi nýsjálenska dalsins veiktist í kringum aldamótin 2000 og ber niðurstöður sínar saman við niðurstöður eldri rannsókna á tímabilinu frá árinu 1985 til ársins 1990. Hann kemst að því að gengisbreytingar skili sér í mun minna mæli út í verðlag en áður og að nú leiði 10% verðhækkun innflutnings aðeins til 0,5% hækkunar neysluverðlags til skamms tíma og 1,5% hækkunar til langs tíma.

27. Samanber orð Alan Greenspan, fráfarandi Seðlabankastjóra Bandaríkjanna: "Uncertainty is not just an important feature of the monetary policy landscape; it is the defining characteristic of that landscape" (Greenspan, 2003).

Í þriðja lagi var nokkuð ítarleg umfjöllun um reynslu Nýsjáland-inga af útgáfu sem þessari. Ástæður þess eru annars vegar að Nýja-Sjáland og Ísland eru um margt mjög lík hagkerfi og í svipaðri stöðu um þessar mundir. Hins vegar er komin um tuttugu ára reynsla á útgáfu erlendra aðila í Nýja-Sjálandi og áhrif hennar á nýsjálenskt efnahagslíf hafa verið ítarlega rannsökuð af hagfræðingum hjá Seðlabanka Nýja-Sjálands. Niðurstöður þeirra eru mjög traustvekjandi fyrir okkur Íslendinga þótt mikilvægt sé að slá varnagla í samanburði sem þessum því að engin tvö lönd eru eins.

Loks var gerð tilraun til að meta hvaða áhrif krónuútgáfan hefur haft og er líkleg til að hafa á íslenskt efnahagslíf. Reynsla okkar er að sjálfsögðu afar lítil og því er allt slíkt mat háð mjög mikilli óvissu. Ekki er hægt að beita sömu aðferðum og á Nýja-Sjálandi þar sem reynsla tveggja útgáfubylgna liggur þegar fyrir og flotgengisyfirkomulagið hefur verið við lýði í um tuttugu ár.

Ýmislegt bendir þó til þess að áhrif útgáfunnar á íslenskan fjármálamarkað geti orðið mjög jákvæð og styrkt innviði markaðarins til lengri tíma litið.

Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í krónum hefur verkað sem þrýstingur til lækkunar á óverðtryggða vexti en erfitt er að segja til um hver áhrifin verða á langa verðtryggða vexti sem skipta mestu máli fyrir heimilin og fyrirtækin í landinu. Þá liggur fyrir að gengi krónunnar hefur styrkst verulega frá því að útgáfan hófst en peningalegt aðhald hefur einnig verið hert á sama tíma og því er erfitt að segja til um hver hlutur útgáfunnar er. Sömuleiðis er erfitt að segja til um hver gengisáhrifin verða til lengri tíma litið enda ræðst það að miklu leyti af væntingum markaðsaðila til verðbólguþróunarinnar hér innanlands og erlendis, vaxtabreytingum og áhættumati fjárfesta gagnvart styrk krónunnar.

Áhrif útgáfunnar á peningastefnu Seðlabankans er að miðlun hennar fer í auknum mæli fram í gegnum gengisáhrifin í staðinn fyrir vexti þar sem útgáfan vinnur á móti því að stýrivaxtahækkunir bankans skili sér í gegnum óverðtryggða vaxtarófið af fullum þunga. Þetta eykur á þá óvissu sem ætíð er fyrir hendi við framkvæmd peningastefunnar og kallar á frekari rannsóknir á komandi mánuðum. Það er von höfundar að þessi grein komi þar að einhverju gagni.

Heimildir

- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF), (2005a). *Global Financial Stability Report* September 2005, Washington D.C.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF), (2005b). *Global Financial Stability Report* Apríl 2005, Washington D.C.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF), (2005c). *Iceland: Selected Issues – IMF Country Report* No. 05/366, Október 2005.
- Alþjóðagreiðslubankinn (BIS), (2005a). *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004*, Basel, Sviss.
- Alþjóðagreiðslubankinn (BIS), (2005b). *75th Annual Report: 1. April 2004-31 March 2005*, Basel, Sviss.
- Alþjóðagreiðslubankinn (BIS), (2005c). *BIS Quartely Review* Mars 2005, Basel, Sviss.
- Alþjóðagreiðslubankinn (BIS), (2005d). *BIS Quartely Review* Júní 2005, Basel, Sviss.
- Alþjóðagreiðslubankinn (BIS), (2005e). *BIS Quartely Review* September 2005, Basel, Sviss.

- Briggs, Phil, (2004). „Currency Hedging by Exporters and Importers”, *Reserve Bank of New Zealand*, 67 (4), bls. 17-27.
- Cohen, Benjamin H., (2005). „Currency Choice in International Bond Issuance”, *BIS Quarterly Review*, Júní 2005, bls. 53-66.
- Drage, David, Anella Munro og Cath Sleeman, (2005). „An Update on Eurokiwi and Uridashi Bonds”, *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 68 (3), bls. 28-38.
- Eckhold, Kelly, (1998). „Development in the Eurokiwi Bond Market”, *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 61(2), bls. 100-111.
- Eichengreen, Barry, Ricardo Haussman og Ugo Panizza, (2003). „The Mystery of Original Sin”, Endurskoðuð útgáfa af grein sem var kynnt á ráðstefnu Þróunarbanka Ameríkuríkja í Nóvember 2002.
- Evans, Lewis, Arthur Grimes, Bryce Wilkinson og David Teece, (1996). „Economic Reform in New Zealand 1984-95: The Pursuit of Efficiency”, *Journal of Economic Literature* 34(4), bls. 1856-1902.
- Fjármálaeftirlitið, (2005). *Ársskýrsla Fjármálaeftirlitsins 2005*.
- Galati, Gabriele og Michael Melvin, (2004). „Why has FX Trading Surged? Explaining the 2004 Triennial Survey”, *BIS Quarterly Review*, Desember 2004, bls. 67-74.
- Greenspan, Alan (2003). „Opening Remarks”, erindi á Monetary Policy under Uncertainty: Adapting to a Changing Economy, ráðstefnu styrktri af Federal Reserve Bank of Kansas City í Jackson Hole í Wyoming 28.-30. ágúst 2003.
- Görmez, Yüksel og Gökhan Yilmaz, (2005). „Original Sin and Convertibility in Turkey”, *Central Bank of the Republic of Turkey*.
- Halldór Sveinn Kristinsson, (2002a). „Millibankamarkaður með krónur”, *Peningamál* 2002/3, bls. 27-31.
- Halldór Sveinn Kristinsson, (2002b). „Skuldabréfamarkaður á Íslandi”, *Peningamál* 2002/1, bls. 33-42.
- Hampton, Tim, (2001). „How Much Do Import Price Shocks Matter for Consumer Prices?”, *Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series No. 2001/06*.
- Herrera-Pol, Doris, (2004). „The Opening of New Markets to Foreign Issuers: What has Changed in the New Millennium?”, í *The Euromoney International Debt Capital Markets Handbook 2005*, Euromoney Institutional Investor.
- Lánasýsla ríkisins, (2005). *Ársskýrsla Lánasýslu ríkisins 2004*.
- Meese, Richard A. og Kenneth Rogoff, (1983). „Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample?”, *Journal of International Economics* 14, bls. 3-24.
- Munro, Anella, (2005a). „What drives the New Zealand dollar?”, *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 67(2), bls. 21-33.
- Munro, Anella, (2005b). „UIP, Expectations and the Kiwi”, *Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series No. 2005/05*.
- Reserve Bank of New Zealand, (2005a). *Monetary Policy Statement*, September 2005.
- Reserve Bank of New Zealand, (2005b). *Financial Stability Report*, Nóvember 2005.
- Rosenberg, Christoph, Ioannis Halikias, Brett House, Christian Keller, Jens Nystedt, Alexander Pitt og Brad Setser, (2005). „Debt-Related Vulnerabilities and Financial Crises – An Application of the Balance Sheet Approach to Emerging Market Countries”, *IMF Occasional Paper* 240.
- Sarno, Lucio, (2005). „Viewpoint: Towards a Solution to the Puzzles in Exchange Rate Economics: Where do We stand?”, *Canadian Journal of Economics* 38 (3), bls. 673-708.
- Seðlabanki Íslands, (2005a). *Fjármálastöðugleiki*, Reykjavík.
- Seðlabanki Íslands, (2005b). *Hagvísar Seðlabanka Íslands. Yfirlit um þróun efnahagsmála*, Seðlabanki Íslands, Október 2005.
- Seðlabanki Íslands, (2001). *Peningamál* 2001/4.
- Smyth, Nick, (2005). „Recent Trends in Foreign Exchange Turnover”, *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 68 (3), bls. 16-27.

- White, Bruce, (1998). „Monetary Policy and the Structure of the Capital Account: the New Zealand Experience”, *Reserve Bank of New Zealand*, 61 (4), bls. 307-316.
- Woolford, Ian, Michael Reddell og Sean Comber, (2001). „International Capital Flows, External Debt and New Zealand Financial Stability”, *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 64 (4), bls. 4-18.
- Þórarinn Pétursson, (2001a). „Miðlunarferli peningastefnunnar”, *Peningamál* 2001/4, bls. 59-74.
- Þórarinn Pétursson, (2001b). „The Transmission Mechanism of Monetary Policy: Analysing the Financial Market Pass-through”, *Central Bank of Iceland Working Papers* No. 14.
- Þórarinn Pétursson, (2004). „The effects of inflation targeting on macroeconomic performance”, *Central Bank of Iceland Working Papers* No. 23.

Lífeyrissjóðir – framtíðarhorfur og óvissuþættir

Í árslok 2004 voru eignir lífeyrissjóðanna nokkru meiri en andvirði landsframleiðslu eins árs. Horfur eru á að þær vaxi um svipaða upphæð næstu 10 árin. Rúmlega fimmtungur eigna sjóðanna er nú varðveittur í erlendum verðbréfum, en til að ávaxta féð, sem bætast mun við, þarf væntanlega að fjárfesta hærra hlutfall erlendis. Afkoma lífeyrissjóða ræðst af dánarlíkum félagsmanna, starfsævi, launabróun og ávöxtun fjármagns sjóðanna. Sýnd eru dæmi um stærð þessara þátta og sérstaklega hugað að óvissu um þá og áhrifum hennar á rekstur sjóðanna. Ekki er að sjá að stórfelldur peningasparnaður Íslendinga með lífeyrissjóðum hafi leitt til samsvarandi þjóðhagslegs sparnaðar.

Eftirlaun eru nú alvarlegt áhyggjuefni í ríkisfjármálum flestra iðnvæddra landa. Þau eru að mestu greidd með skattfé og fyrirsjáanlegt að framlög til þeirra þurfa að hækka mikið næstu áratugi. Ástæðan fyrir þessu er að fjölmennir árgangar nálgast eftirlaunaaldur, íbúar landanna ná hærri aldri og eignast færri börn. Hlutfall eftirlaunabega og fólks á starfsaldri mun því hækka mikið fram eftir 21. öld. Hliðstæð þróun í breytingu á aldurshlutföllum nær einnig til margra þróunarlanda, þ. á m. bæði Indlands og Kína³.

Enda þótt öldruðum Íslendingum muni einnig fjölga í hlutfalli við fólk á starfsaldri er þetta minna áhyggjuefni hér en víða annars staðar. Fyrir því eru tvær meginástæður. Önnur er sú að breyting á aldursskiptingu, sem við sjáum fram á, er minni en í Evrópulöndum sem búa við svipaðan efnahag vegna þess að fæðingartíðni er ekki orðin jafnlág hér, og eftirlaunaaldur er hár. Hin er að eftirlaunakerfi okkar miðast að mestu við að hver starfandi maður spari hluta af launum sínum og geymi í sjóði sem síðan er varið til að greiða eftirlaun hans. Það þarf því ekki að auka skattheimtu þó að hlutfall eftirlaunabega hækki.

Íslensku lífeyrissjóðirnir áttu tæplega 1000 ma.kr. við árslok 2004, en það ár var verg landsframleiðsla um 885 ma.kr. Iðgjaldtekjur lífeyrissjóða eru enn miklu hærri en lífeyrisgreiðslur. Eftirlaunabegar eru fáir í hlutfalli við starfandi sjóðfélaga og flestir þeirra hafa ekki greitt iðgjald af öllum tekjum sínum nema fyrir hluta starfsævinnar og eiga því lítil réttindi. Að auki hafa sjóðirnir fjármagnstekjur. Það er því fyrirsjáanlegt að eignir þeirra munu vaxa mikið næstu árin nema hrun verði á hlutabréfaverði.

Ellilífeyrisþegum á eftir að fjölga hlutfallslega miðað við fólk á starfsaldri og réttindi þeirra aukast. Samkvæmt skýrslu Fjármálaeftirlitsins⁴ duga eignir sjóðanna og væntanleg iðgjöld núverandi félaga ekki fyllilega fyrir skuldbindingum vegna þeirra. Mest vantar upp á hjá sjóðum með ábyrgð atvinnuveitenda sem eru ríki og sveitarfélög. Þeir eiga þó einnig drjúga sjóði. Í heild virðist vandi íslensku lífeyrissjóð-

1. Guðmundur er tölfræðingur og starfar við Hafrannsóknastofnun og hagfræðisvið Seðlabankans.

2. Kristína er deildarstjóri á tölfræðisviði Seðlabankans.

3. Hagfræðistofnun Háskólans efndi til ráðstefnu um efnið sl. vor í samvinnu við Center for Capitalism við Columbiu-háskóla. Glærur frá ráðstefnunni eru á vef Hagfræðistofnunar, www.ioes.hi.is.

4. Fjármálaeftirlitið, Lífeyrissjóðir, Ársreikningar 2004 ásamt kennitölum og öðrum upplýsingum. Reykjavík 2005.

anna léttvægur samanborið við erfiðleikana sem steðja að lífeyriskerfum flestra ríkra landa.

Segja má að Íslendingar hafi leyst lífeyrismálin með skyldu-sparnaði. Frá 1990 til 2004 nam hann 10% af atvinnutekjum flestra landsmanna en iðgjaldið hefur nú víða verið hækkað um 1 eða 2% af launum. Einnig hefur mótframlag atvinnurekenda til viðbótarlífeyrissparnaðar verið hækkað í 2% að því tilskildu að launþegi greiði líka 2% í slíkan sparnað svo að vænta má að flestir muni taka þátt í honum. Athygli vekur að þrátt fyrir allan peningasparnað lífeyrissjóðakerfisins er þjóðhagslegur sparnaður Íslendinga lágur samanborið við aðrar þjóðir.

Nokkuð almenn sátt virðist ríkja um fyrirkomulag lífeyrismála á Íslandi og við hrósum happi að hafa valið aðra leið en þau lönd sem við líkjumst mest í lífsgæðum. Helstu óánægjuefni hafa verið að fólk hefur ekki frelsi um val á lífeyrissjóði og bág kjör margra núverandi lífeyrisþega sem eiga lítil réttindi.

Meginviðfangsefni greinarinnar er fjármagn lífeyrissjóðanna og þróun þess. Við byrjum á að lýsa stöðu sjóðanna og nokkrum sögulegum atriðum og sýnum síðan áætlun um stærð þeirra 20 ár fram á við. Afkoma söfnunarsjóða ræðst bæði af lýðfræðilegum og efnahagslegum þáttum. Ákvarðanir um iðgjöld og lífeyri styðjast við spár um þá þætti marga áratugi fram í tímann. Við sýnum dæmi um áhrif sumra þeirra og fjöllum um óvissu um þá og áhrif hennar á rekstur sjóðanna.

Núverandi staða lífeyrissjóða

Meginhlutverk lífeyrissjóða er að tryggja félagsmönnum viðunandi tekjur eftir að þeir láta af störfum vegna aldurs. Sjóðirnir greiða einnig maka-, barna- og örorkubætur. Í alþjóðlegum skrifum um lífeyrismál er algengt að tala um þrjár stoðir lífeyriskerfis. Sú fyrsta er greiðslur frá opinberum stofnunum, hér Tryggingastofnun ríkisins, kostuð af skattfé, og er slíkt greiðslufyrirkomulag venjulega nefnt gegnumstreymi í lífeyrissjóðafræðum. Önnur stoðin er söfnunarsjóðir með skylduaðild og þriðja stoðin söfnunarsjóðir með frjálsri þátttöku.

Á Íslandi er lífeyrissjóðum með skylduaðild ætlað að verða meginstoð lífeyriskerfisins. Núgildandi lög um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða eru frá 1997 með nokkrum síðari breytingum. Þar er kveðið á um lágmarksiðgjald, 10% af launum, og var það um nokkurt skeið algengasta iðgjaldið, en nú er iðgjald flestra sjóða orðið hærra. Núna reynir meira á ákvæði í 4. grein laga nr. 129/1997 sem segir: „Lágmarkstryggingavernd sem lífeyrissjóður veitir miðað við 40 ára inngreiðslutíma iðgjalds skal fela í sér 56% af þeim mánaðarlaunum sem greitt er af í mánaðarlegan ellilífeyri ævilangt frá þeim tíma sem taka hans hefst, þó ekki síðar en frá 70 ára aldri, ...“ Samkvæmt reglugerð nr. 391/1998, um skyldutryggingu lífeyrissjóða og starfsemi lífeyrissjóða, er þetta túlkað þannig að lágmarksréttindaöflun sé 1,4% á ári við jafna réttindaöflun, en að meðaltali 1,4% á ári við aldurstengingu.

Íslenskir lífeyrissjóðir hafa breyst mikið á liðnum áratugum. Upp úr 1970 urðu flestir launþegar félagsmenn í lífeyrissjóði og greiddu 10% iðgjald af dagvinnutekjum. Sjóðirnir tengdust starfsgreinum og stéttarfélagum. Lífeyrissjóðir opinberra starfsmanna og einstöku starfs-

stétta voru talsvert eldri. Þetta fyrirkomulag hefur tekið ýmsum breytingum. Sjálfstætt starfandi einstaklingar urðu þátttakendur í kerfinu 1980 og frá 1987-1990 var það vikkað til að ná til allra launa. Fjármálaeftirlitið lítur eftir starfsemi lífeyrissjóða og gefur út skýrslur um starfsemi þeirra.

Stærð lífeyrissjóða

Í töflu 1 má sjá stærð og umfang lífeyrissjóðanna í lok ársins 2004 svo og tölur úr greiðslufirliti þeirra, annars vegar almennu sjóðanna og hins vegar sjóðanna í heild.

Tafla 1 Stærð og umfang lífeyrissjóða í árslok 2004

| Í milljörðum króna | Almennir sjóðir ¹ | Lífeyrissjóðir alls |
|-------------------------------------------|------------------------------|---------------------|
| Hrein eign | 738,8 | 986,5 |
| Iðgjöld | 42,9 | 75,1 |
| Kostnaður vegna rekstrar og fjárfestingar | 2,0 | 3,0 |
| Lífeyrir | 16,4 | 31,1 |
| þar af ellilífeyrir | 9,9 | 20,8 |
| þar af örorkulífeyrir | 4,5 | 5,2 |
| þar af makalífeyrir | 1,7 | 4,7 |
| þar af barnalífeyrir | 0,3 | 0,3 |
| þar af annar lífeyrir | - | 0,2 |

1) Almennir lífeyrissjóðir taka við lögbundnum lífeyrisgreiðslum og atvinnurekendur bera ekki ábyrgð á skuldbindingum þeirra.

Heimild: Fjármálaeftirlitið, Lífeyrissjóðir, Ársreikningar 2004 ásamt kennitölum og öðrum upplýsingum. Reykjavík 2005.

Eins og sjá má í töflu 1 var hrein eign lífeyrissjóðanna í árslok 2004 986,5 ma.kr., meðalstaða hennar á árinu 2004 var rúm 102% af vergri landsframleiðslu. Mynd 1 sýnir að hún hefur aukist mjög undanfarin ár. Á árinu 2001 stóð hún þó í stað, sé miðað við VLF, en þá var einmitt niðursveifla á hlutabréfavisitölum í heiminum og hafði þau áhrif að ávöxtun sjóðanna varð verulega neikvæð.

Samsetning verðbréfaeignar lífeyrissjóðanna hefur breyst mjög undanfarin áratug. Á árinu 1995 var eign þeirra í verðbréfum með breytilegum tekjum einungis 5% af heildarverðbréfaeigninni en árið 2004 var hún komin í 45%, eins og sjá má á mynd 2⁵.

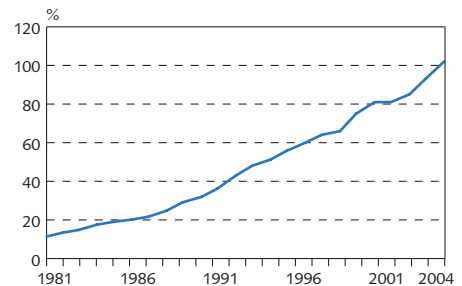
Um það bil helmingur verðbréfaeignar með breytilegum tekjum er útgefinn af erlendum aðilum.

Fjármögnun íbúðarhúsnæðis

Lífeyrissjóðir hafa á tvennan hátt komið að fjármögnun íbúðarhúsnæðis á Íslandi í gegnum tíðina. Þeirra þátttaka á íbúðamarkaðnum hefur annars vegar verið sú að veita sjóðfélögum lán með veði í íbúðarhúsnæði. Á mynd 3 má sjá hvernig sjóðfélagalánið hafa þróast. Hin leiðin, sem lífeyrissjóðir hafa farið við að fjármagna íbúðarhúsnæði, er að kaupa ýmiss konar verðbréf sem gefin hafa verið út í því skyni að fjár-

Mynd 1

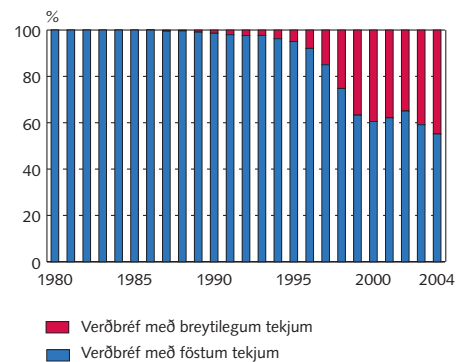
Meðalstaða hreinnar eignar sem hlutfall af VLF



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

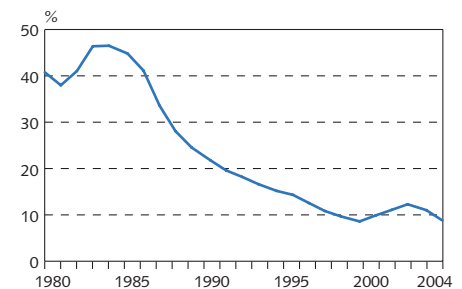
Skipting verðbréfaeignar lífeyrissjóðanna 1980-2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Hlutfall sjóðfélagalána af hreinni eign lífeyrissjóða 1980-2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

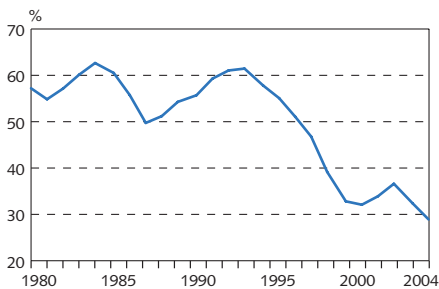
5. Verðbréf með breytilegum tekjum eru verðbréf þar sem ávöxtunin ræðst á markaði, þ.e. hlutabréf og hlutdeildarskirteini í verðbréfa- eða fjárfestingarsjóðum. Verðbréf með föstum tekjum eru hins vegar verðbréf sem bera ákveðna vexti.

Tafla II Eignir lífeyrissjóða

| | Staða í ma.kr. 31.12.1995 á verði 2004 | Hlutfall af hreinni eign | Staða í ma.kr. 31.12.2004 | Hlutfall af hreinni eign |
|---------------------------------|----------------------------------------------|-----------------------------|------------------------------|-----------------------------|
| Verðbréf með föstum tekjum | 313,2 | 87,4 | 524,3 | 53,1 |
| þar af vegna húsnæðis | 197,4 | 55,1 | 285,2 | 28,9 |
| Verðbréf með breytilegum tekjum | 16,2 | 4,5 | 426,0 | 43,2 |
| þar af innlend | 10,5 | 2,9 | 215,2 | 21,8 |
| þar af erlend | 5,7 | 1,6 | 210,8 | 21,4 |
| Annað | 28,9 | 8,1 | 36,2 | 3,7 |
| Hrein eign | 358,4 | | 986,5 | |

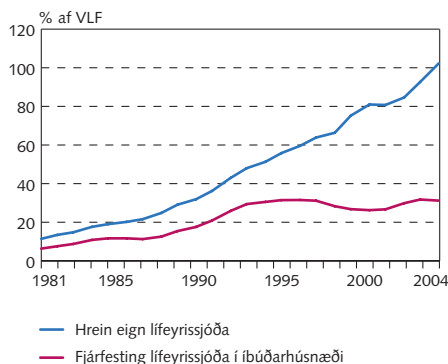
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4
Hlutfall fjárfestinga v/íbúðarhúsnæðis af
hreinni eign lífeyrissjóða 1980-2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Fjárfesting lífeyrissjóða í íbúðarhúsnæði
og hrein eign lífeyrissjóða 1981-2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

magna fasteignalán til heimila. Það byrjaði þegar þeir voru skyldaðir með lögum nr. 54/1986 til að verja ákveðnum hluta af ráðstöfunarfé sínu til að kaupa skuldabréf Húsnæðisstofnunar. Á fyrri hluta tíunda áratugarins komu húsnæðisbréf og húsnæðisbréf til sögunnar og hófu lífeyrissjóðirnir strax að fjárfesta í þeim og næstu árin vorðu þeir u.þ.b. fjórðungi ráðstöfunarfjárins þannig. Á árinu 1997 drógust kaup þeirra á húsnæðisbréfum töluvert saman en það er einmitt á því ári sem þeir fóru verulega að renna hýru auga yfir hafið. Þegar útgáfu húsnæðisbréfa var hætt á árinu 2004 og íbúðabréf komu í staðinn skiptu lífeyrissjóðirnir strax töluverðum hluta húsnæðisbréfa sinna yfir í íbúðabréf og hafa síðan haldið áfram að kaupa þau í einhverjum mæli.

Á mynd 4 má sjá hvernig hlutfall fjárfestinga lífeyrissjóðanna vegna íbúðarhúsnæðis hefur dregist saman undanfarinn áratug sé miðað við hreina eign þeirra. Ástæða þessa samdráttar er meðal annars sú að á þessum tíma jukust fjárfestingarmöguleikar sjóðanna þegar opnaðist fyrir erlenda markaði, auk þess sem þeir voru farnir að leggja fram allt fé, sem þurfti til húsnæðisbréfa, með þeim veðkröfum sem þeir og Húsnæðisstofnun kröfðust. Þetta var afbragðsfjárfesting, en þeir höfðu yfir meira fjármagni að ráða sem þeir þurftu að ávaxta.

Þessi fjárfesting hefur, sem hlutfall af landsframleiðslu, verið býsna stöðug síðasta áratuginn eða á bilinu 26-31% af VLF, miðað við meðalstöðu ársins, eins og sjá má á mynd 5. Á sama tíma tvöfaldadist hlutfall hreinnar eignar sjóðanna af landsframleiðslu, úr 51% í 102%, reiknað á sama hátt. Af útgefnum bréfum Íbúðalánasjóðs (húsnæðisbréf, húsnæðisbréf og íbúðabréf) eiga lífeyrissjóðirnir 41% og af markaðsskuldabréfum í heild 47%. Þá eiga lífeyrissjóðirnir meirihlutann af innlendri verðbréfaútgáfu innlánsstofnana.

Erlend verðbréfaeign

Í ársbyrjun 1995 féllu úr gildi síðustu leifar takmarkana skv. reglugerð um gjaldeyrismál, nr. 471/1992, á fjárfestingum innlendra aðila í erlendum verðbréfum. Lífeyrissjóðirnir hófu þó ekki fjárfestingar erlendis að neinu marki fyrr en á árinu 1997. Síðan þá hafa þeir stöðugt aukið við eign sína erlendis og í árslok 2004 voru erlend verðbréf 22% af hreinni eign þeirra samtals, en sá sjóður sem mest sækir á erlend mið var þá með tæpan þriðjung eigna sinna bundinn í erlendum verðbréfum. Enn hafa því sjóðirnir töluvert svigrúm til að fjárfesta erlendis, en

lög nr. 129/1997 kveða á um að þeir skuli takmarka áhættu sína í erlendum gjaldmiðlum við 50% af hreinni eign. Þannig gætu þeir í raun fjárfest meira en 50% af hreinni eign sinni í erlendum verðbréfum ef þeir verja sig fyrir gengisáhættunni.

Hlutabréf og hlutabréfasjóðir

Langstærsti hluti erlendu verðbréfaeignar lífeyrissjóðanna er hlutabréf, ýmist í einstökum félögum eða í verðbréfasjóðum sem fjárfesta eingöngu í hlutabréfum. Síðustu fimm árin hafa hlutabréf verið í kringum 80% af erlendum verðbréfum sjóðanna og um það bil 17-18% af hreinni eign þeirra. Niðursveifla í hlutabréfavísitölum, eins og átti sér stað í heiminum á árunum 2000-2002, hefur því töluverð áhrif á ávöxtun sjóðanna enda varð ávöxtun þeirra neikvæð á þessum árum eftir að hafa verið góð árin þar á undan þegar hlutabréfaverð var á uppleið.

Ef tekin eru saman öll hlutabréf og hlutabréfasjóðir, bæði erlend og innlend, kemur í ljós að slíkar fjárfestingar hafa aukist mjög á undanförunum einum og hálfum áratug. Árið 1990 var eign lífeyrissjóðanna í þeim aðeins liðlega 1% af hreinni eign en í lok árs 2004 rúmlega 31%, sjá mynd 6.

Samanburður við Holland

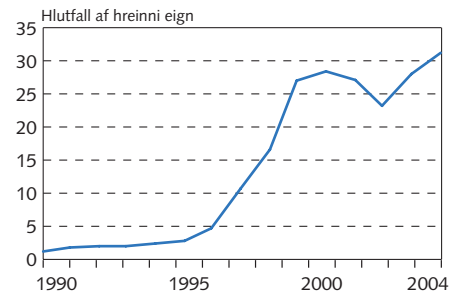
Auknar fjárfestingar lífeyrissjóðanna í hlutabréfum er sams konar þróun og átt hefur sér stað hjá lífeyrissjóðum erlendis, t.d. í Hollandi, en þar var eign í hlutabréfum komin í 40% af heildareignum í árslok 2000⁶. Afleiðing þessarar breyttu samsetningar í verðbréfaeign hefur gert lífeyrissjóðina viðkvæmari fyrir sveiflum á hlutabréfaverði, eins og glögggt má sjá á afkomu sjóðanna, bæði á Íslandi og í Hollandi.

Þannig versnaði tryggingafræðileg staða lífeyrissjóða í báðum löndunum töluvert á árunum 2000-2003. Enn versnaði síðan staða íslensku sjóðanna á árinu 2004, en í lok árs var hún neikvæð hjá 27 samtryggingardeildum af 40 sem eru án ábyrgðar annarra. Ekki má þó kenna sveiflum á hlutabréfaverði alfarið um verri stöðu deildanna en augljóslega áttu þær einhvern hlut að máli.

Hollenska lífeyrissjóðakerfið er að mörgu leyti líkt hinu íslenska. Þar er skylduáðild að lífeyrissjóðum sem er ætlað að annast hátt hlutfall af lífeyrisgreiðslum þó að það sé lægra en hér. Kerfið er sterklega tengt atvinnugreinum með því að starfsmenn skulu vera félagar í ákveðnum sjóðum eins og tíðkast hérlendis. Þetta hindrar samkeppni milli lífeyrissjóða. Hollendingar voru fyrir á ferðinni með viðbótarlífeyrissparnað en Íslendingar, en strax á árinu 1996 var yfirgnæfandi meirihluti fólks á vinnumarkaði þar með slíkan sparnað. Meginreglan í Hollandi hvað varðar verðtryggingu lífeyris er að hann fylgir breytingum á launavísitölu en hérlendis er oftast miðað við neysluverðsvísitölu. Þrátt fyrir sterka stöðu lífeyrissjóða horfir Holland fram á vandamál samfara fjölgun lífeyrisþega vegna meira langlífis. Jafnframt fækkar starfandi fólki á vinnumarkaði. Að auki hefur hreyfanleiki vinnuafis í Hollandi í för með sér áhættu fyrir lífeyrissjóði. Sú áhætta felst í því að launþegar eiga möguleika á að forðast sjóði sem standa illa, t.d. vegna óhagstæðrar

Mynd 6

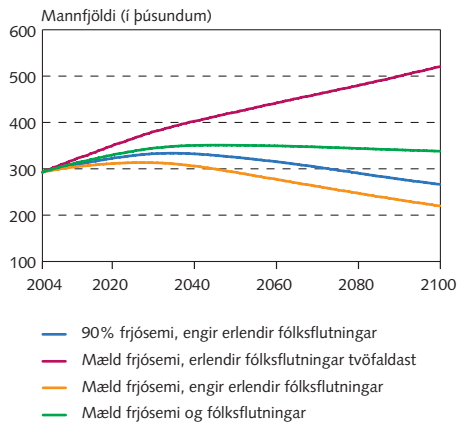
Hlutabréf og hlutabréfasjóðir í eigu lífeyrissjóða 1990-2004



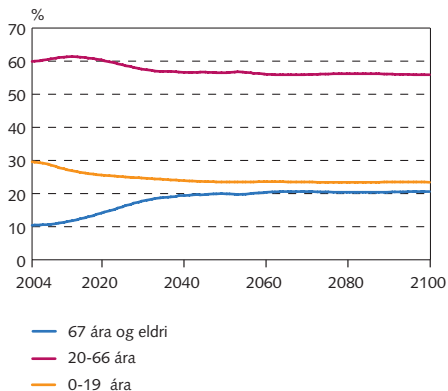
Heimild: Seðlabanki Íslands.

6. Pension funds at risk, Casper van Ewijk og Martijn van de Ven, cpb Report 2003/1.

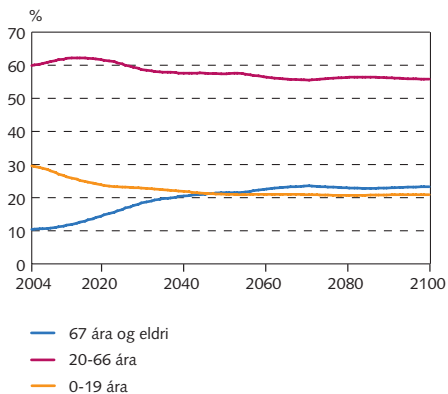
Mynd 7
Framreikningar á mannfjölda 2004-2100



Mynd 8
Aldursskipting samkvæmt
grunnðæmi mannfjöldaspár 2004-2100



Mynd 9
Aldursskipting ef frjósemi lækkar í 90%
af meðaltali árána 2004-2100



aldurssamsetningar, með því jafnvel að flytja sig til annarra landa. Líklegt er að launþegar muni gera slíkt í vaxandi mæli til að forðast tap vegna vandamálanna sem víða blasa við lífeyrissjóðum. Hér höfum við lengi búið við að lífeyrisréttindi opinberra starfsmanna hafa verið betri en annarra launþega. Ef almennir sjóðir verða sumir með aldurstengda réttindaöflun og aðrir fasta skapast nýr hvati fyrir launþega að velja sér starf með hliðsjón af lífeyrisréttindum⁷.

Lýðfræði

Framtíðarhorfur lífeyrissjóða ráðast m.a. af aldurskiptingu félagsmanna og lífslíkum þeirra. Upphafsríði í reikningum okkar er 2004, en eftir það ræðst mannfjöldi og aldurskipting af frjósemi, dánarlíkum og fólksflutningum til og frá landinu. Í grunnðæmi er stuðst við meðaltal af mælingum Hagstofu Íslands⁸ fyrir árin 2001-2004 nema um flutninga fólks með erlent ríkisfang til og frá landinu. Þar er árinu 2004 sleppt þar sem það er sennilega ekki dæmigert vegna áhrifa stóriðju-framkvæmda á Austurlandi.

Í grunnðæmi er reiknað með að fjöldinn, sem kemur og fer, verði sama hlutfall af fjölda landsmanna í árganginum og árin sem við notum mælingar frá. Þetta er eðlileg viðmiðun um búferlaflutninga Íslendinga þótt fleira komi þar sjálfsagt við sögu, einkum efnahagsaðstæður hér samanborið við lönd sem Íslendingar flytja helst til. Um fjölda útlendinga, sem flytjast hingað eða hverfa á braut, höfum við enga nærtæka viðmiðun, en fjöldi í árganginum er ekki verri en hver önnur og felur í sér að þessir fólksflutningar verði í svipuðu fari framvegis og árin 2001-2003.

Árin, sem miðað er við, fluttust talsvert fleiri Íslendingar úr landi en þeir sem sneru aftur. Hins vegar fluttu fleiri með erlent ríkisfang hingað en þeir sem yfirgáfu það aftur svo að heildaráhrif búferlaflutninga eru ekki stórvægileg. Mynd 7 sýnir nokkur dæmi um mannfjöldapróun til ársins 2100. Hún sýnir einnig mannfjöldapróun miðað við að flutningar fólks með erlent ríkisfang hætti eða að þeir tvöfaldist. Í fjórða dæminu á myndinni eru fólksflutningar samkvæmt mælingunum, en frjósemi lækkar í 90% af því sem mældist 2001-2004.

Mynd 8 sýnir hlutfallslega skiptingu mannfjöldans í fólk á starfsaldri og eftirlaunaaldri. Núna er fjöldi 67 ára og eldri rúm 17% af fjölda á starfsaldri og þyrfti þá að verja rúmum 12% af tekjum þeirra sem eru að störfum til að veita ellilífeyrisþegum 70% af tekjum hinna starfandi ef stuðst væri við gegnumstreymiskerfi. Hlutfall mannfjöldans, sem er á eftirlaunaaldri, á eftir að hækka samkvæmt þessari mannfjöldaspá og kostnaðurinn við 70% ellilífeyri færi í nálægt 26% af launum.

Frjósemi hefur farið lækkandi um alllangt skeið. Þetta er í samræmi við þróun í öðrum löndum. Mynd 9 sýnir dæmi þar sem þróun mannfjölda fylgir grunnforsendum, nema fæðingartíðni er 90% af meðaltali árána 2001-2004. Það ætti ekki að hafa mikil áhrif á afkomu söfnunarlífeyrissjóða, en í lífeyriskerfi með gegnumstreymisfyrirkomulagi stefndi kostnaðurinn við 70% ellilífeyri á 29% af launum.

7. Guðmundur Guðmundsson, Þróun lífeyrissjóða, Fjármálatíðindi 1998.

8. Í þessari grein er víða stuðst við gögn frá Hagstofunni. Margt af því er aðgengilegt á netsíðum stofnunarinnar, en annað hafa starfsmenn hennar fundið fyrir okkur í gagnasafni hennar og kunnum við þeim bestu þakkir fyrir.

Vesturlandabúar hafa stöðugt verið að ná hærri aldri vegna bættra lífsskilyrða og framfara í lækniþætti, bæði við að lækna sjúkdóma og koma í veg fyrir að fá þá eða seinka því. Þar sem aldursmörkum fyrir ellilífeyri hefur ekki verið breytt hefur þetta slæm áhrif á fjárhag lífeyrissjóðanna og verður vikið nánar að því síðar. Þessi þróun gæti haldið áfram, t.d. er enn hægt að draga úr reykingum. Það er þó engan veginn útilokað að hún stöðvist eða snúist við. Velmegun stuðlar að hættulegri offitu og hreyfingarleysi og nýir smitsjúkdómar eða eldri smitsjúkdómar, sem lyf virka verr á en áður, gætu hækkað dánartíðni í yngri aldurshópum.

Upphæð örorkubóta, sem almennir lífeyrissjóðir greiða, er nú um helmingur af ellilífeyrisgreiðslum. Talsverðar umræður hafa verið um fjölgun öryrkja en hér verður ekkert fjallað um þau mál. Örorkulíkur, sem við reiknum með, eru sýndar á mynd 10 og eru að mestu teknar eftir gögnum úr grein Tryggva Þórs Herbertssonar (2005), en breytt svoltið í elstu flokkunum þar sem mælingarnar sýndu hærri örorkulíkur 60-64 ára en 65-67 ára. Teljum við líklegt að þar sé um tímabundna óreglu í gögnum að ræða og jöfnum líkunum út þannig að þær fari vaxandi fram að eftirlaunaaldri.

Vextir

Ávöxtun af innlendum verðbréfum í eigu lífeyrissjóðanna hefur tekið afar miklum breytingum á starfstíma þeirra. Sú saga hefur lítið forspárgildi um framtíð innlendra vaxta og verður ekki rakin hér. Raunvextir innlendra skuldabréfa eru nú nokkru hærri en erlendir skuldabréfavextir, en munurinn hefur minnkað. Líklegt er að vaxtamunurinn eigi enn eftir að minnka vegna vaxandi tengsla innlands og erlends fjármála-markaðar. Vegna gengisáhættu má þó búast við að vextir skuldabréfa í íslenskum krónum verði að jafnaði hærri en samsvarandi bréfa í alþjóðlegum gjaldmiðlum.

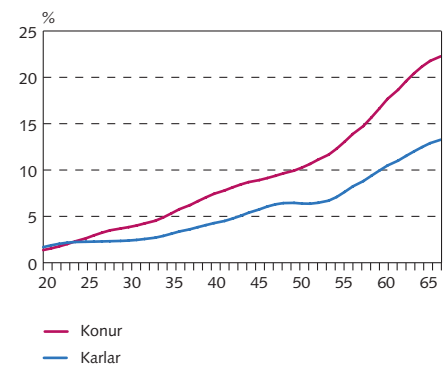
Lífeyrissjóðirnir veita verðtryggð réttindi og stór hluti eigna þeirra hefur verið verðtryggð skuldabréf. Fyrir liggur nýleg skýrsla um áhrif verðtryggingar á íslensku lífeyrissjóðina⁹.

Fjárfestingar íslenskra lífeyrissjóða erlendis hafa aukist ört síðan 1997 og horfur eru á að hlutfall þeirra af heildareignum sjóðanna eigi enn eftir að vaxa. Ávöxtun hefur verið mjög breytileg, en nánar verður fjallað um hana síðar.

Launabreytingar

Til lengdar er breyting á framleiðni meginforsenda raunlaunabreytinga og hér verður gert ráð fyrir að þetta fylgist að þó að það gildi ekki nákvæmlega. Framleiðniaukning leiðir til þess að fólk fær herra kaup en það hafði fyrr á ævinni. Í lífeyriskerfi þar sem iðgjald er fast hlutfall af launum alla starfsævi verður lífeyrir því lágt hlutfall af launum þeirra sem eru að störfum ef framleiðni vex mikið. Ef ákveðnar kröfur eða reglur eru um að lífeyrir miðist við laun á vinnumarkaði þyrfti þá að hafa lífeyrissjóðsiðgjöld herra hlutfall af launum.

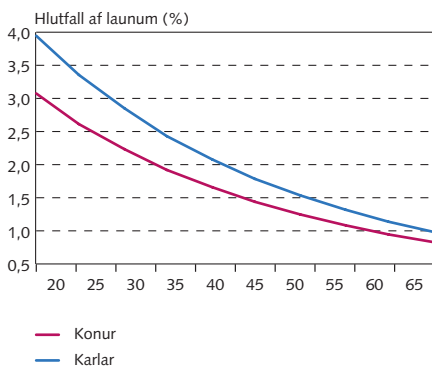
Mynd 10
Líkur á örorku



Heimild: Að mestu eftir: Fjölgun öryrkja á Íslandi. Orsakir og afleiðingar eftir Tryggva Þór Herbertsson (2005).

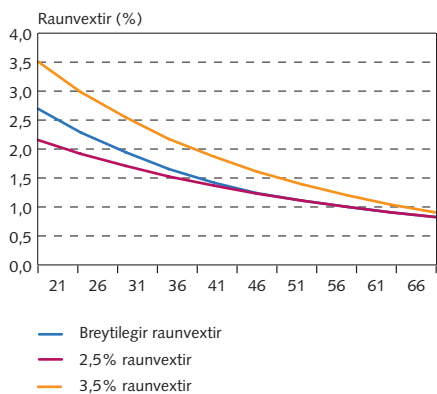
9. Tryggvi Þór Herbertsson, Greinargerð til Landssamtaka lífeyrissjóða, nóvember 2004.

Mynd 11
Aldurstengd réttindavinnsla¹



1. Miðað við 10% iðgjald af launum og 3,5% raunvexti.

Mynd 12
Aldurstengd réttindavinnsla¹



1. Miðað við meðaltal samkvæmt dánar- og örorkulikum karla og kvenna, 10% iðgjald af launum.

Aldurstengd réttindi

Sumir lífeyrissjóðir hafa tekið upp það fyrirkomulag að lífeyrisréttindi, sem félagsmenn öðlast fyrir sama iðgjald, séu mishá eftir aldri þeirra. Væntanlega liggja réttlætissjónarmið að baki þessu vali. Óréttlátt sé að ávöxtun af iðgjöldum þeirra sem ganga ungir í sjóðinn sé varið til að greiða lífeyri annarra sem komi í sjóðinn seinna á starfsævinni.

Aldurstenging réttinda stefnir að því að hver iðgjaldagreiðsla myndi réttindi sem svari til þess lífeyris sem vænta megi að hún dugi til að greiða. Til að meta réttindi fyrir iðgjald við tiltekinn aldur þarf því að spá raunvöxtum þar til ellilífeyrisgreiðslum lýkur og einnig gefa sér dánarlíkur, reglur um eftirlaunaaldur og líkur á öðrum útgjöldum sem sjóðurinn gæti þurft að greiða vegna félagsmanna.

Mynd 11 sýnir dæmi um aldurstengda réttindaöflun. Til einföldunar hefur aðeins verið reiknað með útgjöldum vegna örorku- og ellilífeyris. Fylgt er grunnforsendum um ævilíkur en reiknað fyrir hvort kyn fyrir sig. Þarna vantar maka- og barnalífeyri sem kosta sjóðina meira vegna karla, og kostnaður við rekstur sjóðanna er væntanlega sá sami fyrir bæði kyn. Línuritinn á myndinni sýna því heldur meiri mun á réttindum sem hægt er að veita fyrir iðgjöld karla og kvenna en ætti við í raunverulegum sjóði við núgildandi reglur. En örorku- og ellilífeyrir eru miklu stærri útgjaldaliðir svo að raunverulegur munur er mikill og stafar af því að konur lifa lengur og meiri líkur eru á að þær verði öryrkjar. Myndin sýnir lífeyri sem hundradshluta launa sem 10% iðgjald var greitt af.

Erfitt er að breyta skipulagi lífeyrissjóða án þess að það komi á einhvern hátt ójafnt niður á félagsmönnum. Auk almennra lagaákvæða, sem kynnu að eiga við slíkar breytingar, þurfa þær að hlíta skilyrðum um lágmarkstryggingavernd. Augljóst er að breyting frá kerfi með jafnri ávinnslu réttinda til aldurstengdar réttindaöflunar getur haft mikil og ólík áhrif á hag einstakra félagsmanna eftir aldri þeirra og þarf að gæta að því við skiptin¹⁰. En hugum að áhrifum af óvissu um ýmsa þætti sem reikna þarf með við aldurstengingu lífeyrisréttinda.

Við útreikning á réttindum fyrir iðgjald 25 ára gamals félagsmanns þarf að nota dánarlíkur frá 25-100 ára og örorkulíkur frá 25-65 ára. Þær dánar- og örorkulíkur, sem reiknað hefði verið með fyrir 30 árum ættu illa við nú og lítil ástæða er til að ætla að núverandi viðmiðanir muni endast betur. Alvarlegust er þó óvissan um fjármagnstekjur.

Munurinn á réttindaöflun eftir aldri ræðst af raunvöxtum. Til að reikna hvernig réttindi eiga að breytast með aldri þarf að þekkja raunvaxtaferilinn frá því að iðgjald er greitt og þar til síðustu eftirlaunaþegar árgangsins deyja. Þau aldursbundnu réttindi, sem nú er verið að veita, byggjast því á spá stjórnar lífeyrissjóðanna um vexti fram yfir árið 2080. Hér hefur verið venja að reikna með að þegar fram í sækir verði raunvextir 3,5%. Mynd 12 sýnir meðaltal af reiknuðum ferlum karla og kvenna við þrjár forsendur um raunvexti. Hæsti og lægsti ferillinn sýna útkomuna miðað við 3,5% og 2,5% raunvexti. Miðferillinn sýnir réttindin sem fást ef vextir lækka um 0,1 prósentustig á ári, frá 3,5% í 2,5%, eftir 40 ára aldur. Frá 50 ára aldri er sá ferill því eins við 2,5% vexti.

10. Bjarni Guðmundsson, 2004.

Stjórnir lífeyrissjóða búa ekki yfir þekkingu sem dugir til að spá vaxtabreytingum á borð við þær sem reiknað er með á miðferlinum 20 ár fram í tímann. Líklegri mynd af því hvernig spáð yrði við þessar aðstæður væri eitthvað á þá leið að spáð væri 3,5% vöxtum í framtíðinni þangað til vextir tækju að falla. Gerum ráð fyrir að fallinu og föstum 2,5% vöxtum yrði síðan spáð rétt.

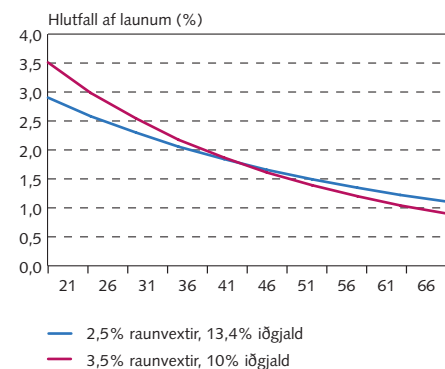
Vaxtalækkun leiðir til þess að lífeyrissjóðir þurfa að lækka lífeyri eða hækka iðgjöld, hvort sem réttindaöflun er föst eða fylgir aldri. Möguleikinn á að ná jafnvægi í sjóðunum með því að lækka lífeyri takmarkast af ákvæði um lágmarkslífeyri og hér skoðum við eingöngu þann kost að iðgjöld séu hækkuð.

Ef iðgjald er hækkað til að mæta lægri ávöxtun í sjóði með jafna réttindaöflun er nærtækast að nýja iðgjaldið gefi sama stigafjölda við sömu laun og það eldra þannig að eftirlaun haldist óbreytt hlutfall af launum. Þeir sem þegar eru komnir á eftirlaun halda þá sínum eftirlaunum óskertum án þess að greiða neitt fyrir það. Þarna fá allir sömu eftirlaun fyrir sömu ævitekjur, en hinir yngri greiða hærri iðgjöld fyrir sömu réttindi. Nokkur réttlætning á ávinningi hinna eldri af þessu fyrirkomulagi er að iðgjöldunum, sem þeir eru búnir að greiða og fengu hlutfallslega meiri réttindi fyrir en þau sem eftir er að greiða, hefur þegar verið ráðstafað með hærri ávöxtun en reiknað er með að fá fyrir verðbréf sem keypt verða í framtíðinni.

Lítum nú á hvernig þetta horfir við í sjóði með aldurstengd réttindi. Til að fá hárnákvæma réttindaöflun eftir aldri þyrfti stöðugt að skipta um feril meðan vextirnir væru að breytast, en líklega yrði nú látið duga að gera það sjaldnar. Með lægri vöxtum verður minni breyting á réttindaöflun eftir aldri. Beinast liggur við að iðgjöld eftir vaxtabreytinguna væru ákveðin þannig að sá sem væri í sjóðnum frá 27 ára aldri fengi sömu eftirlaun og fyrir breytinguna. Þetta er sýnt í mynd 13, en þar sýnir annar ferillinn hvaða réttindi eru veitt fyrir breytinguna og er eins og efsti ferillinn á mynd 12. Hinn ferillinn miðast við 2,5% vexti og 13,4% iðgjald til að greiða elli- og örorkulífeyri, en það veitir sömu réttindi og efri ferillinn miðað við greiðslur í 40 ár og enga breytingu á launum með tíma eða eftir aldri. En þessi iðgjaldahækkun dugar sjóðnum ekki. Sjóðfélagi um fertugt þegar breytingin á sér stað gæti hafa greitt til sjóðsins í 20 ár. Hann hefur öðlast lífeyrisréttindi samkvæmt spá um 3,5% vexti um alla framtíð og er kominn með hátt hlutfall þeirra lífeyrisréttinda sem horfur voru á að hann öðlaðist samkvæmt fyrri aldurstengingu og iðgjaldi. En við vaxtabreytinguna færast réttindaöflun hans á feril þar sem herra hlutfall réttinda myndast á síðari hluta starfsferilsins. Heildareftirlaun þessa starfsmanns verða því talsvert hærri en reiknað er með í hvorum ferli fyrir sig. Þau eftirlaun dugir ofangreint iðgjald ekki til að greiða. Nærtæk lausn á þessu væri að lækka áunnin réttindi um ákveðið hlutfall um leið og nýr ferill aldurstengdra réttinda tekur gildi.

Hugum þá að sjóðfélaga sem kominn er fast að eftirlaunaaldri og búinn að safna eftirlaunaréttindum alla sína starfsævi samkvæmt aldurstengdu réttindaferli sem reiknaði með 3,5% vöxtum allan tímann. Það veitti hærri réttindi en ný ferillinn framan af en lægri síðari árin og heildarréttindi hans eru í samræmi við þau sem sjóðurinn ætlast til að ná. Hann yrði þarna fyrir óvæntri kjararárnun og hefur ekkert ráðrúm til að

Mynd 13
Tveir ferlar aldurstengdrar réttindavinnslu
sem veita sömu ellilífeyrisréttindi



bregðast við með auknum sparnaði. Ef réttindi í sjóðnum væru nálægt lágmarkskröfu laganna væri beinlínis bannað að skerða réttindi hans.

Vaxtabreytingin í þessu tilbúna dæmi er minni en þær vaxtabreytingar sem sjóðirnir hafa búið við hingað til eða mega vænta í framtíðinni.

Framtíðarhorfur

Almennir lífeyrissjóðir

Við höfum búið til reiknilíkan af sjóði sem líkir í meginráttum eftir almennu sjóðunum og iðgjöld og lífeyrisgreiðslur svara til raunverulegra gilda árið 2004. Líkanið má svo nota til að spá þróun sjóðanna og kanna þætti sem hafa áhrif á hana. Lífslíkur og frjósemi fylgja grunnlíkaninu, sem lýst var hér að framan, nema annað sé tekið fram. Tekjuskipting fylgir gögnum Hagstofunnar. Hún er unnin upp úr skattframtölum og ætti því að bera vel saman við þær tekjur sem greitt er af til lífeyrissjóða.

Í líkaninu byrja sjóðfélagar að greiða iðgjöld 18 ára og fara á eftirlaun 67 ára. Meðaltekjurnar ná til þeirra sem telja fram atvinnutekjur og gefa væntanlega sæmilega mynd af því að margir í yngstu árgöngunum eru í skóla. Sumir fara á eftirlaun fyrir 67 ára aldur og aðrir síðar, en þeir sem aðeins hafa eftirlaunatekjur eru ekki teknir með í útreikning á meðaltekjum svo að reiknuðu meðaltekjurnar eiga líka nokkuð vel við þarna.

Iðgjaldatekjur almennu sjóðanna 2004 svara til þess að 83,8% landsmanna á starfsaldri hafi greitt þau og verður miðað við það hlutfall í reikningunum.

Við útreikning á réttindum til örorku- og ellilífeyris er miðað við að sjóðurinn hafi tekið til starfa 1970. Sjóðirnir náðu ekki til sjálfstæðra atvinnurekenda fyrr en 1980. Framan af voru eingöngu greidd lífeyrissjóðsiðgjöld af dagvinnutekjum en iðgjöld af yfirvinnugreiðslum voru tekin upp í áföngum 1987-1990. Réttindin sem iðgjaldið veitti, áttu að fylgja launaþróun, en ekki verðtryggingu eins og síðar varð. Með því að reikna réttindi í samræmi við launaþróun og miða við jafna breytingu frá 1970, áætlaða stigavinnslu og að greitt sé af 83,8% atvinnutekna til sjóðsins hefði hann átt að greiða 15,4 ma.kr. í eftirlaun árið 2004. Raunveruleg eftirlaun almennu sjóðanna voru hins vegar tæpir 9,9 ma.kr. Meginskýringin á þessum mun er væntanlega að ekki var greitt lífeyrissjóðsgjald af ýmsum tekjum. Í framreikningum þarf að þekkja réttindi við upphaf þeirra árið 2004 og hvernig þau skiptast eftir aldri. Við lækkum öll ofangreind reiknuð stig frá fyrri árum um 6,7% og að auki um 2,0% árlega frá 2003 aftur til 1970 og fæst þá rétt upphæð ellilífeyris árið 2004.

Örorkulífeyrir miðast við uppsöfnuð réttindi og áætlun um réttindaöflun fram að eftirlaunaaldri ef ekki hefði komið til örorku. Reiknaðar örorkubætur miðað við að allir séu með 100% örorku eru 13,3 ma.kr., en sjóðirnir greiddu 4,5 ma.kr. í örorkubætur. Þeirra greiðslur ná til öryrkja með 50-100% örorku, en ljóst er að réttindi öryrkja eru miklu lægri en fást með því að reikna með meðaltekjum og réttindum. Til að finna örorkubætur í framreikningum höldum við okkur því við reiknaaðferðina en margföldum síðan reiknaðar bætur með hlutfalli greiddra og reiknaðra bóta árið 2004.

Tafla III Iðgjald, heildareign og hlutfall ellilífeyris af launum¹

| Ár | Almennir sjóðir | | | | | Séignarsjóðir | |
|------------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|----------------------------|----------------------------|
| | Iðgjald, % af launum | Heildar- eign ma.kr. | Heildar- eign ma.kr. | Hlutfall ellilífeyris af launum | Hlutfall ellilífeyris af launum | Heildar- eign ma.kr. | Heildar- eign ma.kr. |
| | | 2015 | 2025 | 2015 | 2025 | 2015 | 2025 |
| Grunndæmi | 12,0 | 1477 | 2213 | 0,322 | 0,396 | 399 | 684 |
| Vextir lækka frá 3,5% í 2,5% | 15,3 | 1653 | 2549 | 0,322 | 0,396 | 396 | 652 |
| 2% framleiðniaukning | 12,3 | 1534 | 2429 | 0,295 | 0,343 | 415 | 750 |
| Meðalævi lengist um 1 ár | 12,7 | 1516 | 2305 | 0,322 | 0,396 | 399 | 686 |

1. Í grunndæmi eru raunvextir 3,5%, framleiðniaukning 1% og ævilíkur eins og í grunndæmi á mynd 7. Í öðrum dæmum er einum þessara þátta breytt en hinir eins og í grunndæmi.

Tafla 3 sýnir nokkur dæmi um framreikning með ofangreindu líkani. Verðlag er fast þannig að allar upphæðir eru á verðlagi ársins 2004. Gert er ráð fyrir að framleiðni og laun hækki um 1% á ári umfram verðlag. Reiknað er með að iðgjöld séu 11% af launum árið 2005. Eftir það er iðgjald reiknað þannig að réttindaöflun frá og með 2005 sé 1,4% af launum og sjóðurinn og framtíðariðgjöld dugi nákvæmlega fyrir núverandi réttindum þeirra sem eru í sjóðnum og réttindum sem þeir eiga eftir að vinna sér inn, en án nýrra félaga. Í framreikningunum, sem sýndir verða hér, eru nýir félagsmenn hins vegar teknir með.

Í núverandi sjóðum er réttindaöflun ýmist föst, eins og hér er reiknað með, eða aldurstengd. Bæði kerfin hafa fast iðgjaldahlutfall fyrir alla aldurshópa og verða að uppfylla lagaákvæði um lágmarkstryggingu. Það ætti því ekki að skipta máli fyrir stærð sjóða og endanlegan lífeyri þó að hér sé reiknað með fastri réttindaöflun sem er einfaldara.

Iðgjaldið í grunndæminu þarf að vera 12,0% eftir árið 2005. Þar sem reiknað er með lægstu leyfilegu réttindum er þetta líklega ívið lakari afkoma en hjá raunverulegu sjóðunum. Á því geta verið ýmsar skýringar, m.a. er aldurs- og kynjasamsetning þeirra heldur hagstæðari en í okkar tilbúna sjóði þar sem fleiri konur eru í sjóðum opinberra starfsmanna en almennum sjóðum og starfsmenn hefja síðar störf þar. Hér er reiknað með fjölda af hverjum aldri og kyni samkvæmt heildartölum yfir alla landsmenn. Þróun sjóðsins á verðlagi 2004 er sýnd í töflu 3. Hann vex úr 740 milljörðum árið 2004 í 1400 milljarða næstu 10 árin. Meðalréttindi þeirra sem eru að fara á eftirlaun í ár eru um 22% af launum starfandi fólks á aldrinum 40-60 ára. Árið 2015 verða þau komin upp í 32%, tæp 40% árið 2025 og stefna á 46%.

Auk grunndæmisins eru sýnd þrjú dæmi þar sem einum þætti er breytt frá grunndæmi, en allir aðrir eru eins. Í einu breytast raunvextir og lækka línulega frá 3,5% í 2,5% árin 2010-2029 og haldast síðan 2,5%. Í öðru er reiknað með 2% framleiðniaukningu og að lokum er lífslíkum breytt þannig að sjóðfélagar lifi að meðaltali ári lengur en samkvæmt dánartíðni grunnlíkansins. Eins og fram kemur í töflu 3 leiðir vaxtalækkun um eina prósentu til þess að iðgjald þarf að hækka um 3,3% af launum og sjóðirnir verða talsvert stærri. Framleiðnibreytingar og samsvarandi launahækkanir hafa lítil áhrif á iðgjald miðað við þá túlkun á lagaákvæði um lágmarkstryggingavernd sem hér er miðað við. Þær hafa hins vegar mikil áhrif á hlutfallið milli tekna lífeyrisþega og starfandi fólks

Séreignarsparnaður

Sjóðir sem taka við séreignarsparnaði áttu 110 ma.kr. í árslok 2004 og iðgjöld þeirra það ár voru 17,3 ma.kr. Parna eru bæði taldar séreignadeildir lífeyrissjóða og annarra fjármálastofnana sem varðveita slíkan sparnað. Með gildandi samningum um viðbótarlífeyrissparnað greiða vinnuveitendur 2% af launum móti sama framlagi launþega. Þetta er svo hagstætt fyrir launþega að líklegt er að þátttaka aukist enn frá því sem nú er. Forsendur líkans til að meta framtíðarþróun þessara sjóða eru óvissari en fyrir almennu sjóðina. Enda þótt meirihluti landsmanna á starfsaldri sé nú þátttakandi í svona sjóði er ekki skylduaðild að þeim. Við þekkjum hvorki kyn- og aldursskiptingu þeirra sem greiða í þessa sjóði né þeirra sem eiga núverandi innstæðu.

Mikil óvissa er einnig um hvenær lífeyrisgreiðslur frá séreignarsparnaði muni fara fram. Heimilt er að taka lífeyrinn út með jöfnum greiðslum milli 60 og 67 ára. Eftir það má taka hann allan út í einu lagi. En það má einnig breyta honum í ævilangan lífeyri eftir 67 ára aldur. Með þessu móti er reyndar kominn nokkur samtryggingarþáttur í þessa sjóði. (Það verður snúið tryggingafræðilegt viðfangsefni að ákveða upphæð ævilanga lífeyrisins. Þegar sjóðfélagar velja hvort þeir noti það fyrirkomulag eða taki innstæðuna alla út vita þeir talsvert um ævilíkur sínar. Margir þeirra sem eiga skammt ólifað vita að lífslíkur þeirra eru lágar og taka sína innstæðu strax. Aðrir hafa engin einkenni um hættulega sjúkdóma og eiga langlífa ættingja og kjósa að fá lífeyri ævilangt. Það dugir því ekki að reikna eftir almennum ævilíkum.)

Séreignarsjóðir verða minni en samtryggingarsjóðir með sama iðgjald. Söfnunarfé þeirra sem deyja eða verða öryrkjar áður en eftirlaunaaldri er náð er greitt út í séreignarsjóðum og ellilífeyrir þeirra sem ekki kjósa ævilangan lífeyri er greiddur miklu fyrir en í samtryggingarsjóðum. Við framreikning á séreignarsjóðunum er eign þeirra árið 2004 skipt á landsmenn í hlutfalli við meðaltekjur hvers aldurs og kyns. Iðgjaldið 2004 svarar til þess að greitt sé að meðaltali 3,7% af launum til þessara sjóða og er því hlutfalli haldið í framreikningum. Hins vegar vitum við lítið hvernig félagsmenn muni kjósa að taka út innstæður sínar. Við látum nægja að sýna dæmi um lífeyrinn og stærð sjóðsins miðað við að innstæða sé öll greidd út við 67 ára aldur. Innstæða yrði lægri og heildareign sjóðanna minni ef allir byrjuðu að taka út inneign sína um sextugt. Hins vegar yrði bæði sjóður og lífeyrisgreiðslur hærri ef allir söfnuðu í sjóðinn fulla starfsævi og breyttu innstæðunni þá í verðtryggðan lífeyri til æviloka.

Samtryggingarsjóðir með ábyrgð atvinnurekenda áttu 166 ma.kr. í árslok 2004. Þetta er mikið fé, en þó langt frá því að duga fyrir skuldbindingum sjóðanna. Ríki og sveitarfélög bera ábyrgð á skuldbindingunum og ákveða í hvaða mæli þau mynda sjóði til að standa undir lífeyrisgreiðslunum eða greiða þær jafnóðum með skatttekjum sínum. Við reynum ekki að setja fram líkan fyrir stærð þessara sjóða á komandi árum.

Ráðstöfun sjóðanna

Á næstu 10 árum þurfa íslenskir lífeyrissjóðir að koma fyrir um 1000 ma.kr. miðað við núverandi verðlag, eða nálægt andvirði landsframleiðslu eins árs, í viðbót við þær eignir sem fyrir eru. Til samanburðar

má nefna að olíusjóður Norðmanna er um 60% af landsframleiðslu þeirra. Hugum að helstu fjárfestingarleiðum.

Lánveitingar lífeyrissjóðanna til íbúðakaupa, reiknaðar sem hlutfall af landsframleiðslu, hafa verið býsna stöðugar síðasta áratuginn eða á bilinu 26-31% af VLF. Á sama tíma hefur hlutfall hreinnar eignar sjóðanna af landsframleiðslu tvöfaldast, farið úr 51% í 102%.

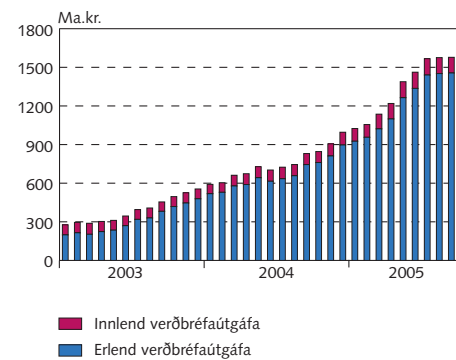
Innlánsstofnanir hófu að bjóða viðskiptavinum sínum fasteignalán á nýjum og rýmri kjörum í ágúst 2004, en áður höfðu þær einungis lánað lítillega með veði í fasteignum. Í lok september 2005 var staða þessara nýju lána 281 ma.kr. Að hluta til, eða u.þ.b. 27%, hefur íbúðalánasjóður fjármagnað þessi lán innlánsstofnana með kaupum á lánasamningum af þeim. Að öðru leyti virðast innlánsstofnanirnar hafa fjármagnað fasteignalánin með skuldabréfaútgáfu erlendis. Síðan veiting fasteignalánanna hófst í ágúst 2004 og til septemberloka 2005 hefur erlenda skuldabréfaútgáfan aukist um 798 ma.kr., sjá mynd 14.

Breytingarnar á fasteignalánamarkaði við frumkvæði bankanna voru svo miklar og hraðar að enn er óljóst hvaða áhrif þær muni hafa á innlendar lánveitingar lífeyrissjóðanna. Húsnæðislán til langs tíma falla vel að starfsemi lífeyrissjóða. Með 65% veðhlutfall voru þetta ákaflega örugg lán. Með því að hækka veðhlutfallið í 90-100% og lækka vexti náðu bankarnir til sín drjúgum hluta af þessum markaði og stækkuðu hann um leið. Með 90% veðhlutfalli eru þetta áhættusamar lánveitingar¹¹, enda hefur Landsbankinn nú lækkað það í 80%. Lífeyrissjóðirnir gætu orðið bakhjarl bankanna við húsnæðislán, en þar yrðu þeir í samkeppni við erlendan lánamarkað um vexti.

Lífeyrissjóðirnir eru nú þegar umsvifamiklir víðar á innlendum markaði. Þeir eiga um 12% af öllum skráðum hlutabréfum í Kauphöll Íslands. Af markaðsskuldabréfum í heild eiga þeir um 47%. Sem dæmi má nefna að af verðbréfum útgefnum af Íbúðalánasjóði (húsbref, húsnæðisbref og íbúðabref) eiga þeir 41% en til samanburðar má nefna að bankarnir eiga 32% af þeim bréfum. Ekki blasir því við í fljótu bragði hvaða fjárfestingarmöguleika lífeyrissjóðirnir eiga innanlands með þann stóra stabba sem þeir munu hafa til umráða næstu áratugina. Helst mætti horfa til fjárfestinga í stórvirkjununum. Samkvæmt ársskýrslu Landsvirkjunar 2004 skuldaði hún rúma 100 ma.kr. og eigið fé var rúmum 50 ma.kr. Kostnaðurinn við að reisa Kárahnjúkavirkjun, þar sem uppsett afl er 690 MW, er áætlaður um 90 ma.kr. Samanlagt afl annarra virkjana Landsvirkjunar er 1215 MW svo að bókhaldsreglurnar sem þarna er unnið eftir virðast vanmeta verðmæti virkjananna.

Annar möguleiki, sem e.t.v. væri fyrir hendi, er að innlánsstofnanir myndu í auknum mæli gefa út skuldabréf innanlands og selja lífeyrissjóðunum. Eins og fram kemur á mynd 14 hafa þær aðallega gefið út skuldabréf erlendis, yfir 90% af skuldabréfaútgáfu þeirra er á erlendum markaði. Lífeyrissjóðirnir eiga langstærsta hluta þess sem innlánsstofnanirnar hafa gefið út innanlands til þessa. Ofangreindar hugleiðingar um innlenda fjárfestingarkosti benda til þess að lífeyrissjóðirnir muni stórauka fjárfestingu erlendis. Ávöxtun erlendra verðbréfa mun því skipta sköpum fyrir framtíð þeirra.

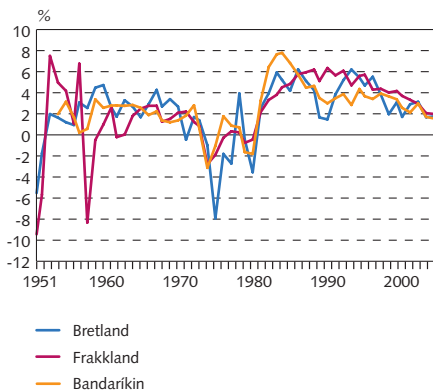
Mynd 14
Verðbréfaútgáfa innlánsstofnana
janúar 2003 - september 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

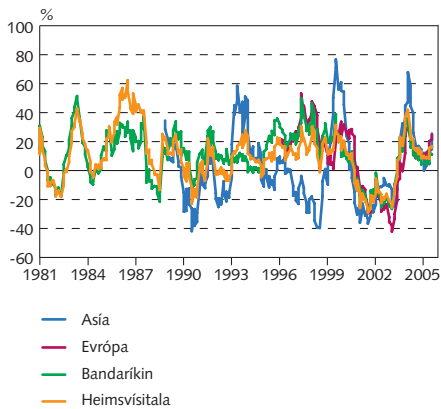
11. Guðmundur Guðmundsson, Áhætta við hærri veðsetningu íbúðarhúsnæðis. *Peningamál* 2005/2, bls.55-60.

Mynd 15
Raunvextir ríkisskuldabréfa 1951-2004



Heimild: IMF-IFS.

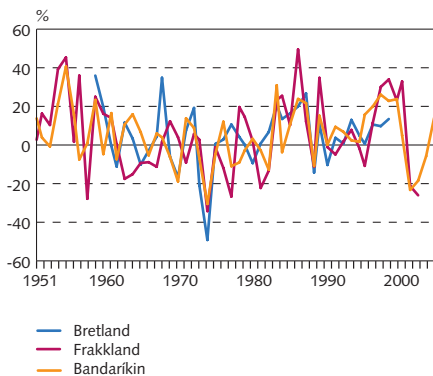
Mynd 16
Hlutabréfavisitölur Morgan Stanley
janúar 1981- september 2005
12 mánaða aukning



Heimild: Bloomberg.

Mynd 17
Raunhækkun hlutabréfaverðs 1951-2004

Vísitölurnar frá Bandaríkjunum og Bretlandi
eiga eingöngu við iðnfyrirtæki



Heimild: IMF-IFS.

Þörf fyrir fjárfestingu á Íslandi er varla gjörólík öðrum löndum með svipaðan efnahag. Ekki virðist hægt að mynda lífeyrissjóðakerfi okkar nema með stórfelldri fjárfestingu erlendis. Það er því útilokað að koma á hliðstæðu lífeyrissjóðakerfi fyrir alla heimsbyggðina (eða bara ríkari hluta hennar) því að engin leið væri að mynda þá sjóði sem til þess þarf. Hins vegar er væntanlega hægt að auka hlut lífeyrissparnaðar talsvert frá því sem nú er í mörgum löndum.

Íslenskir lífeyrissjóðir hafa lítið keypt af erlendum skuldabréfum. Ástæðan til þess er sú að síðan þeir fóru að fjárfesta erlendis hafa raunvextir slíkra bréfa verið talsvert lægri en íslenskra skuldabréfa. Mynd 15 sýnir raunvexti ríkisskuldabréfa í þremur löndum. Síðustu árin hefur hún verið lægri en 3,5% á ári, en það er sú langtímaávöxtun sem iðgjöld sjóðanna og réttindi miðast við. Saga þessara vaxta bendir ekki til að líklegt sé að þeir hækki til langframa upp í 3,5% á ári. Vextir voru talsvert hærri á níunda áratug 20. aldar og var það skýrt með miklum fjárlagahalla Bandaríkjana. Þeir lækkuðu síðan aftur og eru enn lágir þó að þar sé nú aftur mikill halli á ríkisbúskapnum. Engin vísbending er um leitni í raunvöxtum ríkisskuldabréfa í Bandaríkjunum sl. hálföld (1957-2004) og mat á meðalraunvöxtum er 2,7% og staðalfrávik matsins er 0,7%. Þetta merkir að þó að við reiknum með að eiginleikar raunvaxtaraðarinnar haldist óbreyttir eru 95% öryggismörk meðalgildisins milli 1,4% og 4,0% á ári.

Erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna hafa að mestu leyti verið hlutabréf. Mynd 16 sýnir nokkrar alþjóðlegar hlutabréfavisitölur. Mynd 17 sýnir raunhækkun hlutabréfavisitalna fyrir nokkur lönd þar sem verðbreytingar voru reiknaðar eftir neysluserðsvísitölum. Mat á meðalhækkun raungildis hlutabréfaverðs í Bandaríkjunum fyrir sömu ár og ríkisskuldabréfin gefur meðalhækkun 2,7%. Engin merki eru um breytingu í meðalgildi eða óreglu raðarinnar. Þar sem einnig fæst arður af bréfunum hefði þetta verið viðunandi fjárfesting. (Með því að taka árin 1955 og 1956 með hefði meðalhækkunin orðið 3,6%.) En þarna er staðalfrávik 2,0% svo að 95% öryggismörkin eru frá -1,3% upp í 6,7%. Ástæðan fyrir svo mikilli óvissu um meðalhækkun þrátt fyrir langa röð er hvað verðbreytingar hlutabréfanna eru óreglulegar. Eitthvað er hægt að draga úr óreglu í ávöxtuninni með því að dreifa kaupum á lönd og gjaldmiðla, en eins og fram kemur á línuritum um verðbreytingar hlutabréfa er fylgni milli þeirra svo sterk að dreifingin hefur takmörkuð áhrif. Ávöxtunarsaga bandarískra hlutabréfa hefur reyndar verið rakin aftur til 1802 og að staðaldri verið há (Siegel 2002). En óreglan hefur líka verið mikil svo að ofangreindar tölur gefa vísbendingu um ónákvæmnina í spá um meðalávöxtun 50 ára tímabils.

Vegna takmarkaðra fjárfestingarmöguleika innanlands er fyrirsjáanlegt að hlutfall erlendra verðbréfa af heildareignum lífeyrissjóða á eftir að hækka. Velta má því fyrir sér hvaða áhrif það gæti haft á sjóðina ef þeir nýttu sér heimildir laganna til fjárfestinga í hlutabréfum til hins ítrasta, en lögin heimila þeim að festa allt að 50% af hreinni eign á þann hátt. Ekki síst þegar lítið er til áhrifanna sem niðursveiflan 2000-2002 hafði en þá voru þó einungis 27-28% hreinnar eignar sjóðanna bundin í hlutabréfum. Eins og áður var getið var í árslok 2004 um það bil 31% hreinnar eignar lífeyrissjóðanna bundið í hlutabréfum, innlendum og erlendum. Þegar 50% hámarkinu er náð verða þeir

því, að óbreyttum lögum, að snúa sér að erlendum skuldabréfum eða verðbréfasjóðum sem fjárfesta í skuldabréfum til að koma fé sínu í ávöxtun.

Enda þótt engin sérstök vísbending sé um það í gögnum síðustu hálftrar aldar að eiginleikar raunvaxtaraða ríkisskuldabréfa eða raungildis hlutabréfa ríkra landa séu að breytast er ekki vert að treysta því of vel að þetta tímabil gefi réttar vísbendingar um næstu hálfu öld.

Ástandið í lífeyrismálum ríku landanna (og Indlands og Kína líka) mun væntanlega hafa talsverð áhrif á vexti, bæði á skuldabréfum og hlutabréfum (Saarenheimo, 2005). Nokkur áhugi er á að auka hlutdeild sparnaðar í lífeyriskerfunum og þá myndast sjóðir sem munu sækja í þessi bréf og verða til að lækka vexti. Líklegt er að fólk muni sjá fram á minni lífeyri frá opinberu kerfunum og það verður til þess að einstaklingar reyna að spara til ellinnar og hefur það sömu áhrif og lífeyrissjóðamyndun. Ríkisstjórnir gætu, a.m.k. tímabundið, aflað fjár til að greiða ellilífeyri með því að gefa út skuldabréf og það myndi hækka vexti á þeim.

Iðnvædd lönd hafa búið við drjúgan hagvöxt og framleiðniaukningu tímabilið sem íslenskir lífeyrissjóðir hafa starfað, en talsverðar sveiflur koma þó fram ef skoðuð eru styttri tímabil, t.d. 5 ár. Tækniþróun og friður eru mikilvægar skýringar á hagvextinum. Beinast liggur við að gera ráð fyrir að hvort tveggja muni halda áfram næstu árin.

Sá hagvöxtur, sem ríkt hefur lengur en allan starfstíma íslenskra lífeyrissjóða, byggist m.a. á orkunotkun sem ekki er sjálfbær. Olíuskortur, sem búið er að spá áratugum saman, er nú farinn að segja til sín. Brennsla á olíu og kolum, sem mikið er til af, skapar líka vandkvæði vegna gróðurhúsaáhrifa. Auk breytinga á aldursskiptingu er einna öruggasta spá um breytingar á efnahagsumhverfi næstu áratuga að framboð á orku minnki og verð hækki. Þetta mun draga úr hagvexti og að öðru jöfnu lækka arðsemi hlutafélaga og verð á hlutabréfum. En dýrari orka mun líka hafa í för með sér miklar breytingar á framleiðsluaðferðum, samgöngum og húsnæði. Það þarf t.d. minni orku til að veiða þorsk á línu og í net en með botnvörpu. Og það er hægt að komast milli staða með minni orkunotkun en keyra hvert í sínum bíl. Til breytinganna þarf fjárfestingu og fjármagn og það stuðlar að vaxtahækkun. Orkuskortur heimsins hækkar verð á íslenskri orku, sjálfbærri, sem er miklu meiri en núverandi mannfjöldi í landinu þarfnast. Væntanlega munu fólksflutningar jafna muninn á þjóðartekjum á mann hér og í Evrópu.

Sparnaður

Gangi áætlanir lífeyrissjóðanna um 3,5% raunvexti eftir verða útgjöld Íslendinga til lífeyrismála, um 12% launa til sameignasjóða, 4% til einkasparnaðar og kostnaður við lífeyri frá Tryggingastofnun ríkisins, miklu lægri en greiða þyrfti fyrir sama lífeyri í hreinu gegnumstreymiskerfi. Í söfnunarsjóði skiptir aldursdreifing litlu máli, en hár eftirlaunaaldur og vaxtatekjur eru mikilvægustu þættirnir við að halda niðri kostnaði við lífeyrisgreiðslur. Sjóðurinn safnast upp meðan félagsmenn sem ná eftirlaunaaldri eru ekki komnir með full réttindi. Eftir það breytist stærð hans í samræmi við þróun mannfjölda og aldursskiptingu, framleiðni og með aðlögun að breytingum á vöxtum.

Íslenska lífeyrissjóðakerfið felur í sér mikinn peningasparnað einstaklinga á starfsaldri. Síðan sjóðirnir hættu að veita óverðtryggð lán með neikvæðum raunvöxtum hefur ávöxtun lengst af verið góð. Það er þó ekki sjálfgefið að lífeyrissjóður með þokkalega ávöxtun leiði til sparnaðar á raunverulegum verðmætum. Sparnaður er mismunurinn á tekjum og neyslu. Í þjóðhagsreikningum svarar hann líka nokkurn veginn til summu fjárfestingar og viðskiptajafnaðar. Nærtæk leið til að meta áhrif lífeyrissjóða á sparnað er að kanna ráðstöfun á fjármagni hans, hvort lánað sé til neyslu, fjárfestingar eða fjárfest í erlendum verðbréfum. En vegna stærðarinnar hafa lífeyrissjóðir mikil áhrif á allan íslenskan fjármálamarkað. Einstaklingar, sem treysta lífeyrissjóðum til að sjá fyrir sér á ellíárnum, sleppa því að spara til þeirra sjálfir. Endanleg áhrif þeirra á sparnað verða ekki metin með því einu að skoða hvernig þeir ráðstafa fjármagni sínu.

Lítum nú á sparnað nokkurra þjóða með ólík lífeyriskerfi. Frakkland, Ítalía og Þýskaland eru rík Evrópulönd sem eiga litla lífeyrissjóði og hafa miklar áhyggjur af framtíð lífeyriskerfa sinna. Meðalsparnaður sem hlutfall af þjóðartekjum þessara þriggja landa árin 1990-2003 var 20,4%, 20,9% og 22,3%¹². Hollendingar hafa hins vegar safnað ámóta stórum lífeyrissjóði í hlutfalli við þjóðartekjur og Íslendingar og þar var meðalsparnaðurinn 25,4%. Íslensku lífeyrissjóðirnir stækkuðu ört þetta tímabil eins og fram kemur á mynd 1, en þjóðhagslegur sparnaður var að meðaltali 17,8%, (15,2% og 13,9% árin 2004 og 2005 samkvæmt bráðabirgðatölu og spá fjármálaráðuneytisins¹³).

Ellilífeyrir íslenskra launþega hefur verið lágur vegna þess að þeir höfðu ekki safnað miklum réttindum. Þeir hafa því varla haft minni ástæðu til að spara en meðlimir gegnumstreymiskerfa hinna landanna þar sem lífeyrisréttindi voru ríflegri. Fleira hefur áhrif á sparnað þjóða en fyrirkomulag lífeyrismála, t.d. aldurskipting (Tryggvi Þór Herbertsson og Gylfi Zoëga, 2002). Miðað við hin Evrópulöndin, sem hér voru nefnd, voru fleiri á Íslandi undir starfsaldri en færri sem störfuðu ekki vegna elli eða atvinnuleysis.

Til viðmiðunar um eðlilegt framlag lífeyrissjóða til sparnaðar voru heildariðgjöld sjóðanna 75 ma.kr. árið 2004 og lífeyrisgreiðslur 31 ma.kr. Þar sem lífeyrisgreiðslurnar ættu að hluta að greiðast af ávöxtun sjóðsins, sem lífeyrisþegar voru búnir að safna, er mismunurinn, 44 ma.kr. sem er 5% af þjóðartekjum, vanmat á sparnaðinum sem þarna þyrfti að fara fram. Ofangreindar tölur um sparnaðarhlutföll þjóða með mismunandi lífeyriskerfi benda ekki til að við séum að spara til ellinnar umfram venjulegan sparnað í ríku landi.

Niðurstöður

Íslenska lífeyriskerfið stefnir að ástandi þar sem sjóðir þess eru andvirði meira en tvöfaldrar landsframléiðslu. Talsverð óvissa ríkir um afkomu lífeyriskerfisins í framtíðinni. Mest munar þar um ávöxtun en breytingar á henni, innan þeirrar óvissu sem fyrir liggur, hafa stórfelld áhrif á iðgjöld sem þarf til að greiða þann lífeyri sem ætlast er til af sjóðun-

12. International Financial Statistics, International Monetary Fund 2005.

13. Þjóðarbúskapurinn, haustskýrsla 2005. Tafla 1. Fjármálaráðuneytið 2005.

um. Nokkuð getur munað um breytingar á ævi- og örorkulíkum þótt þær séu ekki jafn stórvægilegar og óvissan um ávöxtun. Engin merki sjást um það í þjóðhagsreikningum að peningasöfnun lífeyriskerfis okkar hafi stuðlað að söfnun raunverulegra verðmæta umfram það sem gerist hjá þjóðum sem greiða lífeyri með skattheimtu.

Heimildir

- Bjarni Guðmundsson (2004). Leiðir yfir í aldurstengda réttindaöflun. Glærusýning, aðgengileg á vef Landssamtaka lífeyrissjóða, www.ll.is.
- Casper van Ewijk og Martijn van de Ven, Pension funds at risk. cpb Report, 2003/1.
- Fjármálaeftirlitið (2005). Lífeyrissjóðir, ársreikningar 2004 ásamt kennitölum og öðrum upplýsingum. Reykjavík 2005.
- Fjármálaráðuneytið (2005). Þjóðarbúskapurinn, haustskýrsla 2005.
- Guðmundur Guðmundsson (1998). Þróun lífeyrissjóða. Fjármálatíðindi 1998/1, bls. 17-28.
- Guðmundur Guðmundsson (2005). Áhætta við hærri veðsetningu íbúðarhúsnæðis. *Peningamál* 2005/2, bls. 55-60.
- Hagstofa Íslands (2005), www.hagstofa.is
- International Monetary Fund (2005). International Financial Statistics. IMF 2005.
- Saarenheimo, T. (2005). Ageing, interest rates and financial flows. Bank of Finland Research Discussion papers 2/2005, 30 bls.
- Siegel, J. J. (2002). Stocks for the long run. McGraw-Hill, 2002.
- Tryggvi Þór Herbertsson og Gylfi Zoëga (2002). Trade surpluses and life-cycle saving behaviour. Economics letters 65 Nr. 2, bls. 227-237.
- Tryggvi Þór Herbertsson (2004). Áhrif afnáms verðtryggingar á íslensku lífeyrissjóðina. Greinargerð til Landssamtaka lífeyrissjóða. 12 bls.
- Tryggvi Þór Herbertsson (2005). Fjölgun öryrkja á Íslandi. Orsakir og afleiðingar. Heilbrigðis og tryggingamálaráðuneytið. 137 bls.

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.
- Seðlabankinn gerir verðbólgu­spár þar sem spáð er a.m.k. tvö ár fram í tímann. Spárnar eru birtar í riti bankans *Peningamálum*. Þar kemur einnig fram mat bankans á helstu óvissuþáttum tengdum spánni. Jafnframt gerir bankinn grein fyrir mati sínu á stöðu og horfum í efnahagsmálum.

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.

Yfirlit vaxta Seðlabankans 17. nóvember 2005

| Viðskiptaform | Vextir nú (%) | Síðast breytt | Breyting (prósentur) | Vextir fyrir ári (%) |
|-----------------------------------|---------------|-----------------|----------------------|----------------------|
| Viðskiptareikningar | 8,75 | 1. október 2005 | 0,75 | 5,00 |
| Daglán | 11,75 | 1. október 2005 | 0,75 | 9,25 |
| Innstæðubréf til 90 daga | 9,75 | 1. október 2005 | 0,75 | 6,75 |
| Bindiskylda | 9,50 | 1. október 2005 | 0,75 | 6,00 |
| Endurhverf viðskipti (ávöxtun) | 10,25 | 4. október 2005 | 0,75 | 7,25 |
| Innstæðubréf til 7 daga (ávöxtun) | 10,10 | 4. október 2005 | 0,75 | . |

- *Daglán* eru veitt að ósk lánastofnana og tryggð með sömu verðbréfum og hæf eru í endurhverfum viðskiptum (sjá síðar). Vextir daglána mynda þak yfir daglánavexti á millibankamarkaði.
- *Innstæðubréf* eru veitt til 90 daga, að ósk lánastofnana. Þau eru ekki skráð en þó hæf í endurhverfum viðskiptum. Hlutverk þeirra er að setja gólf undir ávöxtun þriggja mánaða vaxta á peningamarkaði.
- *Bindiskylda* er lögð á lánastofnanir sem ekki eru háðar fjárlögum í rekstri sínum. Hún miðast við bindigrunn sem er innstæður, 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 lausafjárgnótt. 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 verðbólguþröskulmíði sínu eða ef hann telur að gengissveiflur geti ógnað stöðugleika fjármálakerfisins.

Annáll efnahags- og peningamála

September 2005

Hinn 15. september var nafni Straums Fjárfestingarbanka hf. breytt í Straumur – Burðarás Fjárfestingabanki hf.

Hinn 29. september var tilkynnt að bankastjórn Seðlabanka Íslands hefði ákveðið að hækka stýrivexti bankans, þ.e. vexti í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir, um 0,75 prósentur í 10,25%. Aðrir vextir Seðlabankans hækkuðu einnig um 0,75 prósentur. Vextir á innstæðubrífum til 7 daga og vextir í endurhverfum viðskiptum hækkuðu frá og með 4. október en aðrir vextir hinn 1. október.

Hinn 30. september var Burðarási hf. skipt og fyrirtækið sameinað annars vegar Straumi – Burðarási Fjárfestingabanka hf. og hins vegar Landsbanka Íslands hf. eftir að öllum skilyrðum um samrunann hafði verið fullnægt samkvæmt samkomulagi frá 1. ágúst. Burðarás var þar með afskráður úr hlutafélagaskrá.

Október 2005

Hinn 1. október var fjárlagafrumvarp fyrir árið 2006 lagt fram. Gert var ráð fyrir 14 ma.kr. tekjuafgangi. Í frumvarpinu var kynnt stefna ríkisstjórnarinnar í ríkisfjármálum fyrir árin 2006 til 2010.

Hinn 3. október fóru fram umræður í framkvæmdastjórn Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um reglulega skýrslu um íslensk efnahagsmál. Skýrslan fjallar um stöðu og horfur í efnahagsmálum og var samin eftir heimsókn sérfræðinga sjóðsins hingað til lands í júní sl. Skýrslunni fylgja fjórir viðaukar sem fjalla um peningastefnureglur og verðból gumarkmið, áhrif skattalækkana, skuldsetningu fyrirtækja og íbúðalánamarkaðinn. Hinn 14. október var skýrslan birt á heimasíðum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og Seðlabanka Íslands.

Hinn 3. október var hlutafé Landsbanka Íslands hf. hækkað um 2.120 milljónir króna að nafnverði. Hlutafjárukningin var innt af hendi til hluthafa Burðaráss hf. sem hluti endurgjalds fyrir yfirtöku Landsbanka á hluta Burðaráss. Skráð hlutafé Landsbankans eftir hækkunina nam 11.020.677.803 krónum að nafnverði.

Hinn 3. október var hlutafé Straums – Burðaráss Fjárfestingabanka hf. hækkað um 4.575 milljónir króna að nafnverði. Hlutafjárukningin var innt af hendi til hluthafa Burðaráss hf. sem hluti endurgjalds fyrir yfirtöku Straums - Burðaráss á hluta Burðaráss. Skráð hlutafé félagsins eftir hækkunina var 10.675.747.810 króna að nafnverði.

Hinn 6. október var hlutafé Straums – Burðaráss Fjárfestingabanka hf. lækkað um 316 milljónir króna að nafnverði. Lækkunin var þáttur af samningi um kaup á hlut Burðaráss Fjárfestingarbanka hf. þar sem kveðið var svo á að hlutir sem Burðarás átti í Straumi við samrunann skyldu felldir niður og hlutafé lækkað sem því næmi. Skráð hlutafé félagsins eftir lækkunina var 10.359.144.971 krónur að nafnverði.

Hinn 31. október var hlutafé Kaupþings banka hf. hækkað um 3.867.413 króna að nafnverði. Tilgangur hlutafjárhækkunarinnar var

að efna kaupréttarsamninga við starfsmenn. Skráð hlutafé félagsins eftir hækkinguna var 6.645.530.530 krónur að nafnverði.

Hinn 31. október staðfesti alþjóðlega matsfyrirtækið Standard & Poor's lánshæfiseinkunnir ríkissjóðs á langtímaskuldbindingum í erlendri mynt AA- og AA+ fyrir langtímaskuldbindingar í íslenskum krónum. Um leið staðfesti fyrirtækið lánshæfiseinkunnina A-1+ fyrir skammtímaskuldbindingar í erlendri mynt og íslenskum krónum. Horfur um lánshæfismatið eru áfram stöðugar.

Nóvember 2005

Hinn 14. nóvember tilkynnti Landsbanki Íslands hf. að öll skilyrði kaupa á evrópska verðbréfafyrirtækinu Kepler Equities SA hefðu verið uppfyllt og kaupunum væri lokið. Þar með varð Kepler hluti af samstæðu Landsbankans. Samtals keypti Landsbankinn 81% hlut í Kepler fyrir 76,1 milljón sterlingspunda, um 5,8 milljarða króna, en mun á næstu 5 árum kaupa þá hluti sem eftir standa.

Hinn 15. nóvember komst forsendunefnd Alþýðusambands Íslands (ASÍ) og Samtaka atvinnulífsins (SA) vegna endurskoðunar kjarasamninga aðildarféлага ASÍ og SA að sameiginlegri niðurstöðu um að samningsforsendur gildandi kjarasamninga hefðu ekki staðist. Jafnframt sömdu þessir aðilar um breytingar á launalið samninganna. Samið var um að greidd yrði 26.000 kr. eingreiðsla í desember 2005 og jafngildir hún u.þ.b. 0,65% viðbótarhækkun launa í þrettán mánuði frá desember 2005. Verði kjarasamningum ekki sagt upp við seinni endurskoðun þeirra í nóvember 2006 hækka laun í ársbyrjun 2007 um 0,65% umfram þau 2,25% sem samningurinn frá árinu 2004 kveður á um. ASÍ og SA gerðu jafnframt með sér samkomulag um meginatriði breytinga á atvinnuleysistryggingum. Samkvæmt yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar mun hún beita sér fyrir lagasetningu um þær breytingar sem aðilar urðu sammála um og tryggja fjármögnun þeirra með framlagi úr Atvinnuleysistryggingasjóði (sjá umfjöllun um yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar hér á eftir). Samkvæmt samkomulagi ASÍ og SA verða atvinnuleysisbætur tekjutengdar en þak verður á upphæð bóta, 180.000 kr. Gert er ráð fyrir að tekjutengdar bætur greiðist frá tíunda virka degi atvinnuleysis en ekki lengur en þrjá mánuði á þriggja ára tímabili. Bótaréttur skal endurnýjast á 24 mánaða tímabili. Jafnframt munu grunnbætur atvinnuleysistrygginga verða 96.000 kr. við gildistöku laganna á árinu 2006 í stað 93.821 kr. og hækka í takt við launabreytingar í ársbyrjun 2007.

Hinn 15. nóvember tilkynnti ríkisstjórnin um framlag sitt til að greiða fyrir samkomulagi ASÍ og SA vegna endurskoðunar kjarasamninga. Framlag ríkisstjórnarinnar var fjórþætt: Í fyrsta lagi 100 m.kr. framlag til starfsmenntamála. Í öðru lagi mun ríkisstjórnin greiða fyrir jöfnun á örorkubyrði milli lífeyrissjóða á samningssviði ASÍ og SA með framlagi sem svarar til 0,25% af tryggingagjaldi og kemur það til framkvæmda í áföngum á tímabilinu 2007 til 2009. Miðað við núverandi áætlanir um tekjur af tryggingagjöldum yrði kostnaður vegna breytinganna 1,5 ma.kr. Í þriðja lagi mun ríkisstjórnin beita sér fyrir því að lög um starfsmannaleigur verði samþykkt fyrir jólahlé Alþingis 2005. Að lokum hét ríkisstjórnin því að beita sér fyrir lagasetningu um breytingar á greiðslum atvinnuleysisbóta í samræmi við samkomulag milli ASÍ og SA frá

15. nóvember og að tryggja fjármögnun breytinganna með greiðslum úr Atvinnuleysistryggingasjóði.

Hinn 22. nóvember hækkaði alþjóðlega matsfyrirtækið Fitch Ratings lánsþæfiseinkunn Íslandsbanka hf. fyrir eigin styrkleika (e. individual ratings) úr C í B/C. Um leið staðfesti fyrirtækið lánsþæfiseinkunnirnar A fyrir langtímaskuldbindingar, F1 fyrir skammtímaskuldbindingar og stuðningseinkunn 2. Horfur um breytingar á matinu eru stöðugar.

Hinn 22. nóvember gaf alþjóðlega matsfyrirtækið Fitch Ratings í fyrsta sinn út lánsþæfiseinkunnir fyrir Kaupþing banka hf., A fyrir langtímaskuldbindingar, F1 fyrir skammtímaskuldbindingar, B/C fyrir eigin styrkleika (e. individual ratings) og 2 í stuðningseinkunn. Horfur um breytingar á matinu eru stöðugar.

Tölur og myndir

Tölur og myndir miðast almennt við talnalegar upplýsingar sem fyrir lágu 22. nóvember 2005 en fjármálamarkaðagögn frá 31. október 2005. Skýringar á merkingu tákna eru á bls. 2.

| A | | Tölur |
|----------|----------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 111 | Tafla 1 | Helstu mánaðarlegar vísbendingar |
| 113 | Tafla 2 | Verðlagsþróun |
| 114 | Tafla 3 | Gengisþróun |
| 115 | Tafla 4 | Vextir |
| 116 | Tafla 5 | Peningastærðir og útlán |
| 117 | Tafla 6 | Reikningar lánakerfisins |
| 118 | Tafla 7 | Fjármálamarkaður |
| 118 | Tafla 8 | Vinumarkaður |
| 119 | Tafla 9 | Þjóðhagslegt yfirlit |
| 121 | Tafla 10 | Greiðslujöfnuður |
| 123 | Tafla 11 | Erlend staða þjóðarbúsins |
| 124 | Tafla 12 | Yfirlit um fjármál ríkissjóðs |
| 125 | Tafla 13 | Fjármál hins opinbera |
| 126 | Tafla 14 | Velta |
| 126 | Tafla 15 | Raungengi íslensku krónunnar |
| 127 | Tafla 16 | Fasteignamarkaður og eignaverð |
| 127 | Tafla 17 | Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja |
| 128 | Tafla 18 | Afkoma fyrirtækja |
| 129 | Tafla 19 | Erlendur samanburður |
| 129 | Tafla 20 | Alþjóðleg hagþróun |
| 130 | Tafla 21 | Sögulegar hagtölur |
| 133 | Tafla 22 | Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins |
| 134 | Tafla 23 | Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum |
| B | | Myndir |
| 113 | Mynd 1 | Vísitala neysluverðs janúar 1999 - nóvember 2005 |
| 113 | Mynd 2 | Vísitala neysluverðs eftir eðli og uppruna janúar 1999 - nóvember 2005 |
| 114 | Mynd 3 | Vísitölur meðalgengis janúar 1999 - október 2005 |
| 114 | Mynd 4 | Gengi helstu gjaldmiðla gagnvart íslenski krónu |
| 115 | Mynd 5 | Ávöxtun á peningamarkaði janúar 1997 - október 2005 |
| 115 | Mynd 6 | Ávöxtun langtímaskuldabréfa janúar 1997 - október 2005 |
| 116 | Mynd 7 | Peningamagn (M3), útlán innlánsstofnana og grunnfé janúar 1997 - október 2005 |
| 116 | Mynd 8 | Útlánaflokkun innlánsstofnana janúar 1992 - október 2005 |
| 117 | Mynd 9 | Vöxtur útlána lánakerfisins 1. ársfj. 1994 - 2. ársfj. 2005 |
| 117 | Mynd 10 | Flokkun innlendra skulda lánakerfisins 1990 - 2005 |
| 118 | Mynd 11 | Þróun launa og kaupmáttar janúar 1996 - október 2005 |
| 118 | Mynd 12 | Atvinnuleysi og atvinnuþátttaka janúar 1996 - október 2005 |
| 119 | Mynd 13 | Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu og fjármunamyndunar 1980-2007 |
| 119 | Mynd 14 | Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun sem % af vergri landsframleiðslu 1980-2007 |
| 120 | Mynd 15 | Ársfjórðungslegur hagvöxtur 1. ársfj. 1998 - 2. ársfj. 2005 |
| 120 | Mynd 16 | Undirþættir hagvaxtar 1. ársfj. 1998 - 2. ársfj. 2005 |
| 121 | Mynd 17 | Vöruútflutningur og vöruinnflutningur janúar 1996 - september 2005 |
| 121 | Mynd 18 | Útflutt og innflutt þjónusta 1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2005 |
| 122 | Mynd 19 | Viðskiptajöfnuður 1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2005 |

- 122 Mynd 20 Nokkrir undirþættir fjármagnsjafnaðar 1. ársfj. 1996 - 2. ársfj. 2005
- 123 Mynd 21 Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða Seðlabankans 1. ársfj. 1996 - 3. ársfj. 2005
- 123 Mynd 22 Erlend staða þjóðarbúsins 1980-2005
- 124 Mynd 23 Lánsfjárbörf og lántökur ríkissjóðs 1991-2005
- 124 Mynd 24 Mánaðarlegur tekjuafgangur ríkissjóðs 2003-2005
- 125 Mynd 25 Skuldir og tekjuafgangur hins opinbera 1991-2007
- 125 Mynd 26 Útgjöld og tekjur hins opinbera 1991-2007
- 126 Mynd 27 Veltubreyting milli ára 1998/1 - 2005/4
- 126 Mynd 28 Ársfjórðungslegt raungengi krónunnar 1. ársfj. 1980 - 3. ársfj. 2005
- 127 Mynd 29 Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2005
- 127 Mynd 30 Hlutabréfaverð 1998-2005
- 128 Mynd 31 Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka og sparisjóða 1996/1-2005/1
- 128 Mynd 32 Eiginfjárlutfall viðskiptabanka og sparisjóða 1996/1-2005/1
- 132 Mynd 33 Verðbólga 1940-2007
- 132 Mynd 34 Hagvöxtur 1945-2007
- 132 Mynd 35 Viðskiptajöfnuður 1945-2007
- 132 Mynd 36 Raungengi krónunnar 1960-2005
- 132 Mynd 37 Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2007
- 132 Mynd 38 Raunávöxtun og peningamagn 1960-2004
- 133 Mynd 39 Hlutfallsleg atvinnuskipting 1970 og 2001
- 133 Mynd 40 Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir vöruflokkum 1970 og 2004
- 134 Mynd 41 Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir svæðum 1970 og 2004
- 134 Mynd 42 Hlutfallsleg skipting vöruinnflutnings eftir svæðum 1970 og 2004

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

| | Verðlag | | Gengi | | Peningamarkaður | | | Skuldabréfamarkaður ⁴ | | | Peningastærðir (í lok tímabils) ⁵ | | | | | | | |
|-----------|------------------------------------------------|-----------|----------------------------------------------|-----------|---------------------------|--------------------------------|----------------------------|----------------------------------|---------------------------|-----------------------|----------------------------------------------|------|------------------------|---------------|-------------------|--|----------------------|--|
| | % - breyting vísitölu neysluverðs ¹ | | % - breyt. meðal-gengis krónu ^{1,2} | | Endurhverf verð-brefakauþ | | 3 mán. REIBOR ³ | | 3 mán. ríkis-vixlar | | 5 ára óverðtr. ríkisbréf | | 10 ára spari-skirteini | | 40 ára íbúða-bréf | | 12 mán. %-breytingar | |
| | sl. 1 m. | sl. 12 m. | sl. 1 m. | sl. 12 m. | sl. 12 m. brefakauþ | sl. 3 mán. REIBOR ³ | sl. 3 mán. ríkis-vixlar | sl. 3 mán. óverðtr. ríkisbréf | sl. 5 ára spari-skirteini | sl. 10 ára íbúða-bréf | Grunnfé | M3 | Útlán innlánsstofnana | Erlent lánsfé | | | | |
| 1999 | 3,4 | 0,2 | 0,2 | 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 | -0,1 | -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 | -16,7 | -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 | 3,0 | 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 | 6,4 | 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 | 2,1 | 2,1 | 8,25 | 8,6 | 7,4 | 7,8 | 3,6 | 3,5 | 77,7 | 15,0 | 39,6 | 58,8 | | | | |
| 2003 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Desember | 0,3 | 2,7 | 0,5 | 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 | 5,3 | 5,3 | 5,1 | 7,3 | 4,4 | 4,7 | -12,5 | 21,3 | 20,8 | 68,5 | | | | |
| Febrúar | -0,3 | 2,3 | 1,1 | 2,0 | 5,3 | 5,3 | 5,4 | 7,0 | 4,1 | 4,6 | -30,0 | 20,9 | 21,4 | 56,2 | | | | |
| Mars | 0,6 | 1,8 | -1,7 | 0,5 | 5,3 | 5,4 | 5,0 | 7,0 | 3,9 | 4,4 | -28,7 | 22,7 | 23,9 | 71,4 | | | | |
| Apríl | 0,6 | 2,2 | -1,5 | -2,2 | 5,3 | 5,4 | 5,3 | 7,0 | 3,7 | 4,1 | -7,7 | 19,2 | 23,5 | 77,0 | | | | |
| Mái | 0,8 | 3,2 | -0,3 | -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 | 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 | 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 | 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 | 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 | 6,75 | 7,2 | 7,0 | 7,8 | 3,7 | 3,7 | 3,5 | 18,1 | 32,4 | 55,3 | | | | |
| Nóvember | 0,2 | 3,8 | 1,4 | 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 | 8,25 | 8,6 | 7,4 | 7,8 | 3,6 | 3,5 | 77,7 | 15,0 | 39,6 | 58,8 | | | | |
| 2005 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Janúar | 0,1 | 4,0 | 1,9 | 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 | 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 | 9,00 | 9,2 | 8,7 | 7,9 | 3,6 | 3,6 | 14,7 | 14,9 | 41,4 | 64,5 | | | | |
| Apríl | 0,2 | 4,3 | -2,3 | 11,1 | 9,00 | 9,2 | 8,8 | 7,7 | 3,5 | 3,5 | -23,4 | 17,5 | 47,6 | 70,4 | | | | |
| Mái | -0,5 | 2,9 | -2,6 | 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 | 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 | 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 | 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 | 2,6 | 14,7 | 10,25 | 10,0 | 8,4 | 7,6 | 3,6 | 3,7 | -5,4 | 12,9 | 55,8 | 82,6 | | | | |
| Október | 0,6 | 4,6 | 3,5 | 18,1 | 10,25 | 10,1 | 9,7 | 7,8 | 4,0 | 4,0 | -6,4 | 19,4 | 49,0 | 91,6 | | | | |
| Nóvember | -0,2 | 4,2 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | | | |

1. Árstölur eru breytingar milli ársmeðaltala. 2. M.v. opinbera gengisskráningarvísitölu krónunnar og meðalgengi hvers tímabils. Jákvaðtt formerki láknar styrkingu gengisins. 3. Meðalávöxtun á millibankamarkaði lánastofnana með krónum. 4. Fyrir sparskrifteini og íbúðabréf er sýnd ávöxtun umfram verðþynggingu. Vöðskipti með íbúðabréf hófust í júlí 2004, áður eru sýndar tölur um húsbref. 5. Árstölur eru breytingar yfir ár. Útlán til innlendra aðila eingöngu frá janúar 2002. Nýjustu tölur eru bráðabrigðatölur. 6. Erlendar skuldir innlánsstofnana.

Tafla 1 (frh.) Helstu mánaðarlegar vísbendingar

| | Gjaldeyrismarkaður og gjaldeyrisforði | | | Útanríkisviðskipti og ytri skilyrði | | | Vinnumarkaður | | Ríkisfrjálmál | | Eignaverð | | |
|-----------|---------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------|-------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|---------------------|----------------------------------------|
| | Staða (ma.kr.) | Vöruiinn- flutningi ⁷ | Hrein kaup SÍ á markaði (ma.kr.) | Vöru- skipta- jöfn. (ma.kr.) | Vöru- útflyt. (fob) (ma.kr.) | Vöru- innyflyn. (fob) (ma.kr.) | Útlf. verð sjáfurða, 12 má. % -br. ⁹ | Raun- gengi Ísl. krónu ¹⁰ | At- vinnu- leysi | Launa- vísitala, 12 má. % -br. ¹¹ | Tekjujöfn. ríkis, % af tekjum frá áram. ¹² | 12 má. % -breyt. | Verð Íbúðar- húsn. ¹⁴ |
| 1999 | 35,8 | 2,6 | 0,91 | 12,0 | 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 | 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 | 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 | 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 | 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 | 202,4 | 240,2 | 0,6 | 97,2 | 3,1 | 4,7 | 0,0 | 58,9 | 23,3 |
| 2003 | | | | | | | | | | | | | |
| Desember | 58,1 | 3,5 | 0,25 | 3,7 | 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 | 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 | 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 | 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 | 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 | 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 | 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 | 16,8 | 23,1 | -0,1 | 95,8 | 3,0 | 5,1 | -4,2 | 105,6 | 12,6 |
| Ágúst | 70,8 | 3,8 | 0,30 | 1,6 | 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 | 19,4 | 19,2 | 4,3 | 96,4 | 2,6 | 5,3 | -5,8 | 109,3 | 14,3 |
| Október | 66,1 | 3,5 | 0,27 | 1,4 | 17,1 | 21,6 | 4,9 | 97,1 | 2,7 | 5,3 | -2,1 | 75,1 | 13,8 |
| Nóvember | 67,1 | 3,6 | 0,24 | 4,9 | 18,9 | 21,2 | 5,2 | 98,8 | 2,6 | 5,4 | -3,8 | 70,1 | 17,3 |
| Desember | 65,6 | 3,6 | 0,24 | 1,4 | 16,9 | 20,9 | 9,2 | 103,4 | 2,7 | 6,0 | 0,0 | 58,9 | 23,3 |
| 2005 | | | | | | | | | | | | | |
| Janúar | 65,0 | 3,5 | 0,26 | 0,8 | 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 | 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 | 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 | 17,1 | 21,9 | 8,6 | 106,6 | 2,3 | 6,7 | 5,8 | 51,8 | 34,1 |
| Mai | 61,7 | 3,0 | 0,21 | 7,3 | 15,7 | 23,9 | 8,9 | 103,8 | 2,2 | 6,6 | 3,8 | 51,6 | 38,5 |
| Júní | 62,4 | 3,0 | 0,19 | 0,6 | 18,7 | 27,3 | 8,7 | 106,5 | 2,1 | 6,3 | 5,5 | 39,9 | 38,8 |
| Júlí | 58,8 | 2,8 | 0,17 | 0,7 | 13,7 | 23,9 | 8,1 | 108,1 | 2,0 | 6,6 | 3,7 | 38,3 | 39,4 |
| Ágúst | 58,3 | 2,7 | 0,18 | 0,8 | 14,2 | 25,9 | 10,1 | 109,3 | 1,8 | 6,7 | 5,0 | 38,0 | 40,4 |
| September | 70,7 | 3,3 | 0,20 | 2,5 | 14,8 | 27,3 | 11,5 | 112,6 | 1,4 | 6,9 | 4,4 | 21,8 | 37,0 |
| Október | 59,5 | 2,8 | ... | 3,2 | 15,9 | 21,5 | 10,3 | 116,6 | 1,4 | 6,9 | ... | 39,0 | 36,4 |
| Nóvember | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 118,1 | ... | ... | ... | ... | ... |

7. Gjaldveyrisskipti í lok tímabils sem hlutfall af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvörunnflutnings s.l. 12 mánuði. 8. Í nefnara eru erlendir skammtimaskuldbindingar innlánsstofnana og fjárfestingarbanka. 9. Verð í SDR. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 10. Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag á Íslandi og í 17 helstu viðskiptalöndum. 1980 = 100. Meðaltal tímabils. 11. Árstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 12. Greiðslugrunnur. Án eignasölu. Leiðrétt fyrir óran bókun gjalda jan. - nov. 2004. 13. Árstölur eru breyting yfir ár. 14. Íbúðarhúsnæði á höfuðborgarsvæði (sjó sveitarfélög). Árstölur eru breyting yfir ár.

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

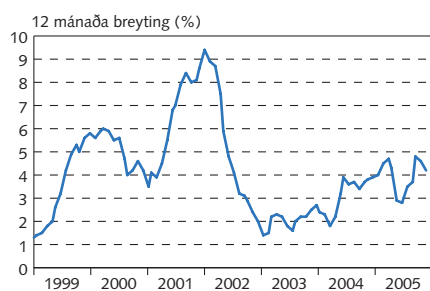
Tafla 2 Verðlagspróun

| | 2005 | | | | | | | | |
|----------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | mars | apríl | maí | júní | júlí | ágúst | sept. | okt. | nóv. |
| Vísitala neysliverðs (maí 1988 = 100) | 241,5 | 242,0 | 240,7 | 242,4 | 242,7 | 243,2 | 246,9 | 248,4 | 248,0 |
| <i>1 mánaðar %-breytingar:</i> | | | | | | | | | |
| Vísitala neysliverðs | 0,8 | 0,2 | -0,5 | 0,7 | 0,1 | 0,2 | 1,5 | 0,6 | -0,2 |
| Innlendar vörur án búvöru og grænmetis | -1,4 | -1,9 | -2,4 | 1,8 | -0,9 | 1,9 | 0,4 | 1,4 | 0,0 |
| Búvara og grænmeti | -2,0 | -1,7 | -5,3 | 2,7 | 3,1 | -0,7 | 2,0 | 1,4 | -0,3 |
| Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks | 1,6 | -0,2 | 0,6 | -0,5 | -1,0 | -1,2 | 3,6 | 0,4 | -1,5 |
| Bensín | 2,7 | 0,2 | 3,8 | -0,1 | 5,7 | 1,9 | 4,9 | -2,4 | -4,8 |
| Húsnæði | 2,2 | 2,7 | -1,1 | 1,9 | 1,1 | 1,4 | 1,0 | 1,1 | 0,7 |
| Opinber þjónusta | -0,2 | - | 0,2 | 0,4 | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,1 |
| Önnur þjónusta | 0,6 | -0,1 | 0,4 | 0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 0,0 | 0,2 |
| Samræmd neysliverðsvísitala ESB ¹ | 0,4 | -0,5 | -0,3 | 0,4 | -0,2 | -0,2 | 1,6 | ... | ... |
| <i>12 mánaða %-breytingar:</i> | | | | | | | | | |
| Vísitala neysliverðs | 4,7 | 4,3 | 2,9 | 2,8 | 3,5 | 3,7 | 4,8 | 4,6 | 4,2 |
| Innlendar vörur án búvöru og grænmetis | 1,1 | -0,9 | -4,0 | -2,9 | -3,9 | -1,7 | -2,0 | -0,8 | -0,9 |
| Búvara og grænmeti | 3,0 | 2,0 | -4,8 | -2,7 | -0,6 | -2,6 | -0,5 | 0,1 | 0,5 |
| Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks | -0,1 | -1,4 | -1,4 | -2,9 | -2,2 | -2,6 | 0,0 | -1,4 | -2,7 |
| Bensín | 9,9 | 5,7 | 6,2 | -0,1 | 8,1 | 6,6 | 12,3 | 7,4 | 4,5 |
| Húsnæði | 15,7 | 17,7 | 14,6 | 14,9 | 16,7 | 17,6 | 18,0 | 18,3 | 17,8 |
| Opinber þjónusta | 6,9 | 6,9 | 6,4 | 6,7 | 6,4 | 6,0 | 6,9 | 6,8 | 6,8 |
| Önnur þjónusta | 3,5 | 3,1 | 3,0 | 3,1 | 3,1 | 3,3 | 3,9 | 4,1 | 4,2 |
| Samræmd neysliverðsvísitala ESB ¹ | 2,5 | 1,6 | 0,5 | 0,3 | 0,5 | 0,4 | 1,6 | 1,5 | ... |
| Vísitala byggingarkostnaðar ² | 7,0 | 6,6 | 4,5 | 4,2 | 3,7 | 4,3 | 4,6 | 4,2 | ... |
| Fasteignaverð ³ | 32,2 | 34,1 | 38,5 | 38,8 | 39,4 | 40,4 | 37,0 | ... | ... |
| <i>Verðlag erlendis og á heimsmarkaði, 12 mán. %-br.</i> | | | | | | | | | |
| Vísitala neysliverðs í Bandaríkjunum | 3,1 | 3,5 | 2,8 | 2,5 | 3,2 | 3,6 | 4,7 | ... | ... |
| Vísitala neysliverðs á evrusvæði ⁴ | 2,1 | 2,1 | 2,0 | 2,1 | 2,2 | 2,2 | 2,6 | 2,5 | ... |
| Hrávöruverð (án olíu) á heimsmarkaði | 9,4 | 6,8 | 7,2 | 8,1 | 8,1 | 10,4 | ... | ... | ... |
| Olíuverð ⁵ | 56,8 | 53,3 | 27,4 | 52,2 | 51,0 | 51,0 | 44,9 | 17,1 | ... |

1. Frábrugðin neysliverðsvísitölu 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 neysliverðsvísitala (HICP). 5. Brent hráolía.

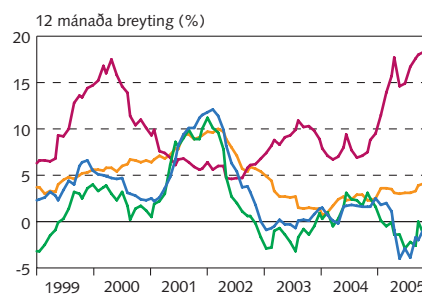
Heimildir: EcoWin, Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands.

Mynd 1
Vísitala neysliverðs
janúar 1999 - nóvember 2005



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 2
Vísitala neysliverðs eftir eðli og uppruna
janúar 1999 - nóvember 2005



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

Heimild: Hagstofa Íslands.

Tafla 3 Gengisþróun

| Mánaðarmeðaltöl Vísitölur meðalgengis: ¹ | 2005 | | | | | | | | | 3 mán. %-br. til 31. okt. |
|--------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------------------|
| | febr. | mars | apríl | maí | júní | júlí | ágúst | sept. | okt. | 31. okt. |
| Gengisskráningargvog (31/12 '91 = 100) | 110,7 | 108,3 | 110,8 | 113,8 | 111,2 | 109,7 | 109,1 | 106,4 | 102,8 | 6,3 |
| Innflutningsvog (31/12 '94 = 100) | 93,7 | 91,6 | 93,8 | 96,3 | 94,0 | 92,8 | 92,3 | 90,0 | 86,9 | 6,3 |
| Útflutningsvog (31/12 '94 = 100) | 94,7 | 92,7 | 94,9 | 97,4 | 95,2 | 93,9 | 93,5 | 91,1 | 88,0 | 6,2 |
| <i>Gengisskráning Seðlabanka Íslands:²</i> | | | | | | | | | | |
| Bandaríkjadalur | 62,0 | 59,9 | 62,3 | 64,8 | 65,1 | 65,1 | 63,7 | 62,1 | 61,0 | 6,1 |
| Evra | 80,7 | 79,2 | 80,6 | 82,3 | 79,2 | 78,4 | 78,3 | 76,1 | 73,3 | 6,5 |
| Japanskt jen | 0,591 | 0,570 | 0,581 | 0,608 | 0,599 | 0,582 | 0,576 | 0,559 | 0,531 | 9,6 |
| Sterlingspund | 117,0 | 114,4 | 118,0 | 120,2 | 118,5 | 114,0 | 114,3 | 112,3 | 107,6 | 4,9 |
| Dönsk króna | 10,85 | 10,64 | 10,82 | 11,05 | 10,65 | 10,51 | 10,50 | 10,21 | 9,83 | 6,6 |
| Norsk króna | 9,70 | 9,68 | 9,86 | 10,18 | 10,03 | 9,90 | 9,89 | 9,75 | 9,36 | 5,2 |
| Sænsk króna | 8,88 | 8,72 | 8,79 | 8,95 | 8,56 | 8,32 | 8,39 | 8,16 | 7,78 | 8,2 |

114

| % -breytingar ³ | Milli ársmeðaltala | | | | Frá ársbyrjun til loka mán. | | | Sl. 12 mánuði til loka | | |
|-------------------------------------------------------|--------------------|------|------|------|-----------------------------|----------|----------|------------------------|----------|----------|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | okt. '03 | okt. '04 | okt. '05 | okt. '03 | okt. '04 | okt. '05 |
| <i>Vísitölur meðalgengis:¹</i> | | | | | | | | | | |
| Gengisskráningargvog (31/12 '91 = 100) | -16,7 | 3,0 | 6,4 | 2,1 | -0,6 | 1,6 | 9,6 | 3,4 | 3,4 | 17,9 |
| Innflutningsvog (31/12 '94 = 100) | -16,4 | 3,1 | 6,6 | 2,3 | -0,5 | 1,6 | 9,8 | 3,5 | 3,6 | 18,0 |
| Útflutningsvog (31/12 '94 = 100) | -17,0 | 3,0 | 6,2 | 1,8 | -0,7 | 1,5 | 9,5 | 3,2 | 3,2 | 17,7 |
| <i>Gengisskráning Seðlabanka Íslands:²</i> | | | | | | | | | | |
| Bandaríkjadalur | -19,3 | 6,8 | 19,2 | 9,5 | 5,8 | 3,0 | 0,2 | 14,6 | 10,5 | 13,2 |
| Evra | -17,0 | 1,5 | -0,6 | -0,5 | -4,6 | 1,9 | 13,4 | -2,8 | 0,8 | 19,7 |
| Japanskt jen | -9,1 | 10,2 | 10,1 | 2,3 | -2,7 | 2,1 | 13,4 | 1,8 | 7,4 | 23,8 |
| Sterlingspund | -15,3 | 2,6 | 9,4 | -2,4 | 0,7 | 0,2 | 8,8 | 5,6 | 2,1 | 16,5 |
| Dönsk króna | -17,0 | 1,2 | -0,6 | -0,4 | -4,5 | 1,7 | 13,8 | -2,8 | 0,8 | 20,2 |
| Norsk króna | -17,7 | -5,2 | 5,9 | 4,1 | 7,4 | -1,1 | 7,5 | 8,3 | 0,1 | 14,6 |
| Sænsk króna | -9,0 | 0,4 | -1,0 | -0,4 | -6,0 | 1,6 | 20,1 | -3,2 | 0,9 | 26,2 |

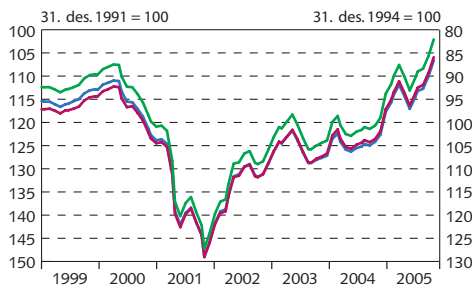
1. Viðskiptavegið gengi gjaldmiðla 17 helstu viðskiptalandanna gagnvart krónunni. 2. Gengi hvers gjaldmiðils gagnvart íslenski krónu. Miðað er við miðgengi, þ.e. meðaltal kaup- og sölugengis. 3. Allar breytingar eru reiknaðar á þann hátt að að jákvætt formerki táknar styrkingu krónunnar en neikvætt formerki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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Vísitölur meðalgengis janúar
1999 - október 2005

Mánaðarleg meðaltöl



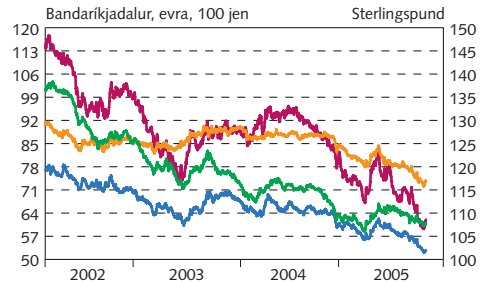
— Gengisskráningargvog (vinstri ás)
— Innflutningsvog (hægri ás)
— Útflutningsvog (hægri ás)

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Gengi helstu gjaldmiðla gagnvart íslenski krónu

Daglegar tölur, 3. janúar 2002 - 31. október 2005



— Jen
— Sterlingspund
— Evra
— Bandaríkjadalur

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Vextir

| Allar tölur eru í % | Ársmeðaltöl ¹ | | | Í lok mánaðar 2005 | | | | | | |
|----------------------------------------------------------------------------|--------------------------|------|------|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2002 | 2003 | 2004 | apríl | maí | júní | júlí | ágúst | sept. | okt. |
| <i>Vextir Seðlabanka Íslands</i> | | | | | | | | | | |
| Viðskiptareikningar lánastofnana | 5,5 | 2,9 | 3,7 | 7,25 | 7,25 | 8,00 | 8,00 | 8,00 | 8,00 | 8,75 |
| Bindiskyldureikningar | 7,1 | 4,2 | 4,9 | 8,00 | 8,00 | 8,75 | 8,75 | 8,75 | 8,75 | 9,50 |
| Daglán, forvextir | 10,7 | 7,8 | 8,3 | 10,75 | 10,75 | 11,00 | 11,00 | 11,00 | 11,00 | 11,75 |
| Endurhverf verðbréfa kaup | 8,4 | 5,4 | 6,1 | 9,00 | 9,00 | 9,50 | 9,50 | 9,50 | 10,25 | 10,25 |
| <i>Ávöxtun á peningamarkaði²</i> | | | | | | | | | | |
| REIBOR, yfir nótt | 9,3 | 5,1 | 6,1 | 8,1 | 8,7 | 8,7 | 9,2 | 9,2 | 9,9 | 9,4 |
| REIBOR, 1 mán. | 9,0 | 5,3 | 6,1 | 8,8 | 8,8 | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,9 | 9,9 |
| REIBOR, 3 mán. | 8,9 | 5,3 | 6,3 | 9,2 | 9,2 | 9,3 | 9,3 | 9,3 | 10,0 | 10,1 |
| REIBOR, 6 mán. | 8,8 | 5,5 | 6,5 | 9,4 | 9,4 | 9,5 | 9,5 | 9,5 | 10,1 | 10,1 |
| Ríkisvixlar, 3 mán. | 8,1 | 5,0 | 6,1 | 8,8 | 8,6 | 9,2 | 9,4 | 9,3 | 9,4 | 9,8 |
| Ríkisvixlar, 6 mán. ³ | 7,9 | 5,0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| <i>Ávöxtun á skuldabréfamarkaði⁴</i> | | | | | | | | | | |
| Ríkisbréf (RIKB 07 0209) | 7,6 | 6,8 | 7,5 | 9,0 | 9,1 | 9,1 | 9,0 | 9,0 | 9,0 | 9,3 |
| Ríkisbréf (RIKB 10 0317) | . | . | 7,6 | 7,7 | 7,6 | 7,7 | 7,6 | 7,4 | 7,6 | 7,8 |
| Ríkisbréf (RIKB 13 0517) | 4,9 | 7,6 | 7,6 | 7,7 | 7,5 | 7,5 | 7,3 | 7,4 | 7,7 | 7,8 |
| Spariskírteini (RIKS 15 1001) | 5,2 | 4,4 | 3,9 | 3,5 | 3,6 | 3,6 | 3,7 | 3,6 | 3,6 | 4,0 |
| Húsbréf (IBH 26 0315) ⁵ | 5,7 | 4,7 | 4,5 | 4,7 | 4,8 | 4,7 | 4,7 | 4,8 | 4,6 | 5,0 |
| Íbúðabréf (HFF 15 0914) ⁵ | . | . | 3,5 | 3,5 | 3,7 | 3,5 | 3,7 | 3,6 | 3,7 | 4,4 |
| Íbúðabréf (HFF 15 0224) ⁵ | . | . | 3,8 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,7 | 3,7 | 3,8 | 4,2 |
| Íbúðabréf (HFF 15 0434) ⁵ | . | . | 3,8 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,7 | 3,7 | 3,7 | 4,0 |
| Íbúðabréf (HFF 15 0644) ⁵ | . | . | 3,7 | 3,5 | 3,6 | 3,6 | 3,7 | 3,6 | 3,7 | 4,0 |
| <i>Útlánsvextir banka og sparisjóða⁶</i> | | | | | | | | | | |
| Óverðtryggð skuldabréf, meðalvextir | 15,4 | 12,0 | 12,2 | 14,3 | 14,3 | 14,8 | 14,8 | 14,9 | 15,0 | 15,7 |
| Verðtryggð skuldabréf, meðalvextir | 10,1 | 9,1 | 8,0 | 7,4 | 7,4 | 7,4 | 7,4 | 6,9 | 6,8 | 6,7 |
| <i>Vextir skv. 10. gr. laga nr. 25/1987 / laga nr. 38/2001⁷</i> | | | | | | | | | | |
| Dráttarvextir í íslenskum krónum | 21,3 | 17,3 | 17,3 | 20,0 | 20,0 | 20,0 | 20,5 | 20,5 | 20,5 | 20,5 |

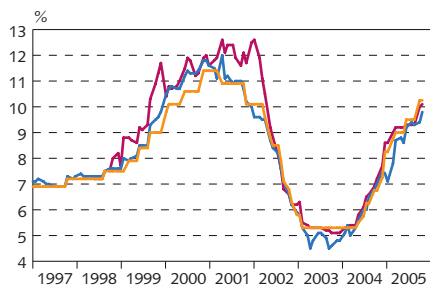
1. Einföld meðaltöl mánaðarlokatalna. Tölur um vexti Seðlabankans eru þó tímavegin meðaltöl. 2. REIBOR eru vextir krónulána á millibankamarkaði. 3. Ríkisvixlar til því sem næst 6 mánaða. 4. Ávöxtun í kaupþilboðum í Kauphöll Íslands. Fyrir verðtryggð skuldabréf er sýnd ávöxtun umfram verðtryggingu. 5. Útgáfu húsbréfa og húsnaðisbréfa 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 - október 2005

Í lok mánaðar



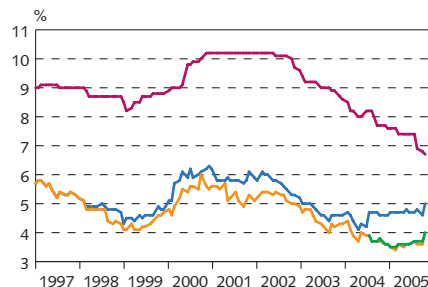
— Endurhverfir verðbréfasamningar
— 3 mánaða ríkisvixlar
— 3 mánaða REIBOR á millibankamarkaði

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Ávöxtun langtímaskuldabréfa
janúar 1997 - október 2005

Í lok mánaðar



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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 5 Peningastærðir og útlán

| | Staða í ma.kr. okt. '05 | % -breyting yfir ár | | | 1 mán. breyt. í ma.kr. | | | 12 mán. %-breyting | | |
|---------------------------------------------|----------------------------|---------------------|-------|-------|------------------------|-----------|----------|--------------------|----------|----------|
| | | 2002 | 2003 | 2004 | ág. '05 | sept. '05 | okt. '05 | okt. '03 | okt. '04 | okt. '05 |
| <i>Úr reikningum Seðlabankans</i> | | | | | | | | | | |
| Erl. eignir til skamms tíma, nettó | 59,5 | . | . | . | -0,7 | 12,4 | -11,2 | . | . | . |
| Kröfur á ríkissjóð og ríkisstofnanir, nettó | -66,2 | . | . | . | -12,2 | -45,0 | 6,8 | . | . | . |
| Kröfur á innlánsstofnanir | 64,3 | 27,9 | -65,2 | 32,2 | 6,1 | 22,4 | 15,3 | -43,2 | -53,4 | 211,5 |
| Grunnfé | 36,2 | 17,2 | -33,5 | 77,7 | -7,6 | -3,3 | 8,8 | -1,2 | 3,5 | -6,4 |
| Seðlar og mynt í umferð | 9,4 | 3,4 | 9,4 | 9,1 | -0,5 | 0,3 | -0,3 | 11,3 | 8,7 | 14,2 |
| Sjóður og innstæður innlánsstofnana | 26,8 | 22,3 | -46,7 | 121,0 | -7,0 | -3,6 | 9,0 | -4,0 | 2,1 | -12,0 |

Úr reikningum innlánsstofnana

| | | | | | | | | | | |
|---------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|
| Seðlabankaliðir, nettó | -37,7 | . | . | . | -13,9 | -25,9 | -6,4 | . | . | . |
| Skammtímaastaða, nettó | -40,4 | . | . | . | -13,0 | -26,0 | -6,9 | . | . | . |
| Útlán og markaðsverðbréf ¹ | 2.664,7 | 3,1 | 28,2 | 40,3 | 78,8 | 152,7 | 138,6 | 20,7 | 39,7 | 67,7 |
| Útlán ² | 2.034,3 | 2,6 | 22,8 | 43,1 | 62,3 | 96,4 | 82,4 | 15,9 | 40,1 | 65,7 |
| Opinberir aðilar | 13,3 | 8,1 | 1,6 | -16,1 | 0,8 | 2,6 | -2,7 | -5,0 | -12,7 | -9,5 |
| Fjálmálastofnanir aðrar en bankar | 19,7 | -45,2 | . | . | -3,6 | 9,3 | -3,3 | . | -9,9 | -33,1 |
| Atvinnuvegir | 1.031,6 | 15,5 | 2,1 | 25,1 | 10,8 | 49,0 | 16,8 | 20,7 | 36,1 | 36,2 |
| Einstaklingar | 504,9 | 9,9 | 8,1 | 12,7 | 24,4 | 29,7 | 19,9 | 12,2 | 35,7 | 107,3 |
| Erlendir aðilar | 454,9 | . | 63,1 | 117,9 | 30,8 | 5,6 | 51,2 | 27,2 | 122,1 | 171,4 |
| Markaðsskuldabréf | 314,8 | -3,4 | 38,3 | 22,8 | -9,4 | -0,7 | 46,7 | 20,7 | 20,2 | 65,4 |
| Innlend útlán og markaðsverðbréf | 2.051,7 | 0,9 | 22,6 | 35,5 | 37,8 | 114,2 | 62,9 | 19,1 | 32,5 | 48,2 |
| Innlend útlán | 1.579,5 | 0,9 | 14,8 | 39,6 | 31,5 | 90,8 | 31,2 | 13,9 | 32,4 | 49,0 |
| Innstæður | 673,5 | 15,5 | 22,5 | 13,5 | 5,4 | 14,6 | 2,9 | 25,7 | 17,5 | 21,3 |
| Innlendar innstæður | 647,1 | . | . | 15,1 | 1,1 | 7,1 | 30,3 | . | . | 19,5 |
| Verðbréfaútgáfa | 1.748,8 | 6,7 | 106,1 | 79,4 | 8,3 | 16,1 | 157,2 | 72,0 | 70,6 | 106,8 |
| Innlend verðbréfaútgáfa | 133,2 | 46,4 | 4,9 | 29,5 | -3,0 | 11,6 | -2,2 | -5,9 | 10,3 | 56,3 |
| Erlendar skuldir alls ³ | 1.928,0 | -2,8 | 67,3 | 58,8 | 17,1 | 20,9 | 134,2 | 38,9 | 55,3 | 91,6 |

Úr reikningum bankakerfisins

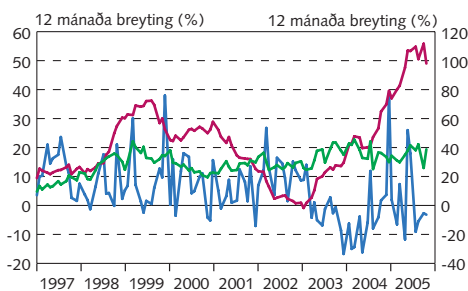
| | | | | | | | | | | |
|----------------------------------------------------|---------|------|------|------|-------|------|-------|------|------|------|
| Erlendar eignir, nettó | -631,0 | -6,8 | 18,5 | 25,1 | -17,3 | -8,1 | -37,1 | 19,4 | 22,7 | 38,9 |
| Innlend útlán og markaðsverðbréf | 1.822,2 | -2,3 | 21,6 | 36,1 | 7,7 | 44,0 | 70,9 | 20,1 | 30,4 | 44,1 |
| Peningamagn (M1) ⁴ | 180,7 | 23,8 | 22,6 | 30,1 | -10,9 | 2,7 | 16,3 | 35,2 | 26,6 | 27,5 |
| Peningamagn og alm. sparifé (M2) ⁵ | 298,8 | 9,3 | 18,4 | 27,6 | -13,3 | 0,3 | 14,8 | 24,0 | 23,2 | 23,6 |
| Peningamagn og sparifé (M3) ⁶ | 656,5 | 15,3 | 17,5 | 15,0 | 0,5 | 7,4 | 30,0 | 21,7 | 18,1 | 19,4 |
| Peningamagn, sparifé og verðbréf (M4) ⁷ | 789,7 | 17,0 | 15,5 | 17,0 | -2,5 | 18,9 | 27,8 | 16,8 | 17,0 | 24,3 |

1. Ríkissvixlar, 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 *Peningamálu* 2005/3 táknaðir 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 - október 2005

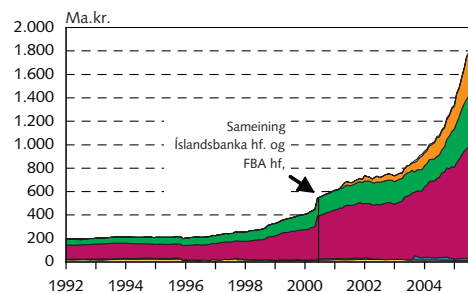


— Grunnfé (hægri ás)
— Útlán innlánsstofnana (vinstri ás)
— M3 (vinstri ás)

Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Útlánaflökkun innlánsstofnana janúar 1992 - október 2005¹



■ Opnberir aðilar ■ Lánastofnanir aðrar en bankar
■ Fyrirtæki ■ Einstaklingar
■ Erlendir aðilar ■ Öflokkað

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

Tafla 6 Reikningar lánakerfisins¹

| 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 |
| Eignir | | | | | | | | | | |
| 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 ² | 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 ³ | 173,8 | . | . | 30,3 | -41,4 | -19,0 | 133,6 | 9,0 | 12,4 | 6,5 |
| Önnur lánaþyrntæki ⁴ | 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 ⁵ | 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 | | | | | | | | | | |
| Innlendar skuldir | 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:⁶

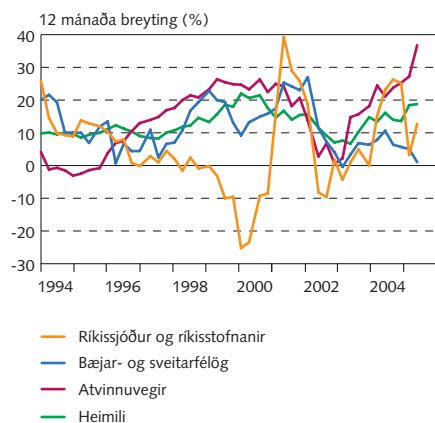
| | | | | | | | | | | |
|-------------------------------------|---------|------|------|------|-----|------|------|------|------|------|
| Ríkissjóður og ríkisstofnanir | 191,2 | -9,5 | -8,6 | 25,8 | 1,8 | 0,0 | 25,1 | -2,7 | -9,9 | 11,5 |
| Bæjar- og sveitarfélög ⁷ | 120,3 | 13,1 | 15,9 | 23,0 | 4,1 | 6,3 | 5,7 | 0,8 | 0,6 | 0,0 |
| Atvinnuvegir ⁷ | 1.825,2 | 24,9 | 22,5 | 20,7 | 0,6 | 18,2 | 25,3 | 2,4 | 9,9 | 13,2 |
| Heimili ⁷ | 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 Byggingastofnun. 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. 2005
Útlán flokkuð eftir lántakendum¹



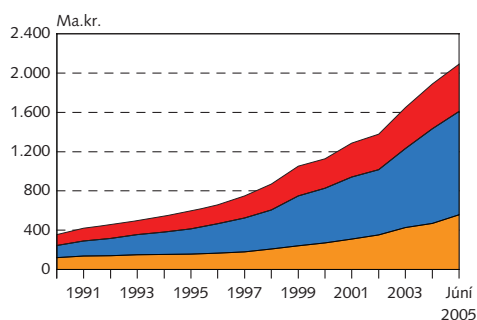
1. Í september 2003 hófst sjálfvirk flokkun útlána og verðbréfaeignar á atvinnugreinar skv. ÍSAT 95 staðli. Við það lækkuðu útlán til heimila, en útlán til atvinnuvega og sveitarfélaga hækkuðu. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Flokkun innlendra skulda lánakerfisins
1990-2005

Staða í lok tímabils á verðlagi hvers árs



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 | sept.'05 | júlí'05 | ág.'05 | sept.'05 | júlí'05 | ág.'05 | sept.'05 |
| Peningamarkaður ¹ | 36,9 | 39,4 | 156,0 | 1,6 | 141,5 | -6,6 | 51,7 | 288,0 | 303,2 |
| Skuldabréfamarkaður ² | 1.187,6 | 1.736,6 | 2.361,8 | 5,5 | 0,3 | 0,8 | 66,4 | 63,2 | 54,2 |
| þar af spariskirteini ríkissjóðs | 53,1 | 45,1 | 26,0 | -0,8 | 0,8 | -0,8 | -47,4 | -46,7 | -45,6 |
| þar af húsbref | 307,7 | 98,2 | 63,8 | -2,9 | -2,1 | 0,0 | -81,0 | -81,4 | -38,2 |
| þar af íbúðabref | . | 340,3 | 381,6 | 4,4 | -0,6 | 0,0 | . | . | . |
| Hlutabréfamarkaður | 658,8 | 1.083,7 | 1.540,6 | 2,9 | 7,9 | -1,0 | 60,9 | 52,9 | 34,9 |
| Hlutdeildarskirteini verðbréfasjóða | 198,1 | 272,7 | 339,6 | 2,5 | 0,9 | 2,7 | 30,0 | 30,3 | 31,0 |

1. Markaðsvíxlar ríkissjóðs, banka og sparissjóða og fjárfestingarlánasjóða. 2. Spariskirteini, ríkisbréf, húsbref, húsnæðisbréf, íbúðabref, skráð skuldabref banka, sparissjóða, 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 | okt.'05 | ág.'05 | sept.'05 | okt.'05 | okt.'03 | okt.'04 | okt.'05 |
| Launavísitala (1990=100) | 205,9 | 215,6 | 233,0 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 5,5 | 5,3 | 6,9 |
| Raunlaun (1990=100) ¹ | 131,8 | 133,7 | 136,1 | 0,1 | -1,2 | -0,3 | 3,2 | 1,6 | 2,1 |
| Fjöldi útgefinna atvinnuleyfa | 3.299 | 3.750 | 603 | -93 | 637 | -512 | 7 | -38 | 250 |
| Laus störf hjá vinnumiðlunum um land allt | 459 | 668 | 1.488 | 406 | -186 | -238 | 208 | 285 | 817 |
| Höfuðborgarsvæðið | 104 | 204 | 499 | 173 | 53 | -32 | -1 | 191 | 230 |

| Meðaltal tímabils | 2002 | 2003 | 2004 | ág.'05 | sept.'05 | okt.'05 | okt.'03 | okt.'04 | okt.'05 |
|---------------------------------------------------|-------|-------|-------|--------|----------|---------|---------|---------|---------|
| Fjöldi atvinnulausra | 3.631 | 4.893 | 4.564 | 2.851 | 2.267 | 2.193 | 4.059 | 3.880 | 2.193 |
| Atvinnuleysi (hlutfall af mannafla) | 2,5 | 3,4 | 3,1 | 1,8 | 1,4 | 1,4 | 2,8 | 2,7 | 1,4 |
| Árstíðarleidd atvinnuleysi (hlutfall af mannafla) | . | . | . | 2,0 | 1,8 | 1,6 | 3,3 | 3,1 | 1,6 |

| Ársfjórðungslegar mælingar | Meðaltöl | | | 3 mán. %-breyting | | | 12 mán. %-breyting | | |
|------------------------------------------|----------|-------|--------|-------------------|-------|--------|--------------------|--------|--------|
| | 2003 | 2004 | III'05 | I'05 | II'05 | III'05 | III'03 | III'04 | III'05 |
| Launavísitala (1990=100) | 205,8 | 215,5 | 231,5 | 3,1 | 1,4 | 1,2 | 5,7 | 5,1 | 6,8 |
| Laun á almennum vinnumarkaði | 188,5 | 196,9 | 211,2 | 3,4 | 1,0 | 0,8 | 5,6 | 5,4 | 6,1 |
| Laun opinberra starfsmanna og bankamanna | 234,5 | 246,3 | 265,4 | 2,7 | 2,0 | 1,8 | 5,6 | 4,8 | 7,7 |

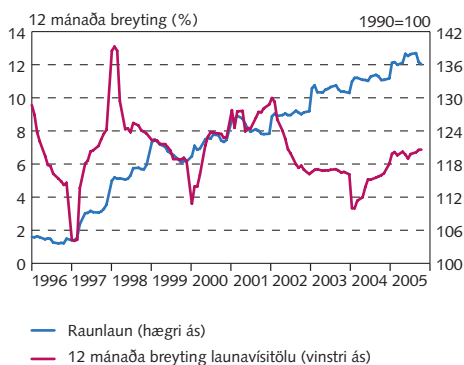
1. Staðvirt með neysluverðsvisitölu.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Þróun launa og kaupmáttar
janúar 1996 - október 2005

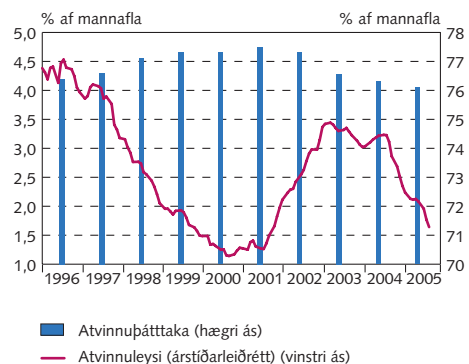
Raunlaun eru launavísitala staðvirt með visitölu neysluverðs



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 12

Atvinnuleysi og atvinnuþátttaka¹
janúar 1996 - október 2005

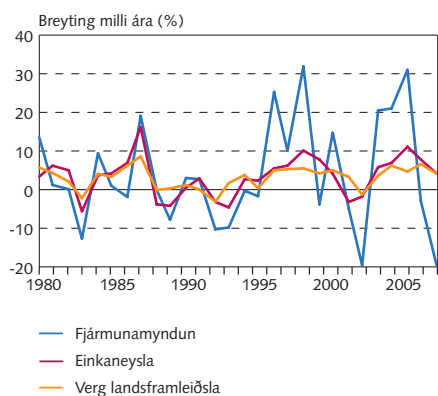


1. Áætlun Seðlabankans um atvinnuþátttöku 2003-2005.

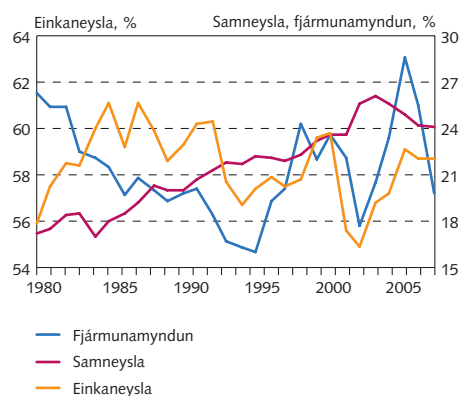
Heimildir: Þjóðhagsstofnun, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Tafla 9 Þjóðhagslegt yfirlit - árlegar tölur (frh. á næstu bls.)

| Milljarðar króna | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Bráðab.- tölur 2004 | Spá ¹ | | |
|------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------------|------------------|---------|---------|
| | | | | | | | 2005 | 2006 | 2007 |
| Verg landsframleiðsla (VLF), verðlag hvers árs | 615,1 | 669,2 | 750,0 | 782,3 | 811,2 | 885,0 | 988,7 | 1.109,7 | 1.197,4 |
| Viðskiptajöfnuður, verðlag hvers árs | -42,9 | -69,0 | -33,1 | 10,8 | -40,2 | -73,9 | -154,3 | -131,7 | -81,7 |
| VLF, fast verðlag ² | 637,1 | 669,2 | 691,5 | 682,8 | 707,2 | 750,8 | 786,2 | 838,0 | 872,5 |
| <i>Magnbreytingar í %²</i> | | | | | | | | | |
| Einkaneysla | 7,8 | 4,1 | -3,2 | -1,8 | 5,8 | 6,9 | 11,1 | 7,8 | 4,1 |
| Samneysla | 4,9 | 4,4 | 3,1 | 5,0 | 1,5 | 2,8 | 3,0 | 2,9 | 2,6 |
| Fjármunamyndun | -3,8 | 14,7 | -4,9 | -19,6 | 20,5 | 21,0 | 31,0 | -2,9 | -19,8 |
| Atvinnuvegir | -5,6 | 15,1 | -13,3 | -26,2 | 28,4 | 23,3 | 55,8 | -4,2 | -32,2 |
| Íbúðarhúsnæði | 0,6 | 12,9 | 15,4 | 5,0 | 16,1 | 5,7 | 11,8 | 9,5 | 0,6 |
| Hið opinbera | -0,7 | 14,7 | 8,0 | -23,1 | 3,0 | 26,9 | -11,2 | -14,0 | 28,4 |
| Þjóðarútgjöld | 4,3 | 6,6 | -2,8 | -3,8 | 7,2 | 8,4 | 13,3 | 4,1 | -2,1 |
| Útflutningur vöru og þjónustu | 3,9 | 4,3 | 7,4 | 3,9 | 1,4 | 8,3 | 3,6 | 5,8 | 15,4 |
| 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 | 24,5 | 0,5 | -1,4 |
| Vöruinnflutningur | 3,2 | 2,8 | -10,0 | -3,4 | 7,3 | 15,8 | ... | ... | ... |
| Þjónstuiinnflutningur | 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 | 4,7 | 6,6 | 4,1 |
| 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 | 0,3 | 3,9 | 0,7 |
| <i>Hlutföll af VLF (%)</i> | | | | | | | | | |
| Einkaneysla | 59,6 | 59,8 | 55,6 | 54,9 | 56,8 | 57,2 | 59,1 | 58,7 | 58,7 |
| Fjármunamyndun | 22,0 | 23,6 | 22,1 | 17,7 | 20,5 | 23,4 | 28,6 | 25,5 | 19,8 |
| Viðskiptajöfnuður | -7,0 | -10,3 | -4,4 | 1,4 | -5,0 | -8,4 | -15,6 | -11,9 | -6,8 |
| Þjóðhagslegur sparnaður | 15,1 | 13,7 | 17,4 | 19,1 | 15,3 | 14,7 | 13,3 | 13,8 | 12,3 |

Mynd 13
Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu
og fjármunamyndunar 1980-2007¹

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

Mynd 14
Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun
sem % af vergri landsframleiðslu 1980-2007¹

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

Tafla 9 (frh.) Þjóðhagslegt yfirlit - ársfjórðungslegar tölur

| Milljónir króna á verðlagi hvers árs | Einkaneysla | Samneysla | Fjármunamyndun | Þirgðabreyt. | Þjóðarútgjöld | Útflutn. | Innflutn. | Verg landsframleiðsla |
|-----------------------------------------|-------------|-----------|----------------|--------------|---------------|----------|-----------|-----------------------|
| 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 (%)²

| | | | | | | | | |
|----------------|------|------|-------|---|------|------|-------|------|
| 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 |

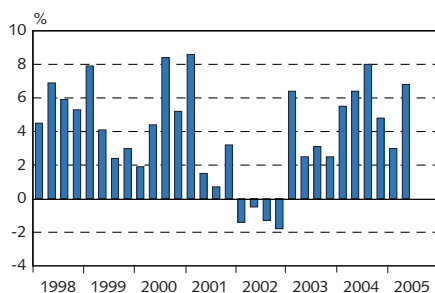
1. Spá Seðlabankans í Peningamálum 2005/4. 2. Í september 2005 var tekin upp árleg keðjutenging við útreikning magnbreytinga í stað viðmiðunar við fast verð tiltekins árs og voru tölur fyrri ára endurreiknaðar á þann hátt.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands (spár).

Mynd 15

Ársfjórðungslegur hagvöxtur
1. ársfj. 1998 - 2. ársfj. 2005

Magnbreyting vergrar landsframleiðslu yfir fjóra ársfjórðunga

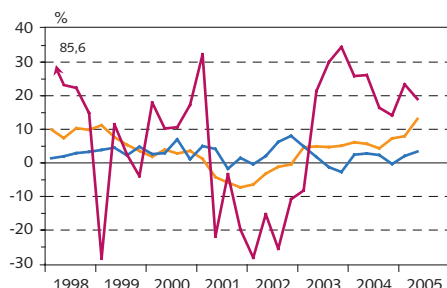


Bráðabirgðatölur 2004 og áætlaðar tölur 2005.
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 16

Undirþættir hagvaxtar
1. ársfj. 1998 - 2. ársfj. 2005¹

Magnbreytingar frá sama fjórðungi árið áður



— Einkaneysla — Fjármunamyndun
— Samneysla
1. Bráðabirgðatölur 2004 og áætlaðar tölur 2005.
Heimild: Hagstofa Íslands.

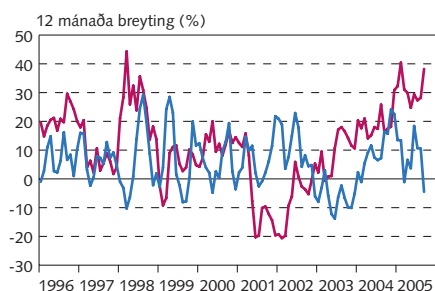
Tafla 10 Greiðslujöfnuður¹ (frh. á næstu síðu)

| Vöruviðskipti | Milljarðar króna | | | | | Breyting frá fyrra ári ² í % m.v. | | |
|---------------------------------------|------------------|-------|-------|-------|---------------|----------------------------------------------|--------|---------|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | Jan.-okt. '05 | 3 mán. | 6 mán. | 12 mán. |
| Vöruskiptajöfnuður | -6,7 | 13,1 | -16,9 | -37,8 | -77,3 | . | . | . |
| Útfluttar vörur f.o.b. | 196,4 | 204,3 | 182,6 | 202,4 | 156,8 | 1,7 | 6,0 | 7,9 |
| Útfluttar vörur án skipa og flugvéla | 193,1 | 202,0 | 181,2 | 201,6 | 153,6 | 1,7 | 3,3 | 6,1 |
| Sjávarafurðir | 121,8 | 128,6 | 113,7 | 121,7 | 92,8 | 1,3 | 5,1 | 7,1 |
| Ál og kísiljárn | 44,4 | 43,5 | 40,3 | 42,6 | 34,9 | -1,1 | 2,1 | 6,7 |
| Aðrar iðnaðarvörur | 19,0 | 14,5 | 21,6 | 28,4 | 19,3 | 8,4 | 1,2 | 2,8 |
| Innfluttar vörur f.o.b. | 203,1 | 191,2 | 199,5 | 240,2 | 234,1 | 39,9 | 33,5 | 32,1 |
| Innfluttar vörur án skipa og flugvéla | 190,1 | 180,0 | 195,7 | 231,7 | 226,9 | 41,8 | 38,0 | 31,7 |
| Neysluvörur | 60,8 | 59,5 | 66,3 | 77,2 | 75,6 | 43,1 | 40,6 | 37,6 |
| Fjárfestingarvörur (án flutn.tækja) | 44,4 | 38,6 | 46,1 | 52,8 | 53,7 | 70,0 | 48,3 | 31,7 |

| Þjónustu- og þáttaviðskipti | Milljarðar króna | | | | | Breyting frá fyrra ári ² 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 ³ | 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 ³ | -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 - september 2005

Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal á föstu gengi

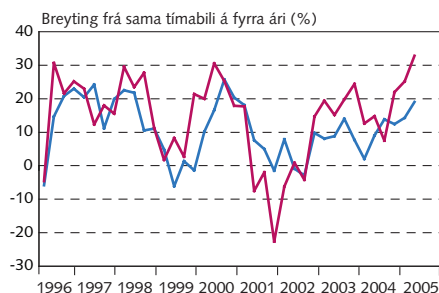


— Útflutt vara
— Innflutt vara

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

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

Á föstu gengi



— Útflutt þjónusta
— Innflutt þjónusta

Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 10 Greiðslujöfnuður (frh.)¹

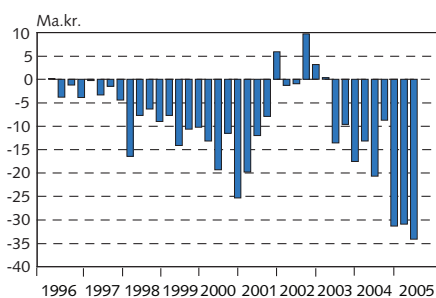
| | Milljarðar króna | | | | | Breyting frá fyrra ári ² í ma.kr. m.v. | | |
|-----------------------------------------------|------------------|-------|--------|--------|--------------|---------------------------------------------------|--------|---------|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2. ársfj.'05 | 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 ⁴ | 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 ⁴ | -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

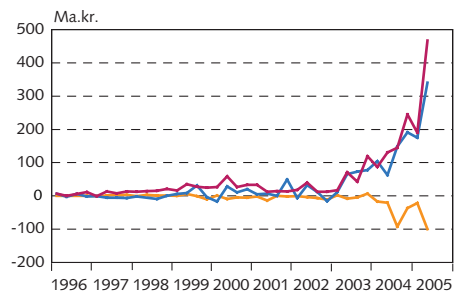
Á gengi hvers tíma



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 |
| Ýmsar kennitölur | | | | | | | | | |
| 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 |
| Hlutföll af landsframleiðslu (%)¹ | | | | | | | | | |
| Hrein erlend staða | -64,1 | -77,3 | -81,6 | -70,2 | -86,6 | -79,2 | -86,6 | -86,2 | -91,8 |
| Hreinar erlendar skuldir ² | 91,2 | 101,7 | 102,7 | 100,1 | 134,2 | 115,8 | 134,2 | 121,7 | 135,3 |
| Vergar erlendar skuldir ² | 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 |

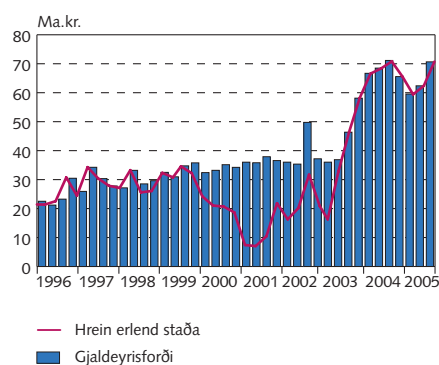
1. Tölur um skuldastöðu og verga landsframleiðslu eru færðar á sambærilegt gengi m.v. SDR. Skuldastaða í lok ársfjórðungs er reiknuð beint í hlutfalli við áætlaða landsframleiðslu ársins. 2. Án áhættufjármagns.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 21

Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða Seðlabankans 1. ársfj. 1996 - 3. ársfj. 2005

Á gengi hvers tíma

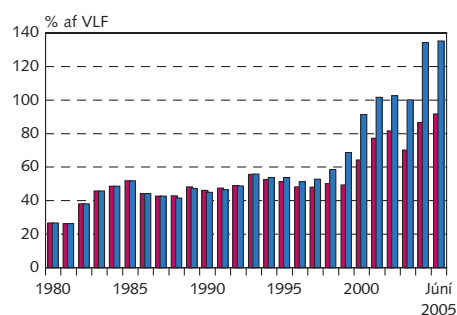


Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 22

Erlend staða þjóðarbúsins 1980-2005¹

Í árslok



— Hrein erlend staða
— Hreinar erlendar skuldir

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

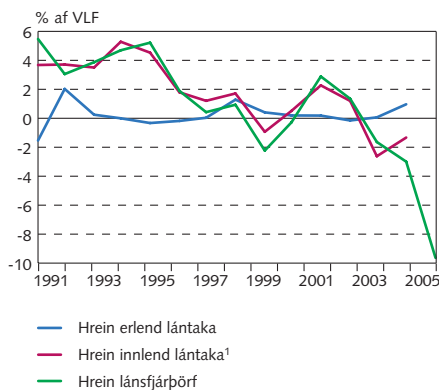
Tafla 12 Yfirlit um fjármál ríkissjóðs¹

| Fjárhæðir eru í ma.kr. | Rekstrargrunnur (skv. ríkisreikn.) | | | Jan.-des. | | % -breyt. milli ára | Júní-sept. | | % -breyt. milli ára |
|-------------------------------------------------|------------------------------------|-------|-------|-----------|-------|------------------------|------------|-------|------------------------|
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2003 | 2004 | | 2004 | 2005 | |
| Tekjur | 259,2 | 274,6 | 302,4 | 259,8 | 280,7 | 8,1 | 92,0 | 168,8 | 83,4 |
| Gjöld | 267,3 | 280,7 | 300,4 | 268,7 | 280,4 | 4,3 | 101,3 | 106,8 | 5,4 |
| Afgangur | -8,1 | -6,1 | 2,0 | -8,9 | 0,3 | . | -9,3 | 62,0 | . |
| Viðskiptareikningar, nettóinnheimta | -14,4 | 8,9 | -3,8 | 9,8 | -0,6 | . | 0,7 | -1,9 | . |
| Lánveitingar, nettó (innstreymi) | 11,3 | 5,7 | 26,3 | 6,5 | 26,4 | . | 6,9 | -27,3 | . |
| Hlutfjárviðskipti og stofnfé | 0,7 | 4,8 | -0,7 | 4,5 | -0,4 | . | 0,0 | 9,1 | . |
| Afgangur fyrir lántökur | -10,5 | 13,3 | 23,8 | 11,8 | 25,7 | . | -1,7 | 42,0 | . |
| Lífeyrissjóðir og ógreiddir vextir ² | -4,2 | -9,9 | -12,8 | -7,5 | -10,8 | . | -2,5 | -1,4 | . |
| Hreinar, formlegar lántökur | 13,5 | -2,9 | -3,6 | -6,0 | -6,6 | . | -2,6 | -15,5 | . |
| Stuttar innlendar | 0,0 | 8,5 | -6,0 | 8,5 | -6,0 | . | -2,6 | 3,2 | . |
| Langar innlendar | 3,0 | 4,6 | 11,3 | 1,6 | 8,5 | . | 0,4 | 4,3 | . |
| Erlendar | 10,5 | -16,0 | -8,9 | -16,0 | -9,1 | . | -0,5 | -22,9 | . |
| Greiðslujöfnuður | -1,2 | 0,5 | 7,3 | -1,6 | 8,3 | . | -6,8 | 25,0 | . |
| <i>Helstu tekna- og útgjaldaliðir</i> | | | | | | | | | |
| Tekjur alls | 259,2 | 274,6 | 302,4 | 259,8 | 280,7 | 8,1 | 92,0 | 168,8 | 83,4 |
| Tekjuskattur einstaklinga | 55,1 | 58,0 | 65,0 | 55,8 | 62,6 | 12,0 | 18,4 | 20,4 | 10,4 |
| Aðrir tekju- og eignarskattar ³ | 27,5 | 30,8 | 37,6 | 28,1 | 32,8 | 16,8 | 9,6 | 16,8 | 75,7 |
| Virðisaukaskattur | 76,3 | 80,9 | 96,4 | 80,3 | 91,1 | 13,5 | 31,0 | 38,7 | 24,9 |
| Vörugjöld og innflutningsskattar ⁴ | 15,4 | 17,6 | 21,1 | 17,5 | 20,8 | 18,7 | 7,7 | 9,7 | 25,8 |
| Tryggingagjöld | 23,4 | 26,3 | 28,4 | 25,2 | 27,8 | 10,3 | 9,5 | 10,9 | 14,8 |
| Aðrir skattar ⁵ | 22,9 | 25,2 | 27,2 | 23,7 | 25,7 | 8,7 | 9,6 | 10,8 | 11,8 |
| Vextir, arður og leiga | 18,7 | 14,4 | 15,3 | 11,0 | 12,0 | 9,3 | 3,7 | 2,2 | -42,1 |
| Eignasala/endurmat fyrirtækja | 11,7 | 12,0 | 1,1 | 11,6 | 0,2 | -98,5 | 0,0 | 57,1 | . |
| Aðrar tekjur ⁶ | 8,3 | 9,3 | 10,4 | 6,7 | 7,8 | 17,3 | 2,5 | 2,4 | -2,4 |
| Gjöld alls ⁷ | 267,3 | 280,7 | 300,4 | 268,7 | 280,4 | 4,3 | 101,3 | 106,8 | 5,4 |
| Rekstrargjöld | 116,8 | 110,1 | 138,9 | 120,6 | 136,1 | 12,8 | 48,7 | 55,0 | 12,9 |
| Rekstrar- og neyslutilfærslur | 112,6 | 129,5 | 124,4 | 108,7 | 111,5 | 2,6 | 41,8 | 42,2 | 0,9 |
| Fjármagnskostnaður | 16,0 | 15,3 | 14,2 | 14,9 | 13,1 | -12,5 | 3,1 | 2,4 | -21,7 |
| Viðhald | 6,1 | 6,3 | 5,0 | 5,0 | 3,7 | -26,9 | 2,0 | 1,7 | -14,2 |
| Fjárfesting | 15,8 | 19,6 | 18,0 | 19,4 | 16,1 | -17,4 | 5,7 | 5,4 | -4,6 |

1. Fyrstu þrjú dælar á rekstrargrunni skv. ríkisreikningi, hinir sex skv. greiðslubókhalda. 2. Fólgin lántaka í uppsöfnun lífeyrisskuldbindinga og spariskirteinavaxta. 3. Gjald í framkvæmdasjóð aldraðra, fjármagnstekjuskattur, tekjuskattur félaga, eignarskattar, erfðafjárskattur, stimpilgjöld. 4. Vörugjald, sérstakt og almennt vörugjald af bensíni, vörugjöld af ökutækjum, 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.

Heimild: Ríkisreikningur, mánaðaryfirlit Fjársýslu ríkisins.

Mynd 23
Lánsfjárför og lántökur
ríkissjóðs 1991-2005



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

Mynd 24
Mánaðarlegur tekjuafgangur
ríkissjóðs 2003-2005

Frá ársbyrjun til loka mánaðar



Heimild: Mánaðaryfirlit Fjársýslu ríkisins.

Tafla 13 Fjármál hins opinbera¹

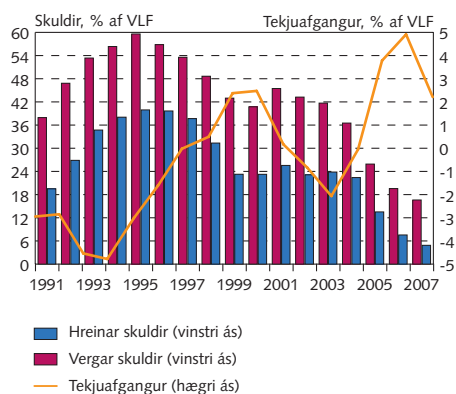
| Í milljörðum króna | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | Brb.- tölur 2005 | Áætlun ² | |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------------|---------------------|------|
| | | | | | | | | | | 2006 | 2007 |
| Hið opinbera | | | | | | | | | | | |
| Tekjur | 213,2 | 242,9 | 278,6 | 301,1 | 328,5 | 350,6 | 368,4 | 416,7 | 479 | 521 | 541 |
| Útgjöld | 213,3 | 240,0 | 264,0 | 284,6 | 327,2 | 357,1 | 385,1 | 417,2 | 441 | 467 | 514 |
| Tekjuafgangur/halli | -0,1 | 2,8 | 14,6 | 16,6 | 1,3 | -6,6 | -16,7 | -0,5 | 37 | 55 | 27 |
| Hreinar skuldir | 196,5 | 180,7 | 147,0 | 158,7 | 199,3 | 182,2 | 195,7 | 202,1 | 136 | 85 | 59 |
| Vergar skuldir | 279,4 | 280,5 | 271,5 | 278,0 | 354,6 | 340,7 | 342,3 | 329,3 | 260 | 220 | 201 |
| Ríkissjóður | | | | | | | | | | | |
| Tekjur | 162,5 | 184,1 | 214,0 | 228,9 | 246,1 | 257,9 | 275,1 | 313,9 | 363 | 391 | 399 |
| Útgjöld | 159,6 | 177,0 | 196,4 | 209,8 | 239,5 | 261,1 | 288,1 | 304,0 | 318 | 334 | 373 |
| Tekjuafgangur/halli | 2,9 | 7,1 | 17,5 | 19,1 | 6,6 | -3,2 | -13,0 | 9,9 | 45 | 57 | 25 |
| Hreinar skuldir | 172,3 | 151,3 | 118,8 | 127,4 | 168,8 | 149,5 | 159,2 | 155,8 | 82 | 29 | 4 |
| Vergar skuldir | 241,6 | 237,8 | 226,0 | 228,5 | 298,3 | 281,1 | 277,2 | 253,0 | 173 | 127 | 105 |
| Sveitarfélög | | | | | | | | | | | |
| Tekjur | 55,5 | 62,9 | 69,9 | 77,7 | 89,5 | 99,8 | 104,3 | 112,7 | 126 | 143 | 155 |
| Útgjöld | 58,5 | 67,2 | 72,8 | 80,3 | 94,8 | 103,2 | 108,0 | 123,0 | 133 | 145 | 154 |
| Tekjuafgangur/halli | -3,0 | -4,3 | -2,9 | -2,6 | -5,3 | -3,4 | -3,8 | -10,3 | -7 | -2 | 2 |
| Hreinar skuldir | 25,0 | 30,1 | 28,7 | 31,7 | 30,7 | 32,8 | 36,7 | 46,4 | 53 | 56 | 55 |
| Vergar skuldir | 38,4 | 43,3 | 46,1 | 49,8 | 56,6 | 60,2 | 65,6 | 76,8 | 87 | 94 | 96 |
| Hið opinbera, % af VLF | | | | | | | | | | | |
| Tekjur | 41,3 | 42,4 | 45,3 | 45,0 | 43,8 | 44,8 | 45,4 | 47,1 | 48 | 47 | 45 |
| Útgjöld | 41,3 | 41,9 | 42,9 | 42,5 | 43,6 | 45,7 | 47,5 | 47,1 | 45 | 42 | 43 |
| Tekjuafgangur/halli | 0,0 | 0,5 | 2,4 | 2,5 | 0,2 | -0,8 | -2,1 | -0,1 | 4 | 5 | 2 |
| Hreinar skuldir | 38,1 | 31,5 | 23,9 | 23,7 | 26,6 | 23,3 | 24,1 | 22,8 | 14 | 8 | 5 |
| Vergar skuldir | 54,1 | 48,9 | 44,1 | 41,5 | 47,3 | 43,5 | 42,2 | 37,3 | 27 | 23 | 17 |

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 hagnaðar af eignasölu. 2. Rekstrartölur fyrir 2004 eru áætlun Hagstofunnar. Aðrar tölur fyrir 2004-2007 eru áætlun Seðlabankans.

Heimildir: Hagstofa Íslands, áætlanir Seðlabankans.

Mynd 25

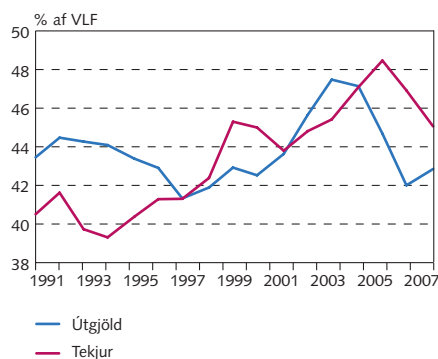
Skuldir og tekjuafgangur hins opinbera 1991-2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, áætlanir Seðlabankans 2003-2007.

Mynd 26

Útgjöld og tekjur hins opinbera 1991-2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, fjárlagfrumvarp 2006, áætlanir Seðlabankans 2005-2007.

Tafla 14 Velta¹

| M.kr. | Janúar-ágúst | | | % -breyting frá fyrra ári, janúar-ágúst ² | | |
|--------------------------------------|--------------|---------|-----------|------------------------------------------------------|------|------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2003 | 2004 | 2005 |
| Samtals iðnaður | 203.079 | 220.893 | 237.443 | -6,2 | 5,7 | 3,6 |
| Iðnaður án fiskiðnaðar | 133.420 | 143.016 | 148.248 | 0,7 | 4,2 | -0,1 |
| Iðnaður án fiskiðnaðar og stóriðju | 108.024 | 115.857 | 122.579 | 4,4 | 4,2 | 1,9 |
| Smásöluverslun (án eldsneytis) | 119.611 | 128.436 | 135.936 | 1,4 | 5,6 | 4,9 |
| Heildsala | 197.077 | 240.208 | 264.947 | 6,8 | 19,7 | 9,3 |
| Heildsala án eldsneytis | 168.219 | 208.119 | 228.407 | 7,4 | 21,6 | 8,8 |
| Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð | 55.527 | 68.743 | 89.766 | 15,7 | 20,3 | 25,8 |
| Samtals | 856.477 | 981.932 | 1.107.140 | 0,1 | 11,4 | 8,6 |
| Samtals án eldsneytis | 827.619 | 949.844 | 1.070.599 | 1,2 | 12,8 | 11,7 |

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

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

126

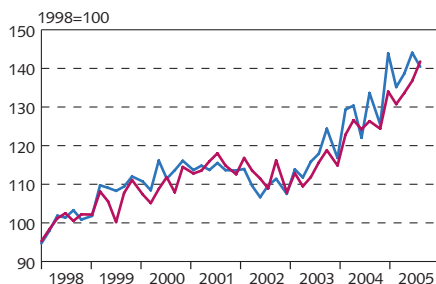
Tafla 15 Raungengi íslensku krónunnar¹

| Raungengi (1980 = 100) | Meðalstaða árs | | | | | 3. ársfj. 2005 | % -breyting frá fyrra ári | | |
|--------------------------------------------|----------------|------|------|------|-------|-------------------|---------------------------|--------------|----------------|
| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | | I '05 | II '05 | III '05 |
| m.v. hlutfallslegt neysluverðlag | 96,2 | 83,7 | 88,5 | 94,1 | 97,2 | 105,5 | 11,4 | 8,6 | 8,8 |
| m.v. hlutfallslegan launakostnað á einingu | 91,4 | 78,7 | 84,1 | 88,5 | 90,6 | 99,1 | 18,9 | 10,2 | 11,9 |
| % -breyting frá fyrra ári | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Brb. 2004 | Áætlun 2005 |
| Nafngengi | 1,2 | 1,5 | 0,0 | 0,2 | -16,6 | 2,5 | 6,2 | 1,8 | 9,1 |
| Erlent verðlag | 2,1 | 1,6 | 1,6 | 2,3 | 2,1 | 1,7 | 2,0 | 1,8 | 2,3 |
| Innlent verðlag | 1,8 | 1,7 | 3,4 | 5,1 | 6,6 | 4,8 | 2,1 | 3,2 | 3,9 |
| Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag | 0,9 | 1,6 | 1,8 | 2,9 | -13,0 | 5,7 | 6,3 | 3,2 | 10,8 |
| 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 | 1,1 |
| 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 | 4,7 | 6,6 |
| Raungengi miðað við hlutfallsleg laun | 3,3 | 5,0 | 1,6 | 1,3 | -13,8 | 6,8 | 5,2 | 2,3 | 14,4 |

1. Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur og áætlanir.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

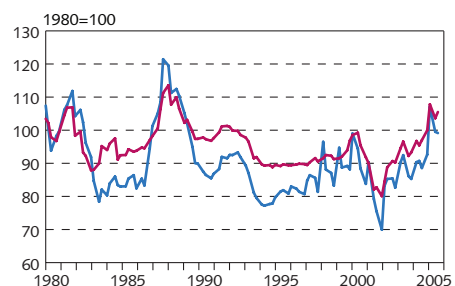
Mynd 27
Veltubreyting milli ára 1998/1 - 2005/4
Tveggja mánaða tímabil, raunvirt og árstíðarleidd



— Velta innanlandsgreina
— Heildarvelta

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 28
Ársfjórðungslegt raungengi krónunnar
1. ársfj. 1980 - 3. ársfj. 2005



— Miðað við hlutfallsleg laun
— Miðað við hlutfallslegt verðlag

Nýjustu tölur eru bráðabirgðatölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 16 Fasteignamarkaður og eignaverð

| Fasteignamarkaður ¹ | 2002 | 2003 | 2004 | okt. '05 | 1 mán. %-br. | | 12 mán. %-breytingar | | | |
|-----------------------------------------------------------|----------|---------|---------|----------|--------------|-------------------------------|----------------------|----------|----------|--|
| | | | | | sept. '05 | okt. '05 | okt. '03 | okt. '04 | okt. '05 | |
| Verðvísitala íbúðarhúsnæðis á höfuðb.svæði ² | 158,9 | 177,7 | 200,5 | 285,6 | 1,2 | 0,4 | 13,3 | 12,5 | 37,9 | |
| Verð í fjölbýli á höfuðborgarsvæði ² | 160,7 | 179,9 | 201,3 | 281,0 | 0,9 | 0,3 | 13,2 | 11,0 | 35,2 | |
| Verð veiðiheimilda (meðalverð tímabils, kr./kg.) | | | | | | | | | | |
| Verð varanlegra þorsheimilda (kr./kg.) | 709 | 930 | 1.223 | 1.640 | 3,7 | 15,0 | 25,0 | -9,6 | 45,1 | |
| Leiguverð þorsheimilda (kr./kg.) | 117 | 156 | 132 | 125 | -0,8 | 0,8 | -20,7 | 4,3 | 4,2 | |
| Hlutafjármarkaður | | | | | | | | | | |
| Vísitölur, 31. des. 1997 = 1.000 | Í árslok | | | | 31. okt. | % -breyting til 31. okt. 2005 | | | | |
| | 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 | 4.677,0 | 1,0 | 8,6 | 13,8 | 39,0 | |
| Heildarvísitala aðallista | 1.180,8 | 1.436,2 | 2.075,2 | 3.167,4 | 4.350,1 | 1,7 | 8,6 | 13,1 | 36,4 | |
| Atvinnugreina vísitölur, 31. des. 2004 = 100 ³ | | | | | | | | | | |
| Sjávarútvegur (ICEXFISH) | 86,7 | 107,3 | 100,0 | 120,7 | 120,8 | -3,2 | -5,3 | -7,6 | 1,4 | |
| Fjármálaþjónusta (ICEX40) | . | . | . | 100,0 | 144,4 | 1,1 | 10,6 | 16,7 | . | |
| Nauðsynjavörur (ICEX30) | . | . | . | 100,0 | 127,8 | -0,2 | 4,0 | 7,3 | . | |
| Heilbrigðisgeiri (ICEX35) | . | . | . | 100,0 | 111,7 | 4,8 | 2,7 | 7,8 | . | |

1. Breytingar eru reiknaðar út frá 3 mán. hreyfanlegum meðaltölum. 2. Janúar 1994=100. Staðgreiðsluverð. 3. Hinn 1. apríl 2005 voru teknar upp nýjar atvinnugreina vísitölur. Af eldri vísitölum er aðeins vísitala sjávarútvegs reiknuð áfram og miðast upphafsgildi hennar (100) við 31. desember 1997.

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

Tafla 17 Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja

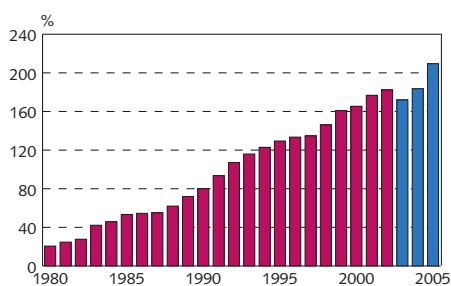
| Í ma.kr. nema annað sé tekið fram | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | %-br. milli ára '03-'04 |
|---------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------------------------|
| Íbúða- og bifreiðaeign heimila ¹ | 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 | 964,6 | 19,8 |
| Skuldir heimila við lánakerfið ² | 386,2 | 442,6 | 522,0 | 613,8 | 710,4 | 758,6 | 772,1 | 877,1 | 13,6 |
| Skuldir heimila sem % af ráðstöfunartekjum ² | 134,7 | 146,1 | 160,9 | 165,4 | 176,8 | 182,4 | 172,0 | 183,5 | 6,7 |
| Skuldir fyrirtækja við lánakerfið ² | 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 útlánaskipting 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 1980-2005¹

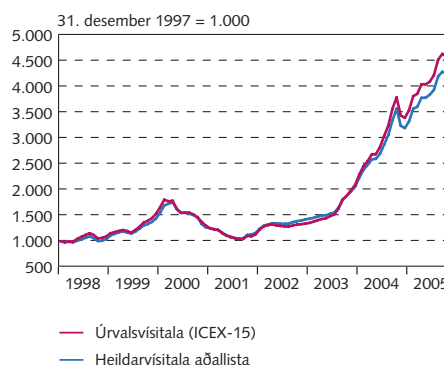


1. Breytt lána flokkun frá árinu 2003 (súlur í bláum lit) (sjá neðanmálgrein 2 við töflu 17).
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 30

Hlutabréfaverð 1998-2005

Mánaðarleg meðaltöl janúar 1998 - október 2005



Heimild: Kauphöll Íslands.

Tafla 18 Afkoma fyrirtækja

| Úr reikningum hlutafélaga í Kauphöll Íslands ¹ | Jan.-des. | | % af veltu | | Jan.-sept. | | % af veltu | | % -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 | 12,9 | 17,6 | 14,7 | 11,6 | 36,4 |
| Sjávarútvegur | 8,3 | 8,7 | 21,3 | 18,1 | 2,1 | 2,2 | 21,6 | 18,2 | 4,8 |
| Samgöngur | 1,6 | 2,6 | 7,0 | 10,7 | 4,5 | 3,8 | 13,2 | 10,2 | -15,5 |
| Upplýsingatækni | 8,1 | 11,0 | 19,6 | 20,2 | 1,1 | 2,3 | 10,3 | 8,6 | 109,0 |
| Iðnaður og framleiðsla | 12,1 | 16,6 | 16,3 | 18,1 | 10,2 | 12,6 | 17,9 | 12,6 | 23,5 |
| Hagnaður eftir skatta | 12,0 | 23,2 | 4,3 | 6,6 | 6,8 | 9,7 | 7,7 | 6,4 | 42,6 |
| Sjávarútvegur | 3,4 | 5,6 | 8,7 | 11,7 | 0,8 | 1,4 | 7,9 | 11,7 | 75,0 |
| Samgöngur | 0,5 | 1,0 | 2,3 | 4,1 | 2,8 | 6,6 | 8,3 | 17,8 | 135,7 |
| Upplýsingatækni | 1,6 | 4,8 | 3,6 | 8,9 | 0,6 | 1,0 | 5,7 | 3,8 | 66,7 |
| Iðnaður og framleiðsla | 5,6 | 10,2 | 7,5 | 11,2 | 6,5 | 7,0 | 11,4 | 7,0 | 7,7 |
| Eiginfjárlutfall fyrirtækja í Kauphöll Íslands | 35,2 | 34,1 | . | . | 38,0 | 30,8 | . | . | . |
| Arðsemi eigin fjár félaga í Kauphöll Íslands | 15,3 | 10,3 | . | . | 11,6 | 9,3 | . | . | . |
| Fjöldi hlutafélaga í úrtaki | 31 | 31 | . | . | 13 | 13 | . | . | . |
| Úr reikningum viðskiptabanka og sparisjóða ² | | | | | | | | | |
| Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | %-br. '03-'04 | Jan.-júní | | %-br '04-'05 | |
| 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 | . | |
| Kostnaðarhlutfall ³ | 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 | . | |

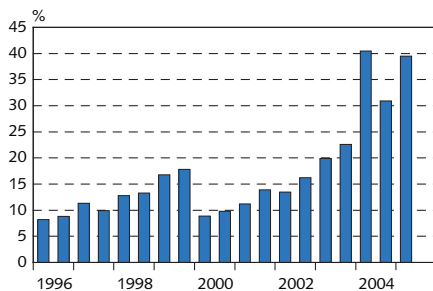
1. Byggt á reikningum allra félaga í Kauphöll Íslands nema fjármála- og tryggingarfyrirtækja. 2. Þrjú stærstu viðskiptabankarnir og sex stærstu sparisjóðirnir. Uppgjör viðskiptabankanna og SPRON jan. - júní 2005 skv. IFRS (International Financial Reporting Standards). 3. Rekstrargjöld sem hlutfall af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

Heimildir: Fjármálaeftirlitið, Seðlabanki Íslands.

Mynd 31

Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka og sparisjóða¹ 1996/1 - 2005/1

Hálfsárslegar tölur



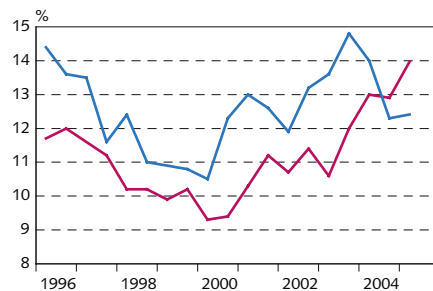
1. Byggt á reikningum viðskiptabanka (án Sparisjóðabanka Íslands) og sex stærstu sparisjóða. Frá 1998 er FBA meðtalin en þar áður Fiskveiðisjóður og Iðnlánasjóður.

Heimildir: Fjármálaeftirlitið og árs- og árshlutareikningar viðskiptabanka og sparisjóða.

Mynd 32

Eiginfjárlutfall viðskiptabanka og sparisjóða¹ 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 árshlutareikningar viðskiptabanka og sparisjóða.

Tafla 19 Erlendur samanburður

| Skv. nýjustu upplýsingum fyrir hvert land | ESB-25 | E-12 | USA | UK | Japan | Svíþjóð | Noregur | Finnland | Danmörk | Ísland |
|---------------------------------------------------------|--------|------|-----|-----|-------|---------|---------|----------|---------|--------|
| Verðbólga sl. 12 mån. | 2,4 | 2,6 | 4,7 | 2,7 | -0,3 | 0,6 | 2,0 | 1,1 | 2,4 | 4,2 |
| Atvinnuleysi ¹ | 8,6 | 8,4 | 5,1 | 4,7 | 4,2 | 5,4 | 4,8 | 8,3 | 5,5 | 1,6 |
| Hagvöxtur ² | 1,7 | 1,1 | 3,6 | 1,6 | 2,2 | 2,1 | 2,0 | -0,3 | 2,9 | 6,8 |
| Óverðtryggðir langtímavextir (nafnávöxtun) ³ | . | 3,0 | 4,4 | 4,3 | 0,9 | 3,0 | 3,4 | 3,0 | 3,0 | 7,8 |
| Verðtryggðir langtímavextir (raunávöxtun) ³ | . | . | 1,8 | 1,6 | . | 0,9 | . | . | . | 3,6 |
| Skammtímavextir ⁴ | 2,6 | 2,1 | 3,9 | 4,5 | 0,0 | 1,5 | 2,3 | 2,2 | 2,1 | 10,1 |

Fyrir árið 2004 (nema annað sé tilgreint):

| | | | | | | | | | | |
|--------------------------------------------------------|-----|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|
| VLF á mann m.v. kaupm.jafnvægi US\$ (PPP) ⁵ | . | 27,1 | 37,6 | 29,9 | 28,0 | 29,0 | 37,1 | 28,6 | 30,7 | 29,4 |
| Vergur sparnaður, % af VLF ⁶ | . | . | 13,1 | 14,8 | 25,7 | 23,9 | 24,5 | 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 | -0,1 |
| Vergar skuldir hins opinbera, % af VLF | . | 78,5 | 63,4 | 44,2 | 157,6 | 62,1 | 51,1 | 53,3 | 49,4 | 37,5 |
| 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. Árstíðarleiðrétt. 2. Hagvöxtur yfir fjóra ársfjórðunga. Árstíðarleiðrétt, nema fyrir Ísland. 3. Ríkisskuldabréf til 5 ára eða því sem næst. 4. Ríkisvixlar til þriggja mánaða. 5. Árið 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

| Hagvöxtur, % á ári ¹ | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | Bráðab. 2004 | Spár | |
|-----------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|-----------------|------|------|
| | | | | | | | | 2005 | 2006 |
| 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 ² | 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 |
| Verðbólga ³ | | | | | | | | | |
| 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 |
| Atvinnuleysi | | | | | | | | | |
| 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 |
| Jöfnuður hins opinbera, % af VLF ⁴ | | | | | | | | | |
| 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 |
| Langtímavextir ⁵ | | | | | | | | | |
| 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 hópnun „Önnur nýmarkaðs- og þróunarriki“ eru 146 ríki. 3. Breyting neysluverðs. 4. Hlutfall af vergri landsframleiðslu. Tekjujöfnuður hins opinbera, ríkis, sveitarfélaga og almennatrygginga. 5. Ávöxtun 10 ára ríkisskuldabréfa.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Consensus Forecasts, OECD.

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

| Ár | Verðlag ¹ | | Gengi | | Vextir | | Peningastærðir | | Hlutfall gjaldeyrisforða og vörumfl. ⁵ | Erlendar skuldir % af VLF ⁶ | Hagvöxtur | | |
|------|-----------------------------------|------------|-----------------------------------|---------------------------------------------|-------------------------------------------|----------------------------------------------|--------------------|-------------|---------------------------------------------------|----------------------------------------|-----------|-------|------|
| | Vísitala neysluverðs ¹ | Verðbólgan | Meðal gengisvísitala ² | Raugengi krónu ³ m.v. neysluverð | Meðal-ávöxtun spariskirteina ⁴ | Alm. skuldabréfa-lán banka (raunáv.) óverðr. | %-breyting yfir ár | Útlán lánað | | | | | |
| 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 | 12,7 | 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 | 30,3 | 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 | 90,6 | 3,9 | 8,1 | 15,0 | 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 gjaldmiðla gagnvart krónu miðað við viðskiptavægra körfu helstu viðskiptalanda. Ársmeðaltal. 3. 1980=100. 4. Árleg meðaltöl ávöxtunar verðtryggðra spariskirteina ríkissjófs. Ávöxtun í Kauphöll Íslands frá 1987. Áður vextir í frumsölu. 5. Gjalddeyrisforði í lok tímabils sem hlutfall af innflutningi eins mánaðar, reiknað á föstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvörumflutnings síl. 12 mánaði. 6. Vergar skuldir án áhættufjármagns.

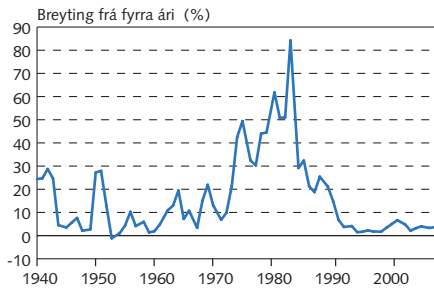
Tafla 21 (frh.) Sögulegar hagtölur

| | Þjóðhagsstærðir (%-breyt. milli ára) | | | Útanríkisviðskipti (%-breyt. milli ára) ⁷ | | | Viðsk.-jöfn., % af VLF | | | Hið opinbera (% af VLF) ⁸ | | | Vinnuorkaður (% af mannafla) | | Laun (%-breyt. milli ára) | |
|------|--------------------------------------|------------------|----------------|------------------------------------------------------|------------|-----------------|------------------------|-----------|--------|--------------------------------------|------------|---------------|------------------------------|---------------------|---------------------------|--|
| | Einka-neysla | Fiár-muna-myndun | Þjóðar-útgjöld | Út-flutn. | Inn-flutn. | Við-skipta-kiör | Viðsk.-jöfn., % af VLF | Jöfn-uður | Tekjur | Útgjöld | Atv.-leysi | Atv.-þátttaka | Atv.-laun ⁹ | Raun-ráðstöf.-tekna | Kaupm. | |
| 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 | 42,9 | 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 | 44,0 | 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 | 44,9 | 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 | 46,9 | 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 | 47,4 | 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. Aður launavísitala til greiðslujöfnunar. Raunvirt með neysluverðsvísitölu. Heimildir: Fjármálaáuneytið, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Vinnuálastofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 33
Verðbólga 1940-2007¹

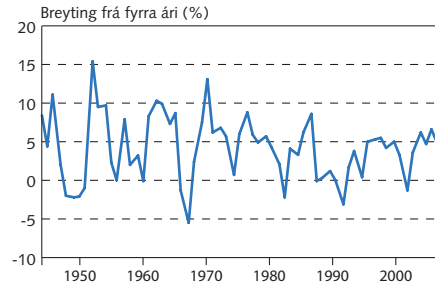
Árleg meðaltöl vísitölu neysluverðs



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

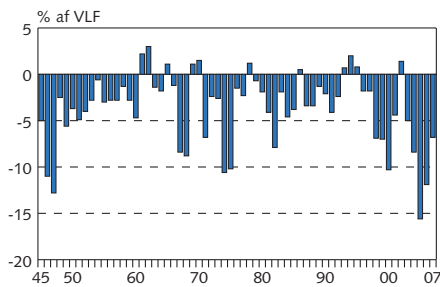
Mynd 34
Hagvöxtur 1945-2007¹

Magnbreyting vergrar landsframleiðslu milli ára



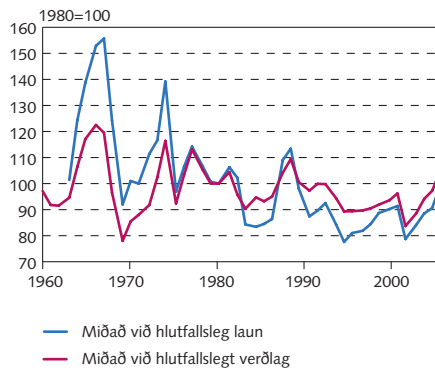
1. Bráðabirgðatölur 2004. Spá 2005-2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 35
Viðskiptajöfnuður 1945-2007¹



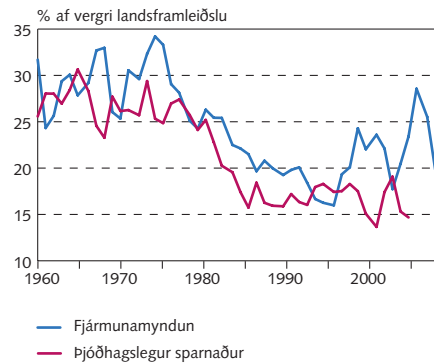
1. Bráðabirgðatölur 2004. Spá 2005-2007.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 36
Raungengi krónunnar 1960-2005¹



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

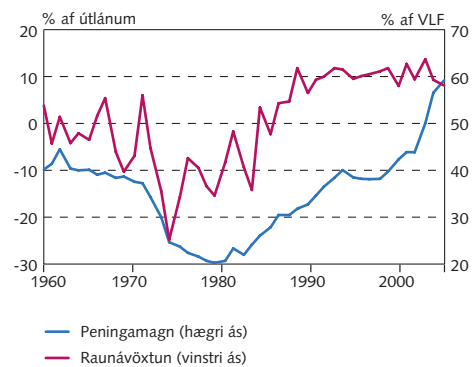
Mynd 37
Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2007¹



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

Mynd 38
Raunávöxtun og peningamagn 1960-2004

Raunávöxtun óverðtryggðra útlána banka og M3 sem hlutfall af VLF



Nýjustu 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 (%): | 1970 | 2004 |
|----------------------------|------|------|
| Bandaríkin | 30,0 | 9,3 |
| Evrópusambandið | 52,8 | 75,2 |
| Annað | 17,2 | 15,5 |

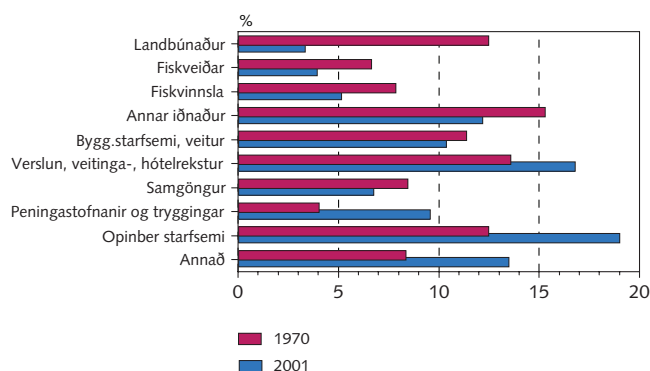
| IV. Þjóðartekjur og -útgjöld | 1970 | 2004 ¹ |
|------------------------------------------------------------------|------|-------------------|
| Verg landsframléiðsla (VLF), ma.kr. | 0,4 | 885,0 |
| Verg landsframléiðsla, ma. USD | 0,5 | 12,6 |
| Þjóðartekjur á íbúa í þús. USD | 2,0 | 42,1 |
| VLF á mann í þús. USD m.v. kaupmáttarjafnvægi (PPP) ² | 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 HþF ³ | 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 ⁴ | 28,9 | 47,1 |
| Heildarskattar, % af VLF ⁴ | 28,9 | 40,2 |

| V. Fjármagn og skuldir | 1970 | 2004 ¹ |
|-------------------------------------------------|-------|-------------------|
| % 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 | 37,3 |
| Hreinar skuldir hins opinbera | -2,3 | 22,8 |
| Peningamagn (M3) | 37,5 | 59,2 |
| Útlán og markaðsskuldabréf lánakerfis | 484,8 | 294,1 |
| Skuldir atvinnuvega | 53,6 | 162,6 |
| Skuldir heimila | 21,2 | 97,2 |
| Markaðsverðmæti hlutabréfa | . | 120,1 |

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. HþF er hrein þjóðarframléiðsla, þ.e. verg þjóðarframléiðsla að frádrögnum afskriftum. 4. Á þjóðhagsreikningagrunni.

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

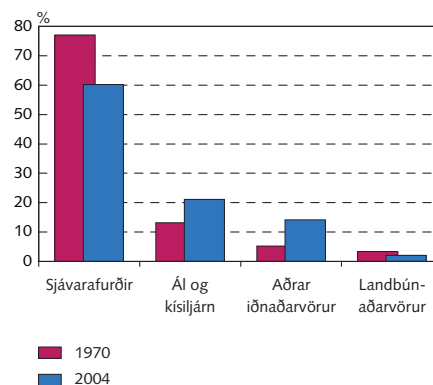
Mynd 39
Hlutfallsleg atvinnuskipting 1970 og 2001



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 40
Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings
1970 og 2004

Eftir vöruflokkum



Heimild: Hagstofa Íslands.

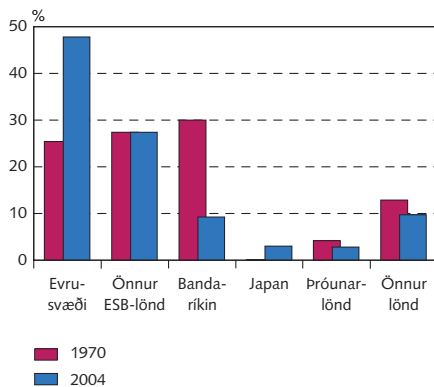
Tafla 23 Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum¹

| | % af heild | | | | | | Ma.kr. | |
|----------------------------------------------------------|------------|-------|-------|-------|------------|-------|------------|-------|
| | 1970 | 1980 | 1990 | 2000 | Jan.-sept. | | Jan.-sept. | |
| | | | | | 2004 | 2005 | 2004 | 2005 |
| Vöruútflutningur, fob | | | | | | | | |
| Evrópusambandið | 52,8 | 52,3 | 70,7 | 67,4 | 75,2 | 74,8 | 152,2 | 105,4 |
| Evrusvæði | 25,4 | 30,2 | 37,6 | 42,3 | 47,8 | 49,1 | 96,8 | 69,2 |
| Önnur Evrópusambandslönd | 27,4 | 22,0 | 33,1 | 25,1 | 27,4 | 25,7 | 55,4 | 36,3 |
| þar af Bretland | 13,2 | 16,5 | 25,3 | 19,3 | 19,0 | 17,3 | 38,5 | 24,4 |
| Önnur Vestur-Evrópulönd | 2,8 | 2,3 | 3,4 | 7,8 | 6,3 | 6,6 | 12,8 | 9,3 |
| Önnur Austur-Evrópulönd og fyrrum Sovétríki ² | 9,6 | 8,8 | 2,9 | 1,4 | 1,2 | 1,2 | 2,4 | 1,7 |
| þar af Rússland | 6,8 | 5,4 | 2,5 | 0,4 | 1,1 | 1,2 | 2,3 | 1,7 |
| Bandaríkin | 30,0 | 21,6 | 9,9 | 12,2 | 9,3 | 8,0 | 18,8 | 11,3 |
| Japan | 0,1 | 1,5 | 6,0 | 5,2 | 3,0 | 4,0 | 6,1 | 5,6 |
| Önnur OECD-lönd | 0,5 | 0,6 | 0,5 | 2,0 | 1,5 | 1,6 | 3,0 | 2,3 |
| Þróunarlönd ³ | 4,2 | 12,9 | 5,5 | 3,0 | 2,8 | 3,1 | 5,7 | 4,4 |
| Önnur lönd | 0,0 | 0,0 | 1,1 | 1,0 | 0,7 | 0,6 | 1,4 | 0,8 |
| Alls | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 202,4 | 140,9 |
| Vöruinnflutningur, cif | | | | | | | | |
| Evrópusambandið | 64,9 | 58,0 | 59,9 | 57,0 | 60,9 | 62,2 | 158,6 | 143,8 |
| Evrusvæði | 32,0 | 33,2 | 35,5 | 33,5 | 34,2 | 33,2 | 89,2 | 76,8 |
| Önnur Evrópusambandslönd | 33,0 | 24,8 | 24,4 | 23,6 | 26,6 | 29,0 | 69,4 | 67,0 |
| þar af Bretland | 14,3 | 9,5 | 8,1 | 9,0 | 6,8 | 5,7 | 17,8 | 13,3 |
| Önnur Vestur-Evrópulönd | 5,4 | 8,1 | 5,2 | 9,7 | 12,3 | 9,8 | 32,1 | 22,7 |
| Önnur Austur-Evrópulönd og fyrrum Sovétríki ² | 10,4 | 10,9 | 6,5 | 5,7 | 1,2 | 0,9 | 3,2 | 2,2 |
| þar af Rússland | 7,2 | 9,7 | 5,0 | 1,8 | 1,0 | 0,4 | 2,7 | 1,0 |
| Bandaríkin | 8,2 | 9,4 | 14,4 | 11,0 | 10,1 | 9,5 | 26,3 | 22,0 |
| Japan | 2,9 | 4,0 | 5,6 | 4,9 | 3,8 | 4,6 | 10,0 | 10,7 |
| Önnur OECD-lönd | 0,4 | 5,8 | 3,7 | 4,5 | 3,3 | 3,8 | 8,5 | 8,8 |
| Þróunarlönd ³ | 7,2 | 2,7 | 3,1 | 5,6 | 7,2 | 8,1 | 18,7 | 18,7 |
| Önnur lönd | 0,6 | 1,1 | 1,4 | 1,5 | 1,2 | 1,0 | 3,1 | 2,3 |
| Alls | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 260,4 | 231,2 |

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.

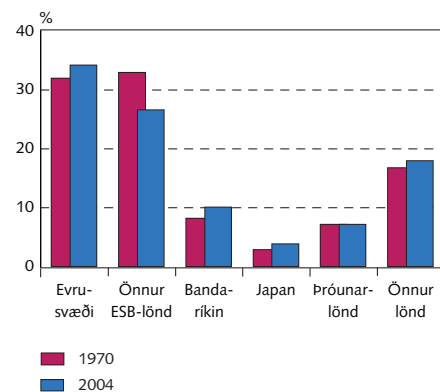
Heimild: Hagstofa Íslands.

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.