

P E N I N G A M Á L

Ársfjórðungsrit Seðlabanka Íslands 2004/3

Efnisyfirlit

<i>Inngangur</i>	1
<i>Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum</i>	
Verðbólguhorfur svipaðar og spáð var í júní en hætta á verðbólgu umfram spá árið 2006 hefur aukist	4
<i>Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans</i>	
Aukið aðhald peningastefnunnar	24
<i>Stöðugleiki fjármálakerfisins</i>	
Fjármálakerfið hefur töluverðan viðnámsþrótt til að mæta þjóðhagslegu ójafnvægi	29
<i>Birgir Ísl. Gunnarsson</i>	
Verðstöðugleiki og fjármálastöðugleiki á Íslandi	57
<i>Sir Andrew Crockett</i>	
Samspil peningalegs og fjármálalegs stöðugleika	60
<i>Jón Steinsson</i>	
Stjórnþæki peningamála og skilvirkni peningamarkaðarins	66
<i>Már Guðmundsson</i>	
Gjaldmiðillinn og íslenska fjármálakerfið	77
Peningastefnan og stjórnþæki hennar	82
Varúðarreglur um lausafjárhlutfall og gjaldeyrisjöfnuð	83
Annáll efnahags- og peningamála	84
Tölur og myndir	87

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.
Sími: 569 9600, símbref: 569 9605
Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is
Veffang: www.sedlabanki.is

Ritstjórn:

Ritnefnd: Arnór Sighvatsson, formaður
Ingimundur Friðriksson
Sveinn E. Sigurðsson
Tómas Örn Kristinsson
Tryggvi Pálsson

Aðrir: Rannveig Sigurðardóttir
Elín Guðjónsdóttir

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

20. rit. September 2004

Prentun og bókband: Gutenberg ehf.

Peningamál eru á vefsíðu Seðlabanka Íslands.

Áskriftargjald fyrir árið 2004 er 2.000 kr.

ISSN 1605-9468

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

Merking tákna:

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

Inngangur

Bankastjórn Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka stýrivexti bankans um 0,5 prósentur hinn 21. september nk. Vaxtahækkunin er hin fjórða í röð vaxtahækkana sem bankinn telur nauðsynlegar til að bregðast við miklum vexti eftirspurnar og mæta áhrifum mikilla framkvæmda næstu árin á þjóðar- búskapinn og verðbólguhorfur. Alls hafa stýrivextir bankans verið hækkaðir um 1,45 prósentur síðan í maí sl. og verða 6,75% eftir þá hækkun sem nú hefur verið ákveðin. Í þessu hefti *Peningamála* er fjallað um framvindu efnahagsmála og þær aðstæður sem liggja að baki ákvörðun bankastjórnar. Í ritinu er einnig að finna ítarlega greiningu á stöðugleika fjármálakerfisins.

Efnahagshorfur krefjast aukins peningalegs aðhalds

Í *Peningamála* 2004/2, sem komu út í byrjun júní, birti Seðlabankinn þjóðhags- og verðbólguþátt sem sýndi vaxandi verðbólgu, nálægt þolmörkum verðbólguþáttmiðs, á síðari hluta ársins og fram á næsta ár. Helstu ástæður aukinnar verðbólgu voru taldar vaxandi eftirspurn, veikara gengi krónunnar og hækkun eldsneytisverðs. Síðan spáin var birt hefur framvindan í meginatriðum verið í samræmi við forsendur sem byggt var á við gerð hennar. Sem endranær var gengið út frá óbreyttum stýrivöxtum og gengi krónunnar á spátímabilinu, en frá því að spáin var gerð hefur gengi krónunnar að meðaltali verið ríflega 1% hærra en reiknað var með í spánni. Breytingar á gengi krónunnar hafa því haft lítil áhrif á verðlagshorfur til næstu ára. Þá hefur Seðlabankinn hækkað stýrivexti sína frá því spáin var gerð.

Þótt verðbólga hafi nálgast efri þolmörk verðbólguþáttmiðs fyrr en margir höfðu búist við hafa líkur á að þau verði rofin þegar á þessu ári minnkað. Mestu máli skiptir hins vegar að verðbólguhorfur til næstu tveggja ára virðast í stórum dráttum svipaðar og þær voru í júníbyrjun. Þó virðist hætta á meiri verðbólgu árið 2006 en spáð var í júní í ljósi þess að horfur eru á meiri hækkun innflutningsverðs en gert var ráð fyrir í spánni. Vöxtur innlendrar eftirspurnar stefnir jafnframt í að verða meiri í ár en gengið var út frá í þjóðhagsspánni sem lá til grundvallar verðbólguþáttmiðs. Fremur virðist tilefni til þess að ætla að

vöxturinn næstu tvö árin gæti orðið meiri en spáð var í júní. Þá er enn sem komið er erfitt að meta áhrifin af nýjum verðtryggðum lánnum bankanna, en líklegt er að þau örvi eftirspurn.

Fram undan er eitt mesta framkvæmdatímabil Íslandssögunnar. Peningastefnan þarf að vera afar aðhaldssöm á meðan það stendur yfir. Einnig ber að taka tillit til þess að áhrifa framkvæmdanna mun gæta handan sjóndeildarhrings verðbólguþáttmiðs. Þótt sjóndeildarhringur verðbólguþáttmiðs sem bankinn birtir sé u.þ.b. tvö ár og ákvarðanir í peningamála miðist að jafnaði við hann, verður ekki fram hjá því horft að hætta á óstöðugleika í verðlagsmálum kann að verða einna mest þegar dregur að lokum framkvæmda, á árunum 2006 til 2008. Sem fyrr hvíla horfur í verðlagsmálum mjög á því að gengi krónunnar haldist sterkt á meðan framkvæmdir standa sem hæst og hamli þannig gegn því að vaxandi framleiðsluspenna leiði til aukinnar verðbólgu. Jafnframt er mikið í húfi að verðlagsforsendur kjarasamninga standist.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hefur heldur aukist á undanförunum mánuðum og á fyrri hluta ársins dró nokkuð úr atvinnu frá fyrra ári. Víðtæk notkun erlends vinnuafis við virkjunarframkvæmdir á Austurlandi hefur jafnframt dregið úr tekjuáhrifum framkvæmdanna hér á landi. Engu að síður er varasamt að draga þá ályktun að svo mikill slaki sé fyrir hendi á vinnumarkaði að ekki sé hætta á launaskriði þegar framkvæmdirnar færast í aukana og nálgast höfuð-

borgarsvæðið, þungamiðju hins íslenska vinnumarkaðar. Flöskuhálsar á vinnumarkaði geta þá leitt til launaskriðs í ákveðnum geirum sem hafa áhrif út fyrir raðir einstakra starfsstétta. Nýjar upplýsingar sýna enn fremur töluverða fjölgun starfa í boði, sérstaklega á Reykjavíkursvæðinu.

Umtalsverð óvissa ríkir um áhrif stóriðju- og virkjunarframkvæmdanna á þjóðarbúskapinn, meðal annars á gengi krónunnar, þótt umfang þeirra sé í meginatriðum þekkt. Við ákvarðanir í peningamálum þarf að taka tillit til þessarar óvissu og þess að ekki er hægt að beita peningastefnunni til að finnstilla eftirspurn í þjóðarbúskapnum á einstökum stigum framkvæmdanna. Áður hefur komið fram í *Peningamálum* að Seðlabankinn telur litla hættu á ferðum þótt aðhald verði tímabundið meira en verðlagsþróun og vöxtur eftirspurnar gefa beinlínis tilefni til. Of lítið aðhald peningastefnu framan af framkvæmdaskeiðinu kynni hins vegar að hafa alvarlegar afleiðingar í för með sér. Leiði of mikil framleiðsluspenna í upphafi framkvæmda til þess að verðbólga fer á skrið á meðan framkvæmdir standa yfir kann slíkt að krefjast enn meira aðhalds síðar og gæti haft í för með sér harkalega aðlögun og vandamál í fjármálakerfinu.

Eftir að síðasta verðbólguþá Seðlabankans var gerð í lok maí sl. voru stýrivextir bankans sem fyrr segir hækkaðir um 0,75 prósentur, þ.e.a.s. 0,25 prósentur í júníbyrjun og 0,5 prósentur mánuði síðar. Í maí hafði bankinn hækkað vexti um 0,2 prósentur. Líta ber á vaxtahækkunirnar sem fyrstu skrefin í viðleitni bankans til að tryggja að framkvæmdirnar, sem færast munu í aukana á næstu tveimur árum, grafi ekki undan stöðugleika í verðlagsmálum. Með hækkun stýrivaxta brást bankinn einnig við meiri vexti eftirspurnar en áður hafði verið búist við og aukinni verðbólgu. Þótt verðbólgan hafi að hluta til verið af erlendum uppruna og að því leyti utan áhrifasviðs Seðlabankans er ljóst að ör vöxtur eftirspurnar átti einnig umtalsverðan hlut að máli.

Að nokkru leyti má líta á hækkun stýrivaxta nú sem viðbrögð við vaxandi verðbólguvæntingum, sem fólu í sér lækkun raunstýrivaxta frá því að vextir bankans voru hækkaðir í byrjun júní, og öðrum hræringum sem hafa áhrif á fjármálaleg skilyrði. Frá

því að stýrivextir bankans voru hækkaðir í júlí hafa orðið miklar hræringar á íbúðalánamarkaði, sem leitt hafa til umtalsverðrar lækkunar vaxta á íbúðalánnum. Þessar hræringar hafa leitt til þess að fjárhagsleg skilyrði einstaklinga eru líklega minna aðhaldssöm um þessar mundir en áður en Seðlabankinn hóf að hækka vexti. Ekki er heldur hægt að fullyrða að fjárhagsleg skilyrði atvinnu- eða fjármálafyrirtækja hafi orðið marktækt aðhaldssamari. Þróunin á fjármálamörkuðum hefur því unnið á móti aðgerðum Seðlabankans á undanföllum mánuðum. Óhjákvæmilegt er að Seðlabankinn bregðist við þessari þróun í ljósi þess að þungi framkvæmda við virkjanir og álbræðslur mun vaxa ört á næstu mánuðum. Vaxtahækkuninni sem hér er tilkynnt er öðrum þræði ætlað að vinna á móti þeirri slökun á fjármálalegum skilyrðum sem hræringar síðustu mánaða hafa haft í för með sér. Hún er hins vegar ekki síðasta skrefið í aðgerðum Seðlabankans til að skapa peningalegt aðhald sem nægir til að verðbólga haldist sem næst verðbólgu-markmiði bankans á næstu árum. Því má búast við frekari hækkun vaxta á komandi mánuðum, nema framvinda efnahagsmála verði umtalsvert önnur en hagvísar gefa til kynna.

Stefnan í fjármálum ríkisins og hins opinbera í heild mun gegna afar mikilvægu hlutverki á næstu árum. Með aðhaldssamri stefnu í ríkisfjármálum má draga úr líkum á því að nauðsynlegt verði að beita mjög hörðu aðhaldi í peningamálum, sem leitt gæti til versnandi samkeppnisstöðu og erfiðleika í atvinnulífinu. Leggi stefnan í fjármálum hins opinbera of mikla byrði á peningalegt aðhald gæti það í versta falli grafið undan stöðugleika fjármálakerfisins.

Fjármálakerfið hefur töluverðan viðnámsþrótt til að mæta þjóðhagslegu ójafnvægi

Stöðugleiki fjármálakerfisins á næstu árum mun ráðast mjög af því hve vel tekst að stýra þjóðarbúskapnum í gegnum hina miklu fjárfestingarhrinu sem fram undan er. Mikilvægt er að hindra ofpenslu með tilheyrandi verðbólgu. Að því leyti sem þjóðarskútan siglir nú inn í mikið framkvæmdaskeið með heldur meiri verðbólgu, meiri viðskiptahalla og minni slaka en gert var ráð fyrir í síðustu úttekt á fjármálastöðugleika hefur áhættan aukist nokkuð.

Auk þess framkvæmdaskeiðs sem fram undan er ber að nefna tvennt sem öðru fremur er ástæða til að huga að. Annað er hraður útlánavöxtur og vaxandi skuldir bæði heimila og fyrirtækja. Hitt er hátt eignaverð. Fjallað er um áhættu sem fylgir þessari þróun í grein í þessu hefti. Alþjóðleg reynsla sýnir að þegar þetta tvennt fer saman kann hætta að steðja að stöðugleika fjármálakerfisins. Útlánþenslan, sem að mestu er fjármögnuð erlendis frá, er enn mun meiri en til lengdar fær samrýmst stöðugleika. Þótt efna-hagsreikningur íslenskra heimila og fyrirtækja hafi á síðustu árum orðið berskjaldaðri fyrir sveiflum í eignaverði og gengi gjaldmiðla, virðist staða þeirra vera sterk um þessar mundir. Fyrirhuguð rýmkun opinberra húsnæðislána gæti aukið skuldsetningu heimila og sama má segja um nýleg tilboð banka og sparisjóða um langtímalán á lægri vöxtum. Skulda- aukning fyrirtækja heldur áfram og að hluta með skuldsettum hlutabréfakaupum en góð framlegð fyrirtækja eykur þol þeirra. Áhyggjuefnin varða fyrst og fremst getu heimila og fyrirtækja til að standa af sér meiri háttar afturkipp í þjóðarbúskapnum, sem er þó ólíklegur á næstu árum.

Staða fjármálafyrirtækja þótti tiltölulega traust í síðustu greiningu í mars sl. og það mat er óbreytt nú. Arðsemi banka og sparisjóða var á heildina litið ágæt á fyrstu sex mánuðum ársins og eiginfjárlutfall tiltölulega hátt. Hagfelld verðþróun á innlendum verðbréfamörkuðum og stöðutaka ráða mestu um þessa afkomu. Útrás bankanna hefur breikkað tekju- grundvöll þeirra og áhættudreifingu en engu að síður er meirihluti hagnaðarins enn af innlendum toga. Sókn íslenskra viðskiptabanka á erlendan vettvang hefur verið eindregin á síðustu árum. Þessi alþjóða- væðing bankanna hefur leitt til margháttæðra breyt- inga á starfi Seðlabankans og aukinna samskipta við innlenda sem erlenda samstarfsaðila en ljóst er að margt er ógert í þeim efnunum. Íslenska fjármálakerfið hefur hleypt heimdraganum, verður sífellt alþjóð- legra og er nú kvikara en áður var.

Mikil erlend fjármögnun bankanna hefur vakið athygli hjá innlendum og erlendum aðilum sem fylgj- ast með íslenska fjármálakerfinu. Seðlabankinn hefur

brýnt fyrir bönkunum að gæta vel að fjármögnun sinni og lánstrausti. Mikilvægt var að bankarnir hófu að lengja lánstíma gengisbundinnar fjármögnunar sinnar síðla á liðnu ári og er nú rúmt ár liðið án þess að skammtímalántökur þeirra hafi aukist. Einnig er ánægjulegt að lánshæfiseinkunn bankanna hefur hækkað á síðustu tveimur árum. Í samvinnu við Fjár- málaeftirlitið efndi Seðlabankinn í sumar til við- ræðna við sérfræðinga stærstu viðskiptabankanna um lausafjárstýringu gengisbundinna liða. Samkomulag varð um þau meginatriði sem stuðla að bestu fram- kvæmd við lausafjárstýringu gengisbundinna liða og mun Fjármálaeftirlitið væntanlega gefa út leiðbein- andi tilmæli þar að lútandi.

Á innlendum verðbréfamörkuðum hafa orðið nokkrar breytingar á framkvæmd viðskipta og upp- gjörs og reynt hefur á skilvirkni markaðanna á síð-ustu sex mánuðum. Í aðalatriðum má segja að mark- aðirnir hafi staðist prófið. Sama má segja um starf- rækslu greiðslukerfa. Með þeim breytingum sem gerðar hafa verið á greiðslukerfum hér á landi á undanförunum árum telur Seðlabankinn að verulegur árangur hafi náðst í að takmarka lagaáhættu, greiðsluáhættu, lausafjárahættu og uppgjörsáhættu. Í næsta áfanga verður bæði tækifæri og þörf á að huga vel að stjórnun rekstraráhættu í greiðslukerf- unum.

Stöðugleiki fjármálakerfisins er tvíþættur. Annars vegar er sú áhætta sem kerfinu er búin og hins vegar er viðnámsþróttur þess. Áhætta verður ætíð til staðar þótt unnt sé að halda henni í skefjum að vissu marki. Að því marki sem ekki er unnt að forðast áhættu hlýtur verkefni þeirra sem stuðla vilja að fjármála- stöðugleika að vera að efla viðnámsþrótt, þ.e. stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi eins og segir í lög- unum um Seðlabanka Íslands. Fyrirsjáanlegt var að þjóðhagslegt jafnvægi myndi raskast af völdum hinna miklu framkvæmda sem hafnar eru og standa munu næstu ár. Af þeim sökum eykst óhjákvæmilega áhættan sem fjármálakerfinu er búin. Ánægjulegt er að viðnámsþróttur fjármálafyrirtækja og markaða hefur eflst og verður að teljast töluverður um þessar mundir.

Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum¹

Verðbólguhorfur svipaðar og spáð var í júní en hætta á verðbólgu umfram spá árið 2006 hefur aukist

Að þessu sinni birtist ekki þjóðhags- og verðbólguþáttur í ritinu. Í janúar sl. var tilkynnt að fullbúnar þjóðhags- og verðbólguþáttur verði framvegis birtar tvisvar á ári, en ekki fjórum sinnum, í júní- og desemberheftum Peningamála. Eigi að síður leggur bankinn mat á spánnar a.m.k. fjórum sinnum á ári. Endurmat á þeim spám sem bankinn birti í júníbyrjum gefur ekki tilefni til að ætla að þróunin víki til muna frá þeim. Verðbólga var komin nálægt efri þolmörkum verðbólguþáttar (4%) heldur fyrr en reiknað var með, en í meginatriðum má segja að þróunin sé í samræmi við spána. Gengi krónunnar hefur ekki breyst mikið en er heldur sterkara en þegar spáin var gerð, sem hamlar gegn verðhækkunum til skamms tíma. Horfur um þróun innflutningsverðs hafa hins vegar versnað til langs tíma og að öðru óbreyttu aukið nokkuð hættuna á að verðbólgan verði meiri á seinni hluta ársins 2005 og á árinu 2006 en spáð var í júní. Frá því þjóðhagsþáttur bankans var gerð í júní sl. hafa verið birt uppgjör þjóðhagsreikninga fyrir fyrstu tvo fjórðunga ársins. Samkvæmt þeim stefnir í a.m.k. jafnmikinn eða meiri vöxt innlendrar eftirspurnar en bankinn spáði í júní. Hækkun stýrivaxta ætti að hamla nokkuð gegn vexti einkaneyslu, en lækkun á vöxtum íbúðalána og aðrar breytingar á íbúðalánamarkaði eru líklegar til að vega þyngra. Þegar þungi framkvæmda eykst á haustmánuðum og fram á næsta ár mun að öðru óbreyttu bæta enn frekar í vöxt einkaneyslu. Vinnuþáttur benda reyndar til þess að nokkur slaki sé þar fyrir hendi, en óvist er að hve miklu leyti sá varasjóður vinnuþáttar nýtist þegar framkvæmdir við virkjanir og álver ná hámarki og áhrifin hafa náð til flestra þátta þjóðarþáttar. Þrátt fyrir að hækkun stýrivaxta bankans í júní og einkum júlí feli í sér lítillga aukið aðhald peningastefnunnar hefur það ekki megnað að breyta fjárhagslegum skilyrðum heimila og atvinnugeira svo heitið geti og hvað heimilinn varðar hefur aðhaldið sem fjármálaleg skilyrði veita ótvírætt minnkað.

I Þróun efnahagsmála

Verðbólguþáttur sem hófst í apríl sl. náði hámarki í júní og var hún nálægt efri þolmörkum verðbólguþáttar. Eftir það hjaðnaði hún nokkuð, reyndar að nokkru leyti sakir áhrifa breytingar á íbúðalánakerfinu. Að hluta skýrist aukin verðbólga af hærri innflutningsverði, sem einkum

má rekja til mikillar hækkunar eldsneytisverðs. Að því leyti er aukin verðbólga síður áhyggjuefni. Ef horft er fram hjá áhrifum breytingar á íbúðakerfinu, tímabundnum áhrifum hærri eldsneytisverðs og að nokkru leyti opinberum verðhækkunum er undirliggjandi verðbólga tæplega 3%. Umtalsverðan hluta verðbólgunnar má hins vegar rekja til kröftugrar innlendrar eftirspurnar, sem til þessa hefur einkum birst í hækkun húsnæðisliðar vísitölunnar, en sterkt gengi krónunnar hefur veitt hækkun vöruverðs viðnámi. Í kjölfar aukinnar verðbólgu

1. Í þessari grein er notast við upplýsingar sem voru tiltækar þann 15. september 2004.

hækkuðu verðbólguvæntingar töluvert, einkum meðal almennings.

Ekkert lát virðist á vexti innlendrar eftirspurnar. Bæði einkaneysla og fjárfesting jukust ört á fyrri helmingi þessa árs. Nýjustu hagvísar benda til áframhaldandi vaxtar á þriðja fjórðungi ársins. Þungi framkvæmda við virkjanir og álbræðslur mun ennfremur aukast á næstu mánuðum. Vinnumarkaðurinn virðist hafa átt í nokkrum erfiðleikum með að laga sig að örum vexti eftirspurnar. Ástandið einkennist samtímis af skorti og gnægð vinnuafis og árstíðarleidrætt atvinnuleysi hefur aukist frá vormánuðum.

Verðlagsþróun

Verðbólga jókst í byrjun sumars og fór nálægt efri þolmörkum verðbólguþolmiðs

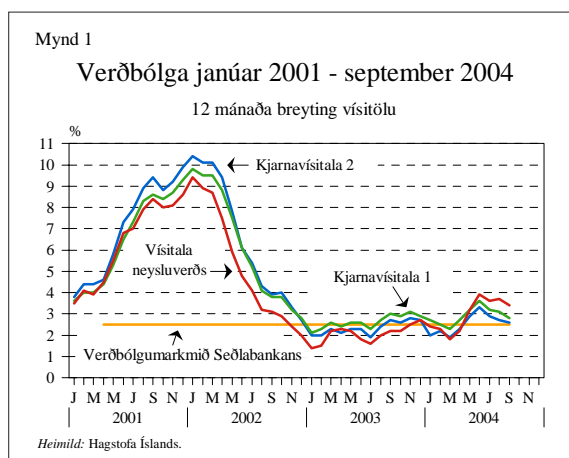
Verðbólga tók að aukast sl. vor og fór hæst í 3,9% í júní. Hún hefur minnkað nokkuð síðan og mældist 3,4% í september. Að nokkru leyti mátti rekja aukna verðbólgu til sveiflukendra þátta. Undirliggjandi verðbólga hefur eigi að síður fylgt svipaðri þróun. Hagstofan gefur út tvær kjarnavísitölur sem gefa vísingingu um undirliggjandi verðbólgu. Hækkun kjarnavísitölu 1, sem byggist á vísitölu neysluverðs en undanskilur búvöru, grænmeti, ávexti og eldsneyti, varð mest 3,6% og mældist 2,8% í byrjun september. Hækkun kjarnavísitölu 2, sem að auki undanskilur opinbera þjónustu, hefur verið nokkru minni og mældist 2,6% í september. Verðbólgu undanfarinna mánaða má bæði rekja til eftirspurnar og kostnaðarþrýstings. Þrýstings frá eftirspurn hefur

ekki síst gætt á húsnæðismarkaði, en kostnaðarþrýstings mest í eldsneytisverði og að einhverju leyti þjónustu.

Húsnæðisverðbólga enn mikil, en litillega hefur dregið úr henni frá því í júní

Húsnæðisliður vísitölu neysluverðs skýrir tæplega þriðjung hækkunar vísitölnunnar undanfarna tólf mánuði, eða 0,9 prósentur. Eftir að hafa dalað seinni hluta sl. árs jókst húsnæðisverðbólga á ný á vormánuðum og fór markaðsverð húsnæðis ört hækkandi á sumarmánuðum. Síðan hefur dregið nokkuð úr húsnæðisverðbólgunni á ný, en þá verður að hafa í huga að breyting á íbúðalánakerfinu í júlí hafði áhrif til lækkunar húsnæðisliðar sem leiddi til 0,17% lækkunar vísitölnunnar (sjá rammagein 1).

Miklar breytingar hafa átt sér stað á húsnæðismarkaði að undanförmu sem kunna að hafa ýtt undir verðhækkunir. Greiðari aðgangur að lánsfé og lægri vextir hafa hvetjandi áhrif á eftirspurn. Hækkun hámarkslána Íbúðalánasjóðs um síðustu áramót bætti aðgengi að ódýrara fjármagni til húsnæðiskaupa en var í boði hjá viðskiptabönkunum, en þeir hafa lítið verið á íbúðalánamarkaðinum fyrr en nýlega. Viðskiptabankarnir brugðust við samkeppninni með því að veita húsnæðis kaupendum gengisbundin lán til húsnæðiskaupa á lægri raunvöxtum en í boði voru hjá Íbúðalánasjóði. Þá verður reyndar að hafa í huga að um er að ræða breytilega vexti sem taka mið af erlendum skammtíma vöxtum, en þeir hafa verið nálægt sögulegu lágmarki. Í júlí tók Íbúðalánasjóður upp nýtt veðbréfakerfi og leiddi kerfisbreytingin til þess að vextir húsnæðisveðbréfa (svokölluð íbúðabréf) urðu fljótlega $\frac{3}{4}$ prósentum lægri en bréfa úr eldra húsnæðisveðbréfinu. Undir lok ágúst hófu viðskiptabankarnir að bjóða viðskiptavinum sínum lán á svipuðum kjörum og Íbúðalánasjóður. Ekkert hámark er á þeim lánnum. Þau gagnast því sérstaklega vel þeim sem vilja kaupa stærri eignir eða endurfjármagna eldri lán.² Fleiri geta því keypt húsnæði eða stækkað við sig eftir þessar breytingar, sem ætla má að ýti undir hækkun íbúðaverðs.



2. Þessi nýju lán er ekki einvörðungu unnt að taka við kaup á húsnæði. Þau má nota til að greiða upp áhvílandi lán eða auka skuldsetningu og lækka þannig eigið fé í húsnæði án þess að eiga viðskipti. Þessi möguleiki mun tæpast hafa bein áhrif á húsnæðisverð en gæti aukið einkaneyslu.

Á móti þessum eftirspurnaráhrifum vegur að mikil fjárfesting í íbúðarhúsnæði, bæði í fyrra og í ár, mun þegar fram í sækir skila sér í meira framboði á húsnæði. Vísendingar eru um að aukið framboð sé þegar farið að halda nokkuð aftur af verðhækkunum, a.m.k. í sumum hverfum á höfuðborgarsvæðinu. Verði þjóðhagslegar aðstæður óhagstæðari

gæti þessi þróun leitt til offramboðs og verðlækkunar.

Verðbólga af erlendum uppruna lítill að verðhækkun eldsneytis frátalinni

Að hækkun eldsneytisverðs frátalinni hefur verðbólga af erlendum toga verið innan hóflegra marka

Rammagrein 1 Áhrif breytinga á markaði fyrir lán til húsnæðiskaupa á vísitölu neysliverðs

Í byrjun júlí sl. var gerð kerfisbreyting hjá Íbúðalánasjóði sem fól í sér að íbúðarkaupendur fá bein peningalán með föstum vöxtum í stað húsbrefalána. Lánin eru fjármögnuð með skuldabréfaútboðum. Vextir sem íbúðarkaupendur bjóðast eru jafnir þeirri ávöxtunarkröfu sem fæst við sölu skuldabréfanna að viðbættu álagi sem nú er 0,6%. Hér verður leitast við að greina áhrif þessarar kerfisbreytingar á aðferðir við mælingu vísitölu neysliverðs.

Í *Peningamálum* 2004/2¹ var fjallað ítarlega um hvernig kostnaður vegna húsnæðis er mældur í vísitölu neysliverðs. Lýst var hvernig markaðsverð seldra eigna, ending húsnæðis og fórnarkostnaður þess að búa í eigin húsnæði er reiknaður. Hér verður aðeins fjallað um breytingar sem hlutast af kerfisbreytingu Íbúðalánasjóðs og áhrif þeirra á mælingu vísitölu neysliverðs.

Hagstofa Íslands fær upplýsingar um staðgreiðsluverð frá Fasteignamati ríkisins og er það reiknað eins og fyrir kerfisbreytingu. Greiðslur með peningum sem fást með veðlánum frá Íbúðalánasjóði eru staðgreiðsla þannig að ekki þarf að taka tillit til yfirverðs eða affalla eins og þurfti þegar greitt var með húsbrefum.

Hagstofan reiknar fórnarkostnað þess að búa í eigin húsnæði. Við útreikning á vaxtakostnaði vegna eigin húsnæðis eru notaðir raunvextir á áhvílandi lánnum. Auk þess eru reiknaðir 3% raunvextir af þeim hluta húsnæðisins sem telst eigið fé (sjá nánar í fyrrgreindum viðauka). Í júlí voru vextir á nýjum lánnum Íbúðalánasjóðs 0,3 prósentum lægri en fyrir breytinguna. Þessi breyting var látin hafa sams konar áhrif á vísitölu neysliverðs og áður hafði verið gert þegar breytingar urðu á vöxtum Íbúðalánasjóðs. Með því að lækka vexti

á lánnum frá Íbúðalánasjóði í kaupsamningum um 0,3 prósentur mældist vísitalan í júlí 0,17 prósentum lægri en ella.

Hagstofan telur óæskilegt að elta allar skammtíma-breytingar í langtímavöxtum þegar húsnæðiskostnaður neysliverðsvísitölunnar er reiknaður enda einungis vextir á nýjum lánnum að breytast. Þess vegna breytti Hagstofan aðferð sinni við mat á raunvöxtum á nýjum lánnum vegna húsnæðiskaupa þegar neysliverðsvísitalan fyrir ágúst var reiknuð út. Nú er miðað við meðal-raunvexti undanfarin fimm ár. Til að byrja með verður þó ekki miðað við full fimm ár heldur verður meðaltalið reiknað frá mars 2000 en þá var byrjað að nota upplýsingar úr kaupsamningum vegna íbúða utan höfuðborgarsvæðisins við útreikning á húsnæðiskostnaði í neysliverðsvísitölnni. Í febrúar 2005 verða komin full fimm ár (60 mánuðir) og eftir það mun verða miðað við meðalvexti síðustu 60 mánaða í hvert sinn. Á sama tíma var vægi eigin fjár minnkað lítils háttar og fyllir ekki lengur helming en vægi yfirtekinna skulda aukði að sama skapi. Sú vaxtahækkun sem leiddi af breyttu vægi eigin fjár og yfirtekinna skulda var ekki látin valda hækkun á liðnum „reiknuð húsaleiga“.

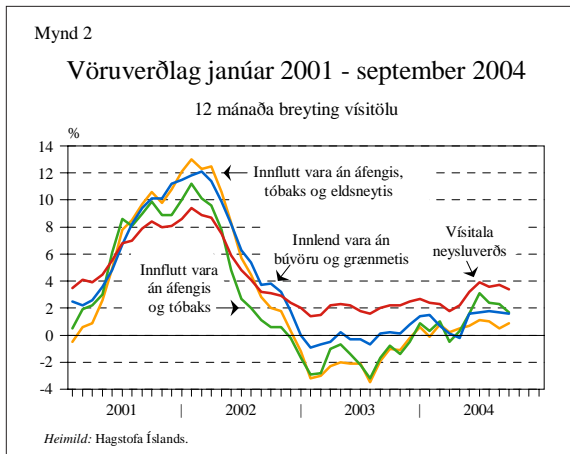
Í ágúst lækkuðu vextir á lánnum Íbúðalánasjóðs aftur um 0,3 prósentur. Þar eð miðað var við mánaðarlega meðalvexti frá mars árið 2000 varð í raun hækkun á vöxtum Íbúðalánasjóðs í útreikningum á vísitölu neysliverðs á milli júlí og ágúst en lítils háttar lækking á milli júní og ágúst. Breytingin á milli júní og ágúst er í samræmi við nýja aðferð Hagstofunnar en ekki breytingin á milli júlí og ágúst. Liðurinn reiknuð húsaleiga hækkaði um 0,9% milli júlí og ágúst sem kom til af hækkun markaðsverðs húsnæðis.

Hagstofan hefur ekki upplýst hvernig ný húsnæðislán viðskiptabankanna verði meðhöndluð í vísitölu neysliverðs.

1. Nánar tiltekið í Vísitölur íbúðaverðs – aðferðir við mælingu, viðauki 1 við greinina Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum í *Peningamálum* 2004/2, bls. 28-31.

það sem af er ári. Undanfarna átta mánuði hefur árs-hækkun verðs innfluttrar vöru, að verðhækkun eldsneytis, áfengis og tóbaks frátalinni, verið á bilinu 0,5% til 1% og 0,9% í september. Eldsneytisverð hefur hins vegar hækkað kröftuglega að undanfögnu og í september hafði það hækkað um 13% á einu ári. Af 3,4% hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum til september má rekja 0,5 prósentur til verðhækkunar eldsneytis. Sé eldsneyti talið með innfluttri verðbólgu er hún því töluvert meiri og mældist 1,7% í september. Að eldsneyti frátöldu er því ekki mikill kostnaðarþrýstingur erlendis frá. Fyrir ári voru áhrifin hins vegar enn til lækkunar.

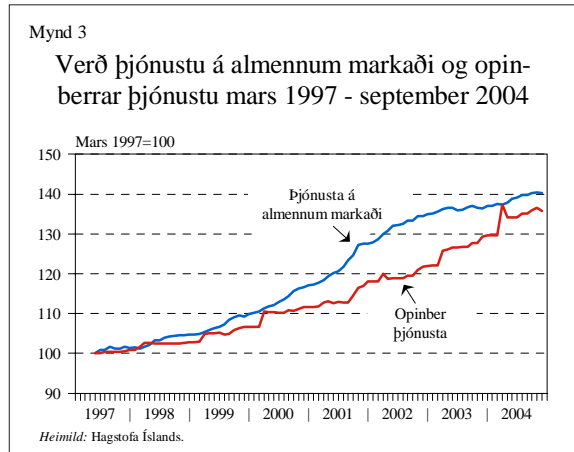
Innlendir framleiðendur vöru eru í samkeppni við innflutning og hefur innflutningsverð því áhrif á verðlag innlendarar vöru. Árshækkun verðlags innlendarar vöru án búvöru og grænmetis hefur verið á bilinu 1,5%-2,0% undanfarna fimm mánuði og 1,6% í september, sem er nokkru meiri verðhækkun en á innfluttri vöru án eldsneytis, enda ætti kostnaðarauki vegna nýafstaðinna kjarasamninga að hafa haft nokkur áhrif á verðlagið. Vísitala framleiðsluverðs fyrir innlendan markað hefur litið sem ekkert hækkað á fyrri helmingi þessa árs samkvæmt upplýsingum frá Hagstofu Íslands. Verðhækkun frá framleiðendum gefur því vart tilefni til hækkunar smásöluverðs innlendarar vöru.



Verðhækkun þjónustu á markaði meiri en sem nemur verðbólgu markmiði en verð opinberrar þjónustu hefur hækkað enn meira

Árshækkun verðlags þjónustu á markaði nam 2,9% í september og hefur farið nokkuð vaxandi það sem

af er ári. Frá áramótum hafði verðlagið hækkað um 2,2%. Verðlag þjónustu er næmt fyrir launabreytingum. Verðhækkun þjónustu má því líklega að nokkru leyti rekja til sammingsbundinna launahækkana. Meginþungi sammingsbundinna launahækkana á árinu er líklega þegar kominn fram í verðlagi þjónustu á markaði og áætlað launaskrið það sem af er ári er í samræmi við þá forsendu sem Seðlabankinn gaf sér við síðustu verðbólguþá. Því ættu að vera skilyrði fyrir hóflegri hækkun það sem eftir er ársins. Verð opinberrar þjónustu hefur hins vegar hækkað langtum meira. Á tólf mánuðum til septemberbyrjunar hækkaði það um 5%. Þegar verð almennrar og opinberrar þjónustu er borið saman er eðlilegra að skoða það í lengri tíma samhengi. Undanfarin sjö ár hefur verð þjónustu á markaði hækkað ívið meira en verð opinberrar þjónustu, samanber mynd 3, en töluvert hefur dregið saman að undanfögnu enda hafa laun í opinbera geiranum hækkað meira en laun á almennum vinnumarkaði undanfarin misseri.



Hærra innflutningsverð kyndir undir verðbólgu en sterkara gengi vegur á móti

Frá því að síðasta verðbólguþá Seðlabankans var unnin hefur framvindan í grófum dráttum verið í samræmi við þær forsendur sem þá var miðað við að því er áhrærir launaþróun og framleiðni. Breytingar á gengi og innflutningsverði gefa þó e.t.v. tilefni til endurmats. Undir lok ágúst var gengi krónunnar rúmlega 1½ prósentu sterkara en þegar síðasta spá var unnin sem að öðru óbreyttu leiðir til minni verðbólgu. Á móti vegur að ýmislegt bendir til þess

að innflutningsverð hækki meira en gert var ráð fyrir. Þar ber fyrst að nefna eldsneytisverð sem hefur hækkað mikið eins og áður segir. Miðað við framvirkt eldsneytisverð mun verðið haldast áfram hátt. Framvirkt verð hefur þó reynst misgóður mælikvarði á framtíðarþróun staðgreiðsluverðs. Spár um hrávöruverð á heimsmarkaði og verð iðnaðarvöru á heimsmarkaði benda einnig til þess að innflutt verðbólga gæti aukist á komandi misserum. Slíkt mundi leiða til nokkru meiri verðbólgu á seinni hluta spátímabilsins en gert var ráð fyrir í síðustu verðbólguálagi.

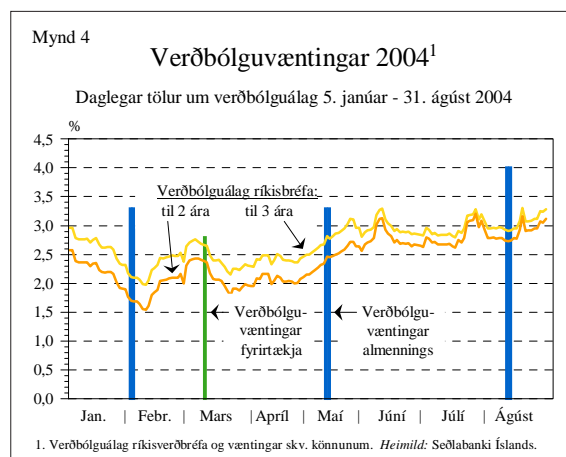
Undirliggjandi verðbólga tæplega 3%

Kjarnavísitölurnar sem getið var um að ofan eru aðeins til hliðsjónar við mat á undirliggjandi verðbólgu. Að hve miklu leyti ástæða er til að horfa fram hjá ákveðnum verðhækkunum við mat á undirliggjandi verðbólgu er hins vegar matsatriði hverju sinni. Sterk rök eru fyrir því að horfa fram hjá beinum áhrifum herra eldsneytisverðs, eins og gert er í kjarnavísitölunum. Ákveðin rök kunna einnig að vera fyrir því að líta fram hjá opinberum verðhækkunum. Í ljósi þess að ekki vantar mikið á að verðlag opinberrar þjónustu hafi fylgt verðlagi þjónustu einkaaðila þegar horft er yfir átta ára tímabil gæti hægt á aðlögun á verði opinberrar þjónustu að verði annarrar þjónustu. Hvað sem því líður hefur verðlag opinberrar þjónustu þá sérstöðu að vera á valdi stjórnvalda. Fram hjá því verður þó ekki horft að launahækkunir opinberra starfsmanna, sem hafa verið nokkru meiri en á almennum vinnu- markaði, eiga hlut að máli og eru þáttur í verðbólguferlinu. Þær kunna að auki að fela í sér nokkurn verðbólguhvata. Því eru rök fyrir því að meta undirliggjandi verðbólgu meiri en hækkun kjarnavísitölu 2, sem hefur hækkað um 2,6% sl. tólf mánuði. Loks er rétt að horfa framhjá skammtíma- áhrifum breytinga á íbúðalánakerfinu, sem námu tæplega 0,2 prósentum. Þegar tekið hefur verið tillit til ofangreinds má draga þá ályktun að undirliggjandi verðbólga sé tæplega 3%.

Verðbólguvæntingar hafa hækkað

Verðbólguálag reiknað sem mismunur óverðtryggðra ríkisskuldabréfa og verðtryggðra ríkisbréfa til þriggja ára hefur sveiflast á bilinu 2,8%-3,3% og verið að meðaltali í kringum 2,9% frá í júníbyrjun.

Það er um hálfri prósentu meira en á fyrstu fimm mánuðum ársins þegar álagið var lengst af nálægt verðbólguálagið. Nokkrar ástæður má nefna fyrir hækkingu verðbólguálagsins og ber þar fyrst að nefna að vísitala neysluverðs hækkaði meira en greiningardeildir bankanna höfðu gert ráð fyrir, bæði í maí og júní. Vísitalan lækkaði reyndar í júlí meira en gert var ráð fyrir, en vegna þess að lækkinguna má að mestu rekja til sumarútsölu fatnaðar, sem mun ganga til baka, virðist sem hún hafi ekki haft mikil áhrif á væntingar. Verðhækkun á eldsneyti hefur verið meiri en gert var ráð fyrir og ekki horfur á verulegri lækkingu í bráð. Einnig hafa verð og væntingar um verð á iðnaðar- og hrávöru á heimsmarkaði hækkað. Á móti vegur að krónan hefur styrkst um rúmlega 1½% frá miðjum maí eins og áður hefur komið fram.



Verðbólguvæntingar almennings til næstu tólf mánaða voru að meðaltali 4% í byrjun ágústmánaðar en rúmlega 3% í maí. Þær hafa því hækkað nokkru meira en verðbólguálag ríkisskuldabréfa. Könnunin var gerð eftir að vísitala neysluverðs lækkaði meira en vænst var í júlí, sem ætla mátti að hafi dregið úr verðbólguvæntingum. Á móti vegur verðhækkun eldsneytis á þeim tíma sem könnunin var gerð. Miðgildi verðbólguvæntinga samkvæmt könnuninni var töluvert lægra en meðaltalið eða rúmlega 3%. Helmingur svarenda gerði ráð fyrir að verðbólga næstu tólf mánuði yrði innan við 3% en nokkuð stór hópur taldi að verðbólga að ári yrði mun meiri en 4% og þar með yfir efri þölmörkum verðbólguálagið.

Sterk eftirspurn, nokkuð hátt gengi, viðskiptahalli og verðbólguvæntingar á uppleið fela í sér hættu

Undirliggjandi verðbólga í grennd við 3% þyrfti í sjálfu sér ekki að vera áhyggjuefni ef jafnvægi ríkti í þjóðarþúskaðum að flestu leyti. Benda má á að ef áhrif hækkandi orku- og húsnæðisverðs eru frátalin er verðbólga undir verðbólguþröngunni nú. Verðbólgan er því enn sem komið er bundin við fáa þætti. Þá virðast launabreytingar í stórum dráttum vera í samræmi við verðbólguþröngunni. Rétt er þó að hafa nokkra áhættuþætti í huga. Í fyrsta lagi kann húsnæðisverðbólga að vera leiðandi vísending um verðbólgu sem fram undan er, líkt og gerðist árið 1999. Það kann þó að hamla gegn hækkun húsnæðisverðs að framboð á íbúðarhúsnæði hefur aukist verulega, ólíkt aðstæðum árið 1999. Í öðru lagi er rétt að hafa í huga að vöxtur innlendrar eftirspurnar hefur verið firna mikill að undanförmu, eins og fjallað er um hér að neðan. Eftirspurnarþröngunin hefur til þessa fremur birst í vaxandi viðskiptahalla en aukinni verðbólgu. Að því leyti svipar aðstæðum í ár til framvindu árið 1998. Vaxandi ójafnvægi í viðskiptum við útlönd felur í sér þá áhættu að þröngun verði á gengi krónunnar síðar, sérstaklega þegar haft er í huga að raungengið er líklega í hærra lagi um þessar mundir. Lækki gengi meðan eftirspurn er sterk geta verðbólguáhrifin verið sterkari en ella.

Á hinn bóginn má nefna nokkur atriði sem ættu að hafa einhver jákvæð áhrif á næstunni. Dregið hefur úr fjárfestingu hins opinbera, sem ýtti undir eftirspurn, einkum á síðari hluta sl. árs og í byrjun þessa. Einnig virðist spennan á vinnumarkaði vera á heildina litið minni en gera hefði mátt ráð fyrir í ljósi stór-

framkvæmda sem hafnar eru, þótt stað- og starfsgreinabundinn skortur sé á vinnuafli.

Horfur á að verðbólga verði minni í ár en meiri á seinni hluta 2005 og á árinu 2006 en spáð var í síðustu verðbólguþröngun

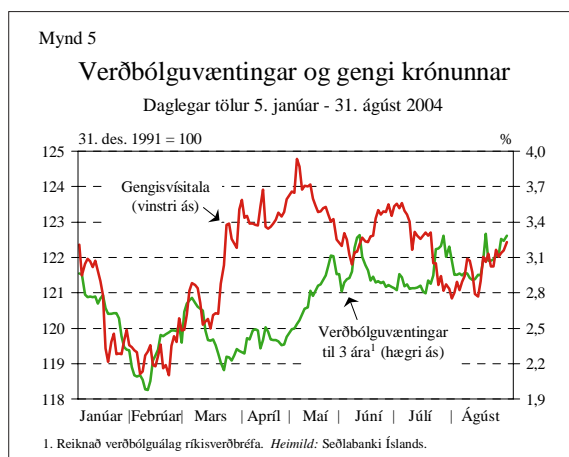
Í síðustu verðbólguþröngun bankans, sem birt var í júníbyrjun, var gert ráð fyrir að verðbólga á öðrum ársfjórðungi yrði 3,3% og gekk það eftir. Það sem af er þriðja ársfjórðungi stefnir í að mæld verðbólga verði nokkru minni en spáð var í júní. Þá spáði Seðlabankinn 4,0% hækkun frá sama ársfjórðungi í fyrra. Aftur ber að hafa í huga að fyrrgreind breyting á íbúðalánakerfinu hafði í för með sér eins skiptis lækkun á metnum fórnarkostnaði þess að búa í eigin húsnæði. Ekki var tekið tillit til þessara áhrifa í síðustu verðbólguþröngun, en þau námu 0,17% til lækkunar vísitalunnar í júlí. Ef það hefði verið gert hefði litlu munað á spánni og mælingum.

Á heildina litið virðist verðbólguþröngunin sem birt var í júní sl. gefa þökkalega góða mynd af verðbólguhorfum til næstu tveggja ára. Á móti minni verðbólgu á seinni hluta þessa árs vegur að horfur eru á að hækkun innflutningsverðs og meiri framleiðsluspenna en gert var ráð fyrir í síðustu spá geti leitt til meiri verðbólgu á síðari hluta spátímabilsins en spáð var.

Framleiðsla og eftirspurn

Hægir á efnahagsbata í Bandaríkjunum og innri vöxtur á evrusvæði enn veikburða

Ytri skilyrði þjóðarþúskaðs hafa á heildina litið heldur batnað á útflutningshlið, en versnað á innflutningshlið. Efnahagsbati í viðskiptalöndunum heldur áfram, þótt hægt hafi á vextinum í Bandaríkjunum. Hækkun olíuverðs hefur undanfarna mánuði sett mark sitt á heimsbúskapinn, kynt undir verðbólgu og slegið á eftirspurn. Eftir kröftugan vöxt landsframleiðslu í Bandaríkjunum á fyrsta fjórðungi ársins hægði á hagvexti á öðrum ársfjórðungi. Spár um hagvöxt á árinu hafa lækkað nokkuð. Álitamál er að hve miklu leyti er um að ræða tímabundna töf vegna hærri olíuverðs eða varanlegri þróun. Áhrif aukinna ríkisútgjalda fara einnig dvínandi og skammtímavextir hafa tekið að hækka. Í Japan olli hagvöxtur annars ársfjórðungs einnig vonbrigðum. Hagvöxtur á evrusvæði hefur enn ekki komist á flug þótt rofað hafi til í ársbyrjun.



Rammagrein 2 Könnun á mati sérfræðinga á fjármálamarkaði á horfum í efnahagsmálum

Meðfylgjandi tafla sýnir efnahagsspár sérfræðinga á fjármálamarkaði sem gerðar voru seinni hluta ágúst-mánaðar sl. Að þessu sinni voru þátttakendur í könnuninni greiningardeildir Íslandsbanka hf., KB banka hf. og Landsbanka Íslands hf. og Ráðgjöf og efnahagsspár ehf.

Efst í töflunni má lesa mat sérfræðinganna á verðbólguhorfum í ár og næsta ár. Þeir telja að verðbólgan yfir árið 2004 verði að meðaltali 3,5% og eru spárnar nær samhljóða. Þetta er nokkur hækkun frá því í vor og mikil hækkun frá spá sömu aðila í ársbyrjun sem vart kemur á óvart í ljósi hækkandi húsnæðis- og olíuverðs það sem af er árinu. Aðilar eru síðan á einu máli um að á næsta ári dragi ögn úr verðbólgu en þó ekki sem neinu nemur. Spárnar eru yfir verðbólgu-markmiði Seðlabankans en innan þolmarka. Verðbólga milli ársmeðaltala er ekki fjarri verðbólgu yfir árið eins og sjá má af töflunni, en skoðanir eru skiptari.

Hagvaxtarhorfur fyrir árið 2004 eru betri núna að mati sérfræðinganna en þær voru í maí, en óbreyttar á næsta ári. Að meðaltali álíta þeir að hagvöxtur verði 4,3% í ár og 4,7% á næsta ári. Munur á hæsta og lægsta gildi er álíka.

Að meðaltali telja svarendur að gengi krónunnar lækki aðeins næstu tólf mánuði og að gengisvísitalan verði rúmlega 123, örlitlu hærrí en hún hefur verið undanfarið. Um þetta greinir menn meira á en í síðustu spá. Það sama er uppi á teningnum þegar skyggst er lengra fram á við.

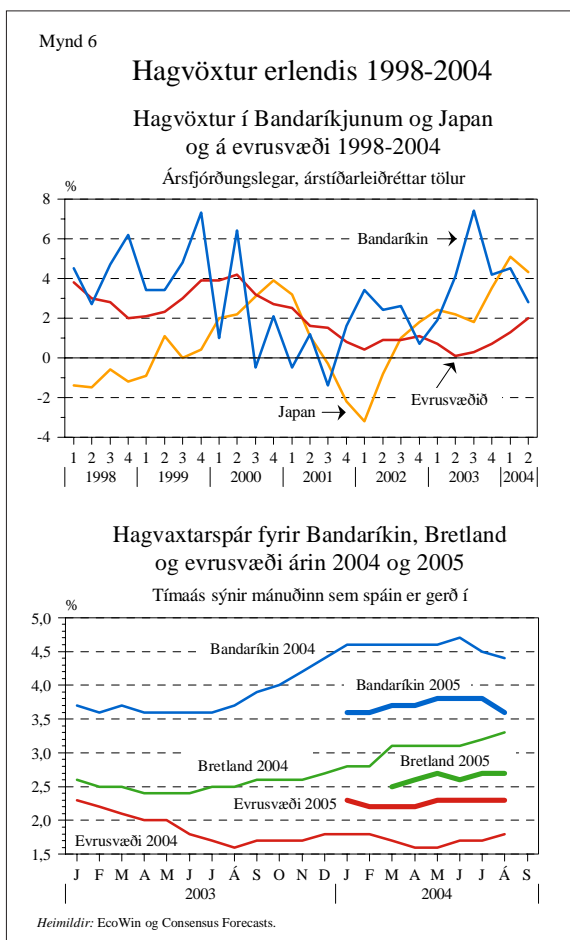
Stýrivextir Seðlabanka Íslands eru nú 6,25% og er það samdóma álit sérfræðinganna að þeir muni hækka nokkuð næstu mánuði og verði 7,8% eftir tólf mánuði og hinir sömu að 24 mánuðum liðnum.

Svarendur búast allir við einhverjum hækkunum á hlutabréfamarkaði næstu tólf og tuttugu og fjóra mánuði þrátt fyrir að úrvalsvísitalan hafi hækkað um rösk 60% það sem af er árinu og sé í sögulegu hámarki. Mikill munur er á væntingum eins og ráða má af hæstu og lægstu gildum en að meðaltali er vænst 12% hækkunar næstu tólf mánuði og 18% hækkunar næstu 24 mánuði. Um fasteignaverð eru menn ekki á einu máli, en allir spá því þó að fasteignir hækki áfram í verði, hvort sem horft er eitt eða tvö ár fram á við.

Yfirlit yfir spár sérfræðinga á fjármálamarkaði¹

	2004			2005		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Verðbólga (yfir árið).....	3,5	3,4	3,6	3,2	3,0	3,5
Verðbólga (milli ársmeðaltala).....	3,2	3,0	3,7	3,2	2,9	3,3
Hagvöxtur.....	4,3	3,9	4,6	4,7	4,3	5,0
	Eitt ár fram í tímann			Tvö ár fram í tímann		
Gengisvísitala erlendra gjaldmiðla.....	123,3	120,0	128,0	123,8	120,0	133,0
Stýrivextir Seðlabankans.....	7,8	7,5	8,0	7,8	7,5	8,0
Langtímanafnvextir ²	7,8	7,5	8,0	7,5	7,0	8,5
Langtímaraunvextir ³	3,8	3,5	4,2	3,7	3,5	4,0
Breyting úrvalsvísitölu aðallista.....	12,6	5,0	18,0	18,0	10,3	35,0
Breyting fasteignaverðs.....	7,5	5,0	10,0	11,3	10,0	15,0

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



Í Japan og á evrusvæði er innanlandseftirspurn lítil og hagvöxturinn hefur fyrst og fremst verið knúinn af útflutningi.

Útflutningsverð sjávarafurða tekur heldur við sér

Hvort sem það er efnahagsbata á helstu markaðs-svæðum eða öðrum þáttum að þakka hefur útflutningsverðlag sjávarafurða, einkum botnfiskafurða, heldur hækkað frá marsmánuði. Fyrstu sjö mánuði þessa árs var meðalverð eigi að síður tæplega 5% lægra í erlendum gjaldmiðlum en það var á sama tímabili í fyrra.³ Verðþróunin er nokkuð mismunandi eftir greinum. T.d. var verðlag sjófrýstra afurða í júlí sl. u.þ.b. óbreytt frá júlí árið 2003, en verðlag landfrýstra afurða 4,3% lægra. Mjölverð hefur farið

3. Miðað er við gjaldmiðlavog sem byggist á hlutdeild í vöruútflutningi.

lækkandi vegna bans Evrópusambandsins við notkun þess í dýrafóður, en vonir standa til að því verði aflétt á haustmánuðum. Verð á áli hefur í grófum dráttum staðið í stað undanfarna mánuði, en það er u.þ.b. fimmtungi hærra en fyrir ári. Búist er við litlum breytingum á næstunni.

Hækkun eldsneytisverðs hefur umtalsverð áhrif á þjóðarbúskapinn

Eins og alkunna er hefur eldsneytisverð hækkað mjög á þessu ári. Þannig hefur verð bensíns hækkað um tæplega 50% og hráolíuverð um rúmlega helming undanfarna tólf mánuði. Búast má við að hráolíuverð verði að meðaltali tæplega þriðjungi hærra í dollurum talið á yfirstandandi ári en í fyrra. Þessi hækkun hefur umtalsverð áhrif á ýmsum sviðum þjóðarbúskaparins. Eldsneytiskostnaður sjávarútvegsfyrirtækja nemur t.d. u.þ.b. 15% af rekstrarkostnaði þeirra og gæti hækkun eldsneytiskostnaður minnkað framlegð þeirra um 4 prósentur á þessu ári (sjá rammagrein 3). Hækkunin hefur einnig áhrif á ytri jöfnuð þjóðarbúsins. Verðmæti innflutts eldsneytis nam tæplega 16 ma.kr. á sl. ári. Miðað við að verðlag haldist hátt út árið má búast við að verðmæti innflutts eldsneytis aukist um a.m.k. 6 ma.kr. á þessu ári.

Öflugur hagvöxtur hélt áfram á fyrri helmingi ársins

Þegar Seðlabankinn birti þjóðhagsspá sína í júní-byrjun lágu ekki fyrir neinær tölur um hagvöxt á yfirstandandi ári. Síðan hafa birst þjóðhagsreikningar fyrir tvo ársfjórðunga. Samkvæmt þeim stefnir í að hagvöxtur og þjóðarútgjöld á þessu ári geti orðið nokkru meiri en í spánni. Hinn 9. september sl. birti Hagstofan einnig endurmat á þjóðhagsreikningum fyrir árið 2003. Samkvæmt því var hagvöxtur í fyrra ívið meiri í fyrra en áður var talið, eða 4,3% í stað 4%. Munar þar mest um meiri vöxt útfluttrar þjónustu og aðeins meiri vöxt einkaneyslu, en fjármunamyndun jókst heldur minna en samkvæmt fyrstu áætlunum.

Hagvöxtur á fyrri helmingi ársins var svipaður og ársfjórðungana á undan, eða 4,6% á þeim fyrsta og 6,4% á öðrum ársfjórðungi. Hefur vöxturinn ekki verið meiri í tvo ársfjórðunga samfleytt frá fyrsta fjórðungi ársins 2001. Vöxtur fjármunamyndunar var aðeins minni á fyrsta fjórðungi ársins en ársfjórðungana á undan vegna flugvélaþaka í fyrra, en

Rammagrein 3 Olíuverð og þjóðarbúskapurinn

Olíuverð hefur hækkað mikið en raunverð hefur oft verið hærra

Síðastliðna tólf mánuði hefur verð hráolíu hækkað um helming á alþjóðlegum markaði og bensín í svipuðum mæli. Þótt talað sé um metverð á olíuvörum á það tæpast við nema um nafnverð í Bandaríkjadöllum. Haustið 1990 var raunvirt hráolíuverð að jafnaði um fimmtungi hærra en um þessar mundir. Á árunum 1979-1985 var raunvirt olíuverð að meðaltali tveimur þriðju hlutum hærra en nú og síðari helming áttunda áratugarins og fyrri helming þess níunda var það að jafnaði hærra en nú. Þar við bætist að frá árinu 2001 hefur gengi Bandaríkjadals lækkað verulega gagnvart evru og öðrum helstu gjaldmiðlum heims. Olíuverð í öðrum gjaldmiðlum hefur því yfirleitt hækkað mun minna en í Bandaríkjadöllum, en það dregur úr áhrifum hærra olíuverðs á afkomu atvinnugreina og hagvöxt í viðkomandi löndum, einnig á Íslandi.

Mynd 1



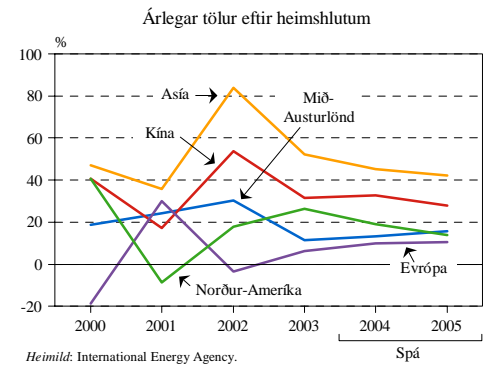
Eftirspurn talin ráða meiru um verðhækkunina en áður

Verðhækkunin að undanfögnu á sér að nokkru leyti aðrar skýringar en fyrri hrinur hækkana. Á síðustu áratugum hafa miklar verðhækkningar yfirleitt stafað af minnkuðu framboði olíu. Olíuframleiðendur hafa dregið úr framleiðslu til að knýja fram verðhækkun. Að þessu sinni er hins vegar talið að skýringa sé fremur að leita í eftirspurn. Spurn eftir olíu hefur aukist það hratt á undanfögnu misserum að lítið hefur mátt út af bera til að

framboð anni ekki eftirspurn. Vegna lítillar umframframleiðslugetu hafa staðbundinn stjórn málaórói í mikilvægum framleiðslulöndum, ástandið í Írak og aukin efnahagssumsvif í heiminum haft mikil áhrif á verðið.

Mynd 2

Aukning olíueftirspurnar 2000-2005

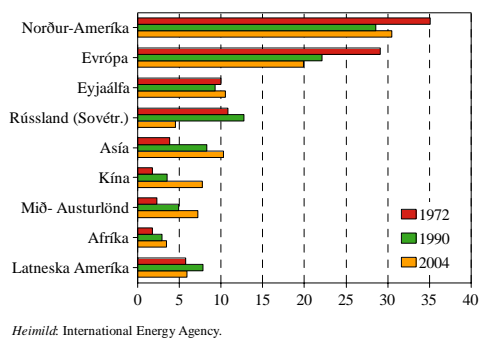


Aukin hlutdeild Asíu og einkum Kína í eftirspurn

Miklar breytingar hafa orðið á hlutdeild einstakra heimshluta í spurn eftir olíu á síðustu þremur áratugum. Hlutdeild Norður-Ameríku hefur minnkað úr 35% árið 1974 í tæplega 30% í ár og hlutdeild Evrópu úr 29% í 20%. Á 30 árum hefur hlutdeild annarra Asíulanda en Japan aukist úr 6% í 18% og hlutdeild Kína úr 2% í 8%. Hraðastar hafa breytingarnar verið á síðustu árum. Undanfarnir ár hefur vöxtur eftirspurnar því að

Mynd 3

Eftirspurn eftir hráolíu eftir heimshlutum 1972-2004



mestu leyti komið frá Kína, öðrum Asíulöndum og Bandaríkjunum. Í ár má rekja tæplega helming af aukinni eftirspurn til Asíu og þar af þriðjung til Kína, en dregið hefur úr vexti eftirspurnar í Bandaríkjunum. Spáð er svipaðri þróun á næsta ári.

Áhrif á hagvöxt minni en í flestum öðrum löndum

Áhrif hækkunar olíuverðs á þjóðarbúskapinn eru einkum tvíþætt. Annars vegar er um að ræða hækkun á verði innfluttrar vöru sem hefur bein áhrif til aukningar verðbólgu, eins og hún er mæld með vísitölu neysluverðs. Hins vegar leiðir hærra olíuverð til þess að viðskiptakjör rýrna, en það dregur úr hagvexti. Athuganir með þjóðhagslíkani Seðlabankans benda til þess að hækkun olíuverðs það sem af er ári og síðan breyting í samræmi við framvirkt verð til 2005, sem jafngildir fjórðungs hækkun í erlendum gjaldmiðlum á milli árána 2003 og 2004 og um 6% hækkun milli árána 2004 og 2005, muni leiða til þess að hagvöxtur á næstu tveimur árum verði 0,1-0,2 prósentum minni en ella. Þetta eru nokkru minni áhrif en áætluð hafa verið í öðrum löndum, t.d. Bandaríkjunum. Líklegt er að það skýrist af meiri notkun olíu til kyndingar og raforkuframleiðslu þar en hér á landi.

Meiri verðbólga til skamms tíma

Áhrifin á innlenda verðbólgu eru flóknari. Til skamms tíma má ætla að bein áhrif olíuverðshækkana á verðbólgu vegi þungt og verðbólga í ár gæti orðið allt að 0,3 prósentum meiri en ella, mæld sem hækkun milli ársmeðaltala. Eftir um það bil tvö ár eru áhrif viðskiptakjararýrnunarinnar hins vegar farin að vega þyngra, auk þess sem reiknað er með að olíuverð verði þá farið að lækka á ný. Af þeim sökum gæti verðbólgan orðið u.þ.b. 0,2 prósentum minni en ella, ef ekki er reiknað með áhrifum á gengi krónunnar.

Hækkun olíuverðs hefur umtalsverð áhrif á framlegð útgerðar, einkum kolmunna- og rækjuskipa

Olíunotkun fiskiskipa nemur nú að jafnaði 12% af

rekstartekjum og 15% af rekstrarkostnaði. Hlutfallið hefur hækkað nokkuð undanfarin tvö ár sökum verðhækkunar olíuvöru. Í rekstraryfirliti fiskveiða frá Hagstofunni fyrir árið 2002 nam olíunotkun 8% af tekjum og 11% af rekstrarkostnaði. Því má reikna með að framlegð útgerðar á yfirstandandi ári verði allt að 4 prósentum lakari sem hlutfall af tekjum en ella vegna hækkunar olíuverðs sl. mánuði. Nokkuð er misjafnt hve mikið hækkun olíuverðs íþyngir einstökum greinum fiskveiða. Áhrifin eru mest á útgerð togskipa, en ætla má að olíukostnaður togskipa nemi 13%-16% af tekjum eða 18%-20% af rekstrarkostnaði. Olíuverðshækkunin undanfarna mánuði gæti valdið útgerðum kolmunna- og rækjuskipa verulegum erfiðleikum, jafnvel svo að til stöðvunar komi, enda eru þessar veiðar orkufrekar og aflaverðmæti tiltölulega lítið.

Framboð hráolíu mun aukast á næstu árum og stuðla að verðlækkun

Áætlað er að framboð hráolíu muni aukast í ár. Í spá IEA (International Energy Agency) frá því í ágúst sl. segir að framboð muni aukast á yfirstandandi ári og því næsta um nærri 7%, eða nokkuð umfram eftirspurn. Framleiðsla OPEC-ríkjanna er um þessar mundir meiri en framleiðslukvótar segja til um. Birgðastaða er talin vera í góðu meðallagi og reyndar er hún mun betri en búast mætti við í ljósi þeirrar verðhækkunar sem dunið hefur yfir. Oftast hreyfast verð og birgðastaða í öndverða átt, en svo hefur ekki verið á síðustu mánuðum. Birgðir í Bandaríkjunum eru nú meiri en um þriggja ára skeið. Vinnslugeta olíuhreinsunarstöðva hefur aukist og eru þær taldar hafa alla burði til að anna spurn eftir unnum olíuvörum á næstunni. Vöxtur framleiðslugetu í hráolíuvinnslu á sér að mestu leyti stað utan OPEC-ríkjanna. Þar við bætist að hægt er að grípa til öryggisbirgða IEA, sem svara til um 2% árlegrar eftirspurnar. Því telja margir ólíklegt að olíuverð muni haldast eins hátt og að undanfögnu.

Stefnir í meiri vöxt einkaneyslu en spáð var

Einkaneysla á fyrri helmingi ársins 2004 var 7,2% meiri en fyrir ári. Nokkuð þarf því að draga úr vextinum svo að spá Seðlabankans um 5½% vöxt árið 2004 gangi eftir (sjá töflu 1). Vöxtur kaupmáttar launa á fyrri helmingi ársins nam 1½% og atvinna

jókst á öðrum fjórðungi ársins, eða í 21%. Vöxtur einkaneyslu á fyrri árshelmingi var hinn mesti frá fyrri helmingi ársins 1999. Þrátt fyrir aukinn útflutning var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar neikvætt eins og þrjá síðustu ársfjórðunga 2003.

Tafla 1 Þjódhagsstærðir 2003-2004

	2003			2004		Spá Seðla- banka fyrir allt árið ¹
	Allt árið	3. ársfj.	4. ársfj.	1. ársfj.	2. ársfj.	
<i>Magnbreyting frá fyrra ári (%)</i>						
Verg landsframleiðsla	4,3	3,5	4,9	4,6	6,4	4¼
Þjóðarútgjöld	8,0	9,0	9,3	8,5	8,7	7
Einkaneysla	6,6	6,3	6,5	7,9	6,5	5½
Samneysla	3,3	3,0	3,1	1,9	2,2	½
Fjármunamyndun	17,6	26,3	31,0	17,1	21,0	17
Útflutningur	0,3	2,5	-1,2	3,8	7,4	5
Innflutningur	9,7	16,0	10,8	14,3	12,9	11¾
<i>Hlutfall af landsframleiðslu (%)</i>						
Vöru- og þjónustujöfnuður	-2,9	-3,5	-4,6	-2,4	-8,4	-6½
Viðskiptajöfnuður	-4,1	-4,3	-4,6	-5,4	-7,7	-8¾

1. Spá í júní 2004. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

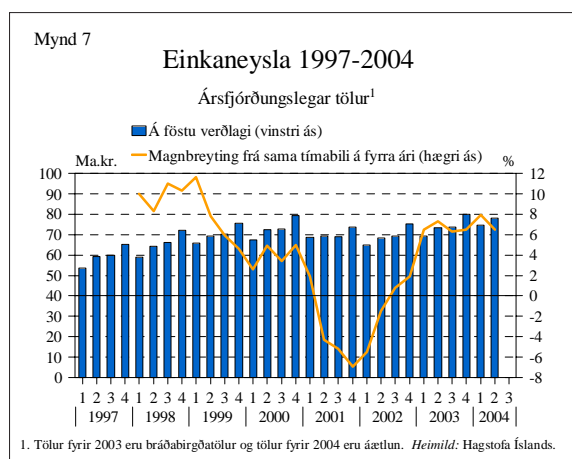
virðist hafa minnkað á milli ára. Heimilin hafa því að miklu leyti fjármagnað einkaneysluna með lántökum. Kann þar að gæta áhrifa hærra eignaverðs.

Hagtölur sem birst hafa nýlega benda ekki til að vöxturinn hafi hægt á sér það sem af er þriðja ársfjórðungi. Greiðslukortavelta í júlímánuði jókst reyndar heldur hægar en fyrr á árinu, en dagvöruvelta tók kipp upp á við, sem hugsanlega má skýra með góðu veðurfari. Innflutningur neysluvöru var einnig afar mikill í mánuðinum þótt vöxturinn milli ára væri heldur minni en fyrr á árinu. Loks benda tölur um tekjur ríkissjóðs af virðisaukaskatti og innflutningi til þess að eftirspurn sé enn í miklum vexti.

Sumt bendir þó til þess að heldur hægar vöxtur einkaneyslu gæti verið framundan en á fyrri hluta ársins. Væntingavísitala Gallup lækkaði nokkuð sl. sumar. Hún er nú nokkru lægri en á sama tíma fyrir ári, en hækkaði þó bæði í júlí og ágúst. Þá hefur kaupmáttur aukist hægar að undanförmu en í fyrri sakir meiri verðbólgu og tímasetningar kjarasamninga. Þótt minni vöxtur kaupmáttar hafi hingað til ekki megnað að brjóta á bak aftur neysluleði heimilanna, gæti það gerst um síðir. Loks virðast aðstæður á vinnumarkaði ekki fara eins ört batnandi og gert var ráð fyrir, eins og nánar verður greint frá í vinnumarkaðarkafnanum hér á eftir.

Dregur úr vexti samneyslu en hæpið að markmið ríkisstjórnar um samdrátt náist

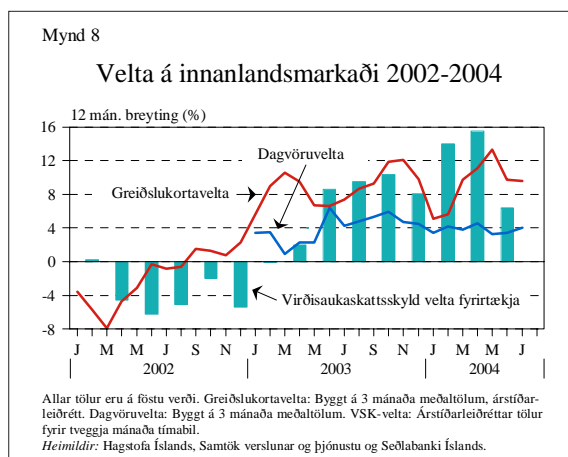
Vöxtur samneyslu nam aðeins u.þ.b. 2% á fyrri helmingi ársins 2004 og hefur ekki verið minni frá árinu 2001. Þessi vöxtur samræmist allvel 3% raunhækkun ríkisútgjalda til rekstrar og sjúkratrygginga á fyrri hluta ársins, sem eru skástu handbærar vísbendingar um samneysluútgjöld. Samanburður milli ára er þó venju fremur erfiður vegna breytinga á framsetningu útgjaldaupplýsinga. Eftir að fjárlög og fjárhagsáætlanir sveitarfélaga lágu fyrir, var spáð ½% vexti samneyslu á árinu, 1% hjá sveitarfélögum og örlitlum vexti hjá ríki og sjúkratryggingum. Til þess að sú spá gangi eftir þarf samneysla að dragast saman um 1% á síðari helmingi ársins, sem virðist í bjartsýnna lagi.



Tafla 2 Vísbendingar um eftirspurn á fyrri hluta ársins 2004

Breyting frá fyrra ári í % nema annað sé tekið fram	Fyrsti árs- fjórðungur	Annar árs- fjórðungur	Tveir síðustu mánuðir ¹	
Dagvöruvelta (raunbreyting)	3,8	3,4	júní - júlí	5,5
Greiðslukortavelta (raunbreyting)	9,8	9,8	júní - júlí	8,0
Bifreiðaskráning (fjölgun skráninga)	35,8	28,4	júní - júlí	25,1
Sementssala (magnbreyting)	65,4	48,5	júní - júlí	37,6
Almennur innflutningur (magnbreyting)	23,7	.	janúar - júlí	14,9
Innflutningur neysluvöru (magnbreyting)	14,5	.	janúar - júlí	14,1
Innflutningur fjárfestingarvöru án skipa og flugvéla (magnbreyting)	36,9	.	janúar - júlí	26,3
Íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu (nafnbreyting)	9,1	11,6	júní - júlí	10,7
Útlán Íbúðalán sjóðs (breyting nafnvirðis)	12,5	77,5	maí - júní	118,5

1. Talnádalkur lengst til hægri sýnir breytingu frá fyrra ári á nýjasta tveggja mánaða tímabili sem gögn eru til um nema fyrir innflutning er sýnt tímabilið frá upphafi árs. Heimildir: Bilgreinasambandið, Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Íbúðalánasjóður, Samtök verslunar og þjónustu, sementsseljendur, Seðlabanki Íslands.



Fjármunamyndun sækir í sig veðrið

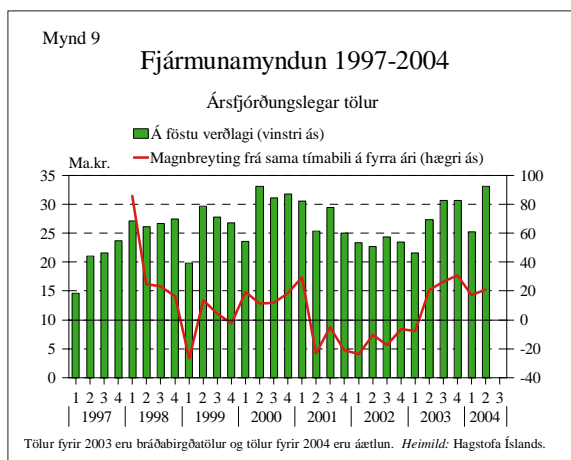
Fjármunamyndun á fyrri helmingi ársins jókst um 19,3% frá fyrra ári. Vöxturinn á fyrsta fjórðungi ársins var nokkru minni en fjórðungana á undan, og má líklega rekja það til samdráttar fjárfestingar í skipum og flugvélum, en gagnstæðra áhrifa gætti á öðrum ársfjórðungi. Þar sem slík fjárfesting er mjög óregluleg er gagnlegt að horfa fram hjá henni við mat á undirliggjandi fjárfestingu. Gögn um innflutning annarrar fjárfestingarvöru en skipa og flugvéla gefa vísbendingu um undirliggjandi þróun. Innflutningur annarrar fjárfestingarvöru jókst um 37%, eða svipað og ársfjórðungana á undan. Sundurliðun ársfjórðungslegra gagna um fjármunamyndun liggur ekki fyrir, en ljóst er af upplýsingum um útgjöld ríkissjóðs að dregið hefur úr fjárfestingu ríkisins eftir því sem

líðið hefur á árið og má búast við að hún dragist saman síðari hluta ársins. Fjárfesting atvinnuvega er hins vegar í miklum vexti, eins og búast mátti við. Flest bendir einnig til að íbúðafjárfesting muni aukast a.m.k. jafnmikið og í fyrra.

Viðskiptahalli jókst á fyrri hluta ársins en hallinn í fyrra reyndist minni en áður var talið

Viðskiptahalli á fyrri helmingi ársins nam 6½% af landsframleiðslu. Hefur viðskiptajöfnuðurinn þá versnað um tæplega 3 prósentur af landsframleiðslu frá sama tímabili í fyrra, þrátt fyrir meiri útflutning. Þess má geta að endurskoðun á tölum um jöfnuð þáttatekna á sl. ári leiddi í ljós töluvert meiri þáttatekjur í fyrra en áður höfðu verið áætlaðar, sem leiddi til þess að viðskiptahallinn í fyrra telst nú hafa verið sem nemur tæplega 1½ prósentu af landsframleiðslu minni en áður var talið, eða rúmlega 4%. Útflutningur á fyrri helmingi ársins jókst um 5½% frá fyrra ári, sem er nokkru meiri vöxtur en á sama tíma í fyrra. Aukinn halli skýrist því fyrst og fremst af mun meiri innflutningi, sem jókst um 13½%. Vöxtur bæði út- og innflutnings á fyrri hluta ársins var því meiri en Seðlabankinn spáði í júní að yrði á árinu öllu.

Vöruinnflutningur fyrstu sjö mánuði ársins jókst að magni um 15½% frá fyrra ári. Lítið lát virðist á vextinum. Ársvöxtur innflutnings neysluvöru fyrstu sjö mánuði ársins nam rúmlega 14%. Útgjöld vegna ferðaþjónustu á föstu gengi jukst um 26% á milli ára og útgjöld vegna samgangna jukust um tæplega



fjórðung. Vaxandi hluti útgjalda íslenskra heimila hefur því verið erlendis á þessu ári.

Útflutningur sjávarafurða fyrstu sjö mánuði ársins jókst að magni um 8% frá fyrra ári, en meðalverð lækkaði nokkuð, eins og fyrr var getið. Einnig jókst útflutningur lyfja og iðnaðarvöru af ýmsu tagi mikið. Álframleiðsla var í stórum dráttum óbreytt frá fyrra ári og útflutningur heldur minni fyrstu sjö mánuðina, en miklar mánaðarsveiflur eru í álútflutningi. Tekjur af samgöngum og ferðaþjónustu jukust verulega á fyrri helmingi ársins, eða um 26% og 11% á föstu gengi. Hins vegar var samdráttur í liðnum önnur þjónusta. Á heildina litið virðist staða útflutningsgreina hafa verið þokkaleg.

Í júní spáði Seðlabankinn að viðskiptahallinn á yfirstandandi ári myndi nema 8¼% af landsframleiðslu. Miðað við þróunina það sem af er ári virðist líklegt að hallinn verði eitthvað minni. Þó ber að hafa í huga að halli sem tengist einkaneyslu er jafnan meiri á síðari helmingi ársins en á hinum fyrri. Að auki fara framkvæmdir við virkjanir að færast í aukana á næstu mánuðum. Sveiflur í innflutningi fjárfestingarvöru og þáttatekjujöfnuði er hins vegar erfitt að sjá fyrir, eins og endurskoðun á tölum síðastliðins árs ber með sér. Á heildina litið verður ekki fullyrt að horfur séu á til muna minni viðskiptahalla á næstu tveimur árum en Seðlabankinn spáði í júní.

Ríkisfjármál

Afkoma ríkisins hefur batnað töluvert...

Bókfærð gjöld ríkissjóðs voru 3,4 ma.kr. umfram tekjur á fyrri hluta þessa árs. Þessi tala er ósambærileg

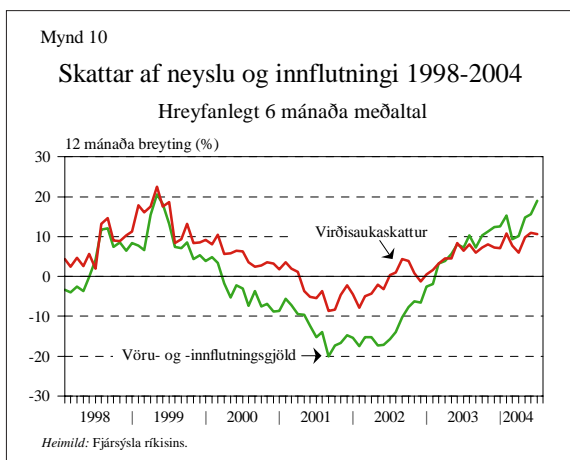
við tölur frá fyrra ári vegna sölu ríkisbankanna þá og flýtingar á bókun útgjalda í ár. Ef leiðrétt er fyrir þessu tvennu, voru tekjur 1½ ma.kr. umfram gjöld á fyrri hluta þessa árs, en 9 ma.kr. halli var á sama tíma í fyrra. Afkoma ríkisins hefur samkvæmt því batnað talsvert. Fjárlög ársins 2004 stefna að jöfnuði greiddra gjalda og innheimtra tekna, en bráðabirgðatölur síðasta árs sýndu 20 ma.kr. halla án eignasölutekna.

...sem að nokkru leyti má rekja til aukinnar eftirspurnar og innflutnings

Tekjur ríkisins til júniloka voru svipaðar og á sama tíma í fyrra, þrátt fyrir að engin sala eigna hafi átt sér stað í ár, þar sem tekjur án eignasölu hækkuðu um 10% umfram verðlag. Tekjuskattur einstaklinga, tryggingagjöld og virðisaukaskattur gáfu einnig af sér u.þ.b. 10% meira á föstu verði en á sama tíma í fyrra og skattar af innflutningi 19% meira. Hafa verður í huga að miklar skatttekjur á þessu ári tengjast að verulegu leyti tímabundinni þenslu og viðskiptahalla og munu því hjaðna þegar dregur úr umsvifum. Til hliðsjónar má áætla að í uppsveiflunni árin 1998-2000 hafi árlegar tekjur ríkissjóðs af sköttum af neyslu og innflutningi umfram tekjur árin á undan og eftir numið 2% af landsframleiðslu. Þessi fjárhæð svarar nokkurn veginn til afgangans á ríkissjóði þessi ár. Rétt er þó að hafa í huga að fjárfesting vegur nokkru þyngra í yfirstandandi uppsveiflu en hinn síðustu.

Útgjöld hafa litið breyst að raungildi, en meira þarf til að markmið náist

Ef leiðrétt er fyrir breyttri framsetningu gjalda í skýrslum, má áætla að raunútgjöld ríkissjóðs hafi verið ½% hærri á fyrri helmingi þessa árs en í fyrra. Markmið fjárlaga er 3% raunlækkun. Rekstrarútgjöld virðast í fljótu bragði í samræmi við fjárlög, en raunhækkun tilfærslna það sem af er ári er um 5% þótt stefnt hafi verið að 2% raunlækkun á fjárlögum. Í tilfærslum vega þyngst tryggingabætur og ýmsar aðrar lögbundnar greiðslur til aðila utan ríkisgeirans. Fjárfestingarútgjöld hafa lækkað um 16% á föstu verði frá fyrri hluta síðastliðins árs, en stefnt var að 33% lækkun á árinu eftir miklar framkvæmdir á síðasta ári. Er líklegt að nokkru af framkvæmdum, sem búið var að heimila á fjárlögum 2003, hafi verið frestað til 2004 og bætist þannig við heimiluð útgjöld.



Sökum tekna af sölu eigna nam lánsfjárafgangur til júniloka í fyrra 4½ ma.kr., en á sama tímabili í ár nam lánsfjárbörf rúmlega 3 ma.kr., þrátt fyrir betri innheimtu lána. Hefur henni verið mætt með útgáfu ríkisbréfa á innlendum markaði. Lánsfjárbörfin er sambærileg milli ára þrátt fyrir bókhaldsbreytingar.

Vinumarkaður

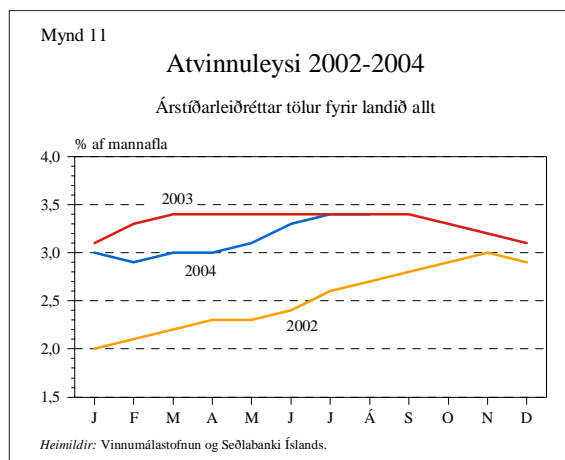
Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi eykst

Ekki hefur dregið úr atvinnuleysi í takt við aukin umsvif í þjóðarbúskapnum. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi hefur aukist jafnt og þétt frá aprilmánuði og var 3,4% í ágúst. Þróun árstíðarleiddréttis atvinnuleysis að undanfögnu svipar meira til ársins 2002, þegar atvinnuleysi jókst, en síðasta árs þegar atvinnuleysi var byrjað að dragast saman.

Atvinna eykst á höfuðborgarsvæðinu en minnkar á landsbyggðinni

Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar sýna áframhaldandi samdrátt⁴ í vinnuaflsnotkun á fyrri helmingi ársins, miðað við sama tíma í fyrra.⁵

4. Samkvæmt staðgreiðsluskrá Hagstofu Íslands fækkaði starfandi fólki óverulega eða um 0,2%. En það að atvinnutekjur jukust aðeins um 4,4% milli ára á meðan launavísitala, sem mælir breytingar á föstum launum, hækkaði um 5,6% bendir til þess að samdráttur hafi orðið í heildarvinnutíma þeirra sem voru við vinnu. Sjá einnig umfjöllun í *Peningamáli* 2004/2.
5. Þessar niðurstöður benda til að atvinnuleysislutfall á fyrri hluta ársins hafi verið herra en 3,5% vegna þess að ársverk hafi verið færri en Vinnuálfstofnun reiknar með. Vinnuálfstofnun notar áætlan Efnahags



Atvinnuþátttaka dróst saman um eina prósentu vegna fækkunar fólks á vinnumarkaði um 2.800. Samdráttur í vinnuaflsnotkun og atvinnuþátttöku var meiri á öðrum ársfjórðungi en hinum fyrsta og hæggar dró úr atvinnuleysi.

Vinnuaflsnotkun samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar, mæld sem fjöldi starfandi, dróst saman um 0,4% á fyrri hluta ársins miðað við sama tíma í fyrra og skýrist eingöngu af fækkun starfandi fólks á landsbyggðinni því að starfandi fólki fjölgaði á höfuðborgarsvæðinu. Ef miðað er við vinnutíma þeirra sem voru í vinnu var samdrátturinn meiri. Heildarvinnutímafjöldi á fyrri hluta ársins dróst saman um tæplega 1½% frá sama tíma í fyrra og skýrir samdráttur í vinnutíma á landsbyggðinni um 80% þar af. Hagvöxtur var umtalsverður á fyrri helmingi ársins og hefur framleiðni því aukist verulega frá fyrra ári.

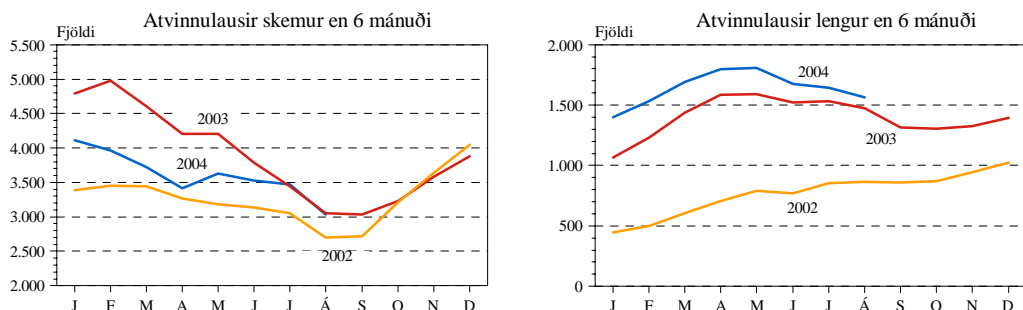
Aukið atvinnuleysi kann að skýrast af fækkun sumar-afleysingastarfa

Skammtímaatvinnuleysi (þ.e. þeir sem hafa verið atvinnulausir skemur en sex mánuði) tók kipp upp á við í maí, um það leyti sem atvinnuleysi jókst á ný. Skýrist það nær eingöngu af auknu atvinnuleysi meðal yngri kvenna. Þessi þróun er frábrugðin því

hagsskrifstofu fjármálaráðuneytisins um ársverk á vinnumarkaði (nefharinn) í útreikningum sínum og gera þeir ráð fyrir 0,9% fjölgun ársverka fyrstu sex mánuði ársins miðað við sama tíma í fyrra. Niðurstöður vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar sýna hins vegar samdrátt á fyrstu sex mánuðum ársins hvort sem skoðað er vinnuaflíð (-0,9%), fjöldi starfandi (-0,4%) eða heildarvinnutími (-1½%).

Mynd 12

Fjöldi atvinnulausra eftir lengd atvinnuleysis 2002-2004



Heimild: Vinnuáætlun.

sem verið hefur á þessum árstíma undanfarin tvö ár. Á sama tíma dró hins vegar úr langtímaatvinnuleysi. Nærtækt er að skýra aukningu atvinnuleysis frá vör- mánuðum með skorti á sumarstörfum og að aukið atvinnuleysi stafi því að einhverju leiti af tímabundinni fjölgun námsfólks á atvinnuleysissskrá.

Aukið skráð atvinnuleysi vekur nokkra furðu í ljósi þess að framboð á störfum hefur aukist mjög. Laus störf hjá vinnumiðlunum voru rúmlega 40% fleiri fyrstu átta mánuði þessa árs en á sama tímabili í fyrra. Fjölgunin hefur verið meiri á höfuðborgarsvæðinu (77%) en á landsbyggðinni (31%). Að Austurlandi undanskildu fjölgaði lausum störfum einungis um fjórðung á landsbyggðinni. Hluti þeirra starfa sem í boði eru á Austfjörðum og tengjast virkjana- og álversframkvæmdum verður líklega mannaður með erlendu starfsfólki. Atvinnuástand á Austurlandi virðist eigi að síður vera að batna. Enn eru framkvæmdir við álverið í Reyðarfirði ekki komnar á skrið, en þegar það gerist á næstu mánuðum mun framboð á störfum þar líklega aukast enn frekar.

Atvinnuleyfum hefur fjölgað mikið en erlendu starfsfólki hefur fjölgað mun meira

Útgáfa nýrra atvinnuleyfa bendir ekki síður til mikillar eftirspurnar eftir vinnuaflum, en hún rúmlega tvöfaldaðist fyrstu átta mánuði ársins frá fyrra ári. Á sama tíma hefur dregið úr framlengingu atvinnuleyfa um tæpan þriðjung. Útgáfa atvinnuleyfa segir hins vegar minna um atvinnuástandið en áður. Samkvæmt upplýsingum frá vinnumiðlunum og aðilum vinnu- markaðarins virðist færast í aukana að fólk af evr-

ópska efnahagssvæðinu, sem ekki þarf að sækja um atvinnuleyfi fyrir, sé ráðið í störf.

Fleiri hyggjast fjölga starfsfólki á næstu mánuðum

Samkvæmt könnun sem Samtök atvinnulífsins gerðu meðal aðildarfélaganna sinna í júní hyggjast nokkru fleiri atvinnurekendur fjölga og færri fækka hjá sér starfsfólki næstu mánuði en í sambærilegri könnun sem gerð var í desember 2003. Mest vilja atvinnurekendur í iðnaði, ferðapjónustu og fiskvinnslu fjölga starfsmönnum. Fjölgun, en minni þó, virðist einnig vera á döfni í fjármálafyrirtækjum og hjá rafverktökum. Nokkur fækkun virðist hins vegar framundan í útgerð og verslun og þjónustu.

Jarðvinna við álverið í Reyðarfirði fer af stað með haustinu og framkvæmdir við virkjanir á Reykjanesi eru að hefjast. Hvorki á Austurlandi né á höfuðborgarsvæðinu virðist vera nægilegt starfsfólk á lausu til að sinna þessum störfum. Töluverð samkeppni er í byggingarstarfsemi og því líklegt að verktakar hugi að innflutningi vinnuafls frekar en að yfirbjóða starfsmenn annarra fyrirtækja.

Dregur úr vexti kaupmáttar og launaskriði

Á öðrum ársfjórðungi hækkuðu laun á almennum vinnumarkaði samkvæmt launavísitölu Hagstofunnar um 4,2% miðað við sama tíma í fyrra. Umsamdar launabreytingar í flestum kjarasamningum á almennum vinnumarkaði eru 4,3% í ár en koma ekki fram í launavísitölunni af fullum þunga fyrr en á þriðja ársfjórðungi. Miðað við niðurstöður annars ársfjórðungs virðist sem hátt launastig, verðsamkeppni í þeim geirum þar sem umfræftirspurn eftir vinnuaflum er að

myndast og innflutningur á vinnuafli haldi aftur af launaskriði. Nokkur óvissa kann að skapast um launaþróun á næstu árum hafi niðurstaða kjarasamninga opinberra starfsmanna í för með sér að reyni á endurskoðunarákvæði kjarasamninga á almennum vinnumarkaði.

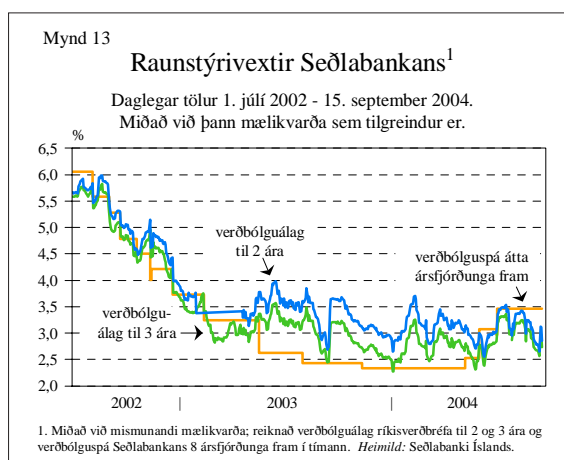
Í júlí var launavísitala Hagstofu 5,1% hærrí en í sama mánuði í fyrra. Vísitala neysluverðs hækkaði um 3,6% á sama tíma og jókst því kaupmáttur launa að meðaltali um 1,4%. Þetta er töluvert minni vöxtur kaupmáttar en í fyrra. Hins vegar verður að hafa í huga að hækkan íbúðaverðs, sem skýrir 0,9 prósentur af 3,4% verðbólgu í september snertir aðeins tiltölulega lítinn hóp launþega. Raunverulegur kaupmáttarauki annarra launþega er meiri.

Fjármálaleg skilyrði

Í greiningu á fjármálalegum skilyrðum í *Peningamálum* 2004/1 var komist að þeirri niðurstöðu að fjármálaleg skilyrði heimila og atvinnufyrirtækja í byrjun marsmánaðar hafi verið heldur hagstæðari en á haustmánuðum árið 2003, en fjármálaleg skilyrði fjármálafyrirtækja í stórum dráttum óbreytt. Í *Peningamálum* 2004/2, sem komu út í byrjun júní, var talið að litlar breytingar hefðu orðið á fjármálalegum skilyrðum frá því í mars, enda hefðu væntingar um meiri verðbólgu vegið á móti vaxtahækkun Seðlabankans.

Hinn mikli útlánvöxtur sem verið hefur undanfarið ár hefur enn ekki hjaðnað svo marktækt sé. Útlán lánakerfisins í heild jukust um 15,4% á tólf mánuðum til júníloka, sem er svipaður vöxtur og í mars. Eins og verið hefur undanfarið ár jukust útlán til atvinnuvega sérlega ört, eða um ríflega fimmtung. Útlán til einstaklinga jukust hraðar á öðrum fjórðungi ársins en áður. Tölur um útlán innlánsstofnana í júlí sýna svipaðan vöxt og áður.

Frá því að *Peningamál* komu út í júní hafa þær breytingar helstar orðið á fjármálalegum skilyrðum að stýrivextir Seðlabankans hafa verið hækkaðir tvívegis, samtals um 0,75 prósentur. Áður höfðu vextir bankans verið hækkaðir um 0,2 prósentur í byrjun maí, en þá höfðu þeir verið óbreyttir um rúmlega eins árs skeið. Miðað við áætlað verðbólguálag óverðtryggðra ríkisskuldabréfa til þriggja ára hafa raunstýrivextirnir hækkað álíka mikið og nafnvextirnir, ef borin eru saman fjögurra vikna meðaltöl sem lágu



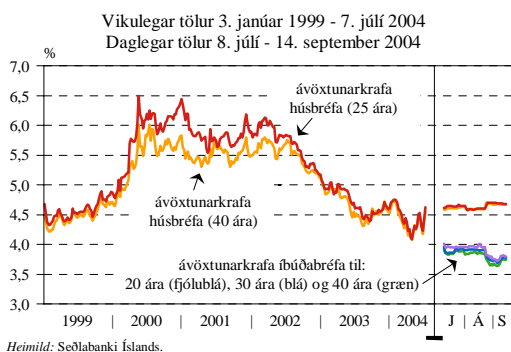
fyrir þegar *Peningamál* voru síðast í vinnslu og til loka ágústmánaðar.

Aðrir skammtímavextir hafa fylgt vöxtum Seðlabankans nokkuð þétt eftir. Ávöxtun ríkisvixla til þriggja mánaða hækkaði um eina prósentu á sama tímabili og sex mánaða ríkisvixla um 1,2 prósentur. Sé horft til styttri enda markaðarins eins og sér virðast því fjármálaleg skilyrði heimila og atvinnufyrirtækja orðin óhagstæðari en þau voru í aðdraganda síðustu *Peningamála*. Á lengri enda markaðarins hafa breytingar verið í gagnstæða átt. Breytingar á íbúðalánakerfinu, sem fela í sér að veitt eru peningalán, svokölluð íbúðalán, í stað húsbrefalána, komu til framkvæmda í byrjun júlí og hafa leitt til þess að heimilunum bjóðast nú íbúðalán sem bera vexti sem eru $\frac{3}{4}$ prósentu lægri en vextir húsbrefalána voru og ávöxtunarkrafa í útboðum íbúðabréfa sem leysa hin eldri húsbref af hólmi hefur verið u.þ.b. einni prósentu lægri en ávöxtunarkrafa á eftirmarkaði fyrir húsbref sambærilegrar lengdar. Þá eru bankarnir farnir að bjóða íbúðaveðlán á vöxtum sem eru samkeppnisfærir við vexti íbúðalánasjóðs og eru ekki bundin við fasteignaviðskipti. Meðalvextir verðtryggðra útlána banka og sparisjóða voru nær óbreyttir yfir sumarmánuðina en lækkuðu um 0,3-0,35 prósentur í byrjun september. Vextir af óverðtryggðum útlánnum hafa hækkað nokkuð í takt við stýrivexti Seðlabankans.

Litlar breytingar hafa orðið á gengi krónunnar og hafa þær tæpast haft merkjanleg áhrif á fjármálaleg skilyrði. Öðru máli gegnir um hlutabréfaverð. Almennt felur hækkan hlutabréfaverðs í sér rýmri fjárhagsleg skilyrði fyrirtækja. Þau geta aflað sér tiltölu-

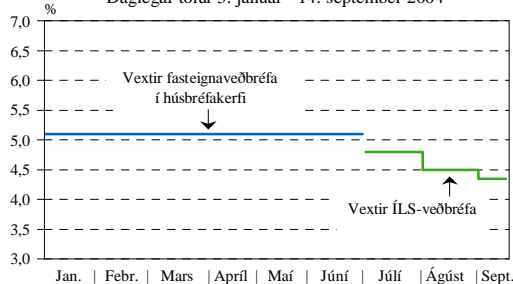
Mynd 14

Ávöxtunarkrafa húsbréfa og íbúðabréfa



Vextir á fasteignaveðbréfum og ÍLS-veðbréfum Íbúðalánasjóðs

Daglegar tölur 3. janúar - 14. september 2004



lega ódýrs fjármagns með útboði hlutabréfa. Að því marki sem verðið mótast af skuldsettum hlutabréfa-kaupum aðila sem eru að seilast til áhrifa í viðkomandi fyrirtækjum má þó draga í efa að fyrirtækin geti í öllum tilfellum aflað sér umtalsverðs fjár á því verði sem hlutir í þeim eru skráðir á í Kauphöllinni um þessar mundir.

Erlendir skammtímavextir eru heldur að þökast upp á við í takt við hækkun stýrivaxta í Bandaríkjunum, Bretlandi og nokkrum öðrum löndum sem minna máli skipta fyrir Ísland. Í ljósi þess að meginhluti skulda þjóðarbúsins er í evrum skiptir hins vegar mestu máli að stýrivextir Seðlabanka Evrópu (ECB) hafa haldist óbreyttir. Hækkunar erlendra skammtímavaxta er því enn ekki farið gæta verulega í vaxtabyrði fyrirtækja, fjármálastofnana eða þjóðarbúsins í heild, nema að því marki sem væntingar um vaxtahækkunar fela í sér hvata fyrir skuldara til að lengja líftíma skulda sinna. Til þessa hafa þeir haft sæmileg tækifæri, hækkun langtímavaxta sem hófst á sl. ári hefur að nokkru leyti gengið til baka. Á fjögurra vikna tímabili til loka ágúst-mánaðar voru t.d. vextir ríkisskuldabréfa í evrum eða Bandaríkjadöllum til tíu ára nokkru lægri að meðaltali en þeir voru vikurnar áður en síðast var lagt mat á fjármálaleg skilyrði í maí sl.

Fjárhagsleg skilyrði einstaklinga líklega hagstæðari en fyrir ársfjórðungi

Hvernig ber í ljósi ofangreinds að meta þróun fjárhagslegra skilyrða einstaklinga, atvinnufyrirtækja, fjármálafyrirtækja og þjóðarbúsins í heild? Að því er einstaklinga áhrærir er meginhluti skulda þeirra

á föstum vöxtum, verðtryggður og til langs tíma. Breytingar á fjármálalegum skilyrðum ráðast því fyrst og fremst af skammtímaskuldum þeirra annarsvegar og nýjum lántökum til lengri tíma hins vegar, þ.m.t. lánnum sem tekin eru til að greiða upp eldri skuldir. U.þ.b. 11% af heildarskuldum heimilanna eru skammtímaskuldir eða skuldir sem bera breytilega vexti er fylgja breytingum á stýrivöxtum Seðlabankans nokkuð þétt eftir. Í ljósi þess að megnið af langtímaskuldum heimilanna ber fasta vexti og ný lán og endurfjármögnun eldri skulda er að jafnaði tiltölulega litill hluti heildarskuldastofnsins hefði e.t.v. mátt álykta að hækkun skammtímavaxta vegi þyngra hvað áhrærir fjármálaleg skilyrði heimilanna en lægri vextir á nýjum skuldabréfum Íbúðalánasjóðs. Í ljósi þess að bankarnir og ýmsir lífeyrissjóðir eru farnir að bjóða íbúðalán á sambærilegum kjörum og Íbúðalánasjóður eru líkur á mun viðtækari endurfjármögnun íbúðalána en áður hefur þekkt. Ódýrari íbúðalán munu kynda undir íbúðamarkaðnum sem þegar er orðinn vel heitur. Hið nýja íbúðalánakerfi, einkum ef veðheimildir verða rýmkaðar í allt að 90% af markaðsverðmæti eignar, mun væntanlega hvetja einstaklinga í auknum mæli til að fjármagna neyslu með því að lækka eigið fé sem bundið er í íbúðum þeirra, eins og dæmi eru um erlendis.⁶ Hin

6. Þetta geta heimilin gert með ýmsum hætti. Íbúð kann að vera seld og önnur ekki keypt í staðinn, ódýrari eign keypt án þess að skuldir séu greiddar niður, skuldir auknar á jafndýra eign eða að tekið er viðbótarlán á sömu eign. Með síðasta útspili bankann aukast möguleikar til hins síðastnefnda verulega.

Tafla 3 Breytingar á fjármálalegum skilyrðum frá útgáfu *Peningamála* 2004/2

	4 vikur til 19. maí	4 vikur til 30. ágúst	Áhrif eftir geirun ¹			
			Heimili	Útflutnings- og samk.fyrirtæki	Fjármála- fyrirtæki	Önnur fyrirtæki
Raunstýrivextir ²	2,6	3,1	-	-	-	-
Skammtímaraunvextir ³	2,6	3,2	-	-	+/-	-
Verðtryggðir innlendir vextir (ávöxtunarkrafa 40 ára húsbrefa)	4,2	4,6	.	.	+/-	.
Verðtryggðir innlendir vextir (ávöxtunarkrafa 40 ára íbúðabréfa) .....	.	3,8	+	.	+/-	.
Meðalvextir óverðtryggðra útlána banka og sparisjóða...	11,3	12,1	-	-	.	-
Meðalvextir verðtryggðra útlána banka og sparisjóða.....	8,0	8,0	0	0	0	0
Erlendir skammtímavextir (ríkisvixlar til 3 mán.) ⁴	1,7	1,9	-	-	-	-
Erlendir langtímavextir (ríkisskuldabréf til 10 ára) ⁴	4,4	4,2	+	+	+	+
Gengisvísitala krónunnar.....	123,7	121,7	+	-	+/-	+/-
Gengi hlutabréfa ⁵	2.695,9	3.216,6	+	+	+	+

1. Hér tákna "++" hagstæðari fjármálaleg skilyrði, "-" tákna óhagstæðari fjármálaleg skilyrði, "+/-" tákna að brugðið geti til beggja átta, "0" tákna engin áhrif og "+" tákna að það eigi ekki við. 2. Miðað við þriggja ára verðbólguálag. 3. Raunvextir þriggja mánaða ríkisvixla, reiknaðir með þriggja ára verðbólguálagi. 4. Vægi evru er 2/3 og Bandaríkjadals 1/3. 5. Miðað er við úrvalsvisitölu Kauphallar Íslands.

Heimildir: Kauphöll Íslands, Seðlabanki Íslands.

nýju tilboð banka og lífeyrissjóða opna nýja möguleika í þessu sambandi, því að íbúðakaup eru ekki skilyrði fyrir lánveitingu. Íbúðareigendur geta því hæglega tekið hærri íbúðalán en þeir þurfa til þess að greiða upp eldri lán og lengt lánstímann án þess að skipta um húsnæði. Mismuninn geta þeir notað til neyslu eða annarra útgjalda, án þess að greiðslubyrðin aukist.⁷ Þótt skammtímavaxtabreytingar síðustu mánaða geri fjármálaleg skilyrði heimilanna til skamms tíma lítið eitt óhagstæðari en fyrir ársfjórðungi hafa þau tvímælalaust batnað á heildina lítið.

Fjármálaleg skilyrði fyrirtækja lítið eitt óhagstæðari sakir hækkunar skammtímavaxta

Mat á fjármálalegum skilyrðum fyrirtækja er margbrotnara en einstaklinga vegna þess að fjármögnunarleiðir þeirra eru fjölbreytilegri. Auk innlendra lána – til skemmi eða lengri tíma, verðtryggðra eða óverðtryggðra – taka fyrirtækin mikið af erlendum lánnum. U.þ.b. þriðji hluti af stofni skulda fyrirtækja er af þessum toga. Vaxtaþróun erlendis ásamt geng-

isþróun hefur því mikil áhrif á fjármálaleg skilyrði fyrirtækja. Á heildina lítið verður ekki séð að erlend vaxtaþróun hafi lagt umtalsvert auknar byrðar á íslensk fyrirtæki frá síðustu greiningu, þótt skammtímavextir hafi þokast upp á við. Þó ber að hafa í huga að væntingar um hækkun skammtímavaxta kunna að fela í sér hvata fyrir fyrirtækin til að festa vexti. Ekki verður þó séð að það hafi gerst enn sem komið er og samkvæmt óformlegum upplýsingum virðist binditími vaxta enn almennt vera til fárra ára. Auk þess hafa vaxtaálög líklega minnkað. Meginbreytingin felst í hækkun innlendra skammtímavaxta, en á heildina lítið má ætla að breytingarnar séu óverulegar.

Fjármálaleg skilyrði fjármálafyrirtækja ívið óhagstæðari

Fjármálaleg skilyrði fjármálafyrirtækja eru sennilega orðin ívið óhagstæðari en í maí sl. Raunstýrivextir hafa hækkað um 0,5 prósentur sé miðað við verðbólguálag til þriggja ára en miðað við síðustu verðbólguálag (átta ársfjórðunga fram í tímann) hafa raunstýrivextir hækkað um 0,9 prósentur. Á sama tíma hafa innlendar fjármálastofnanir lengt nokkuð í erlendum lánnum, en það

7. Í mörgum tilfellum mun þó taka töluvert langan tíma að vinna upp lán-tökukostnað.

leiðir einnig til aukinnar vaxtabyrði, þótt langtímavextir hafi ekki breyst umtalsvert undanfarna mánuði. Á móti kemur að lánsfjáröflun bankanna virðist ganga vel og álög á vexti virðist almennt hafa minnkað. Þá hafa hlutfjárútboð sem framkvæmd hafa verið gengið vel.

Á heildina litið er niðurstaðan sú að fjármálag skilyrði í þjóðarbúskapnum hafa orðið ívið óhagstæðari frá því að *Peningamál* voru síðast gefin út í byrjun júní. Þau eru þó enn mjög hagstæð og ótvírætt hagstæðari en áður hvað varðar heimili.

II Stefnan í peningamálum

Stýrivextir hækkuðu í júní og júlí

Seðlabankinn hækkaði stýrivexti um 0,25 prósentur í júníbyrjun og aftur um 0,5 prósentur hinn 1. júlí. Stýrivextir bankans hafa síðan verið 6,25%. Hækkunin 1. júlí hafði verið gefin sterklega í skyn í inngangi *Peningamála* sem gefin voru út í júníbyrjun, þar sem sagði að horfur í efnahags- og peningamálum gætu gefið tilefni til meiri hækkunar vaxta en þá var tilkynnt. Í fréttatilkynningu bankans kom fram að framvindan hefði ekki gefið tilefni til að hverfa frá áformum um frekara aðhald í peningamálum, enda væri eftirspurn ört vaxandi og verðbólguvæntingar hefðu hækkað. Verðbólguþáin sem birt var í byrjun júní fól í sér að verðbólga færi lítillega yfir þolmörkin á komandi mánuðum en að síðan myndi draga úr henni á ný og hún minnka niður undir 2½%- verðbólgu-markmiðið á næsta ári. Frá því að spáin var gerð hefur Seðlabankinn því hækkað stýrivexti sína tvisvar, samtals um 0,75 prósentur.

Í fréttatilkynningu bankans kom einnig fram að þótt verðbólgan væri að hluta til af erlendum uppruna og að því leyti utan áhrifasviðs Seðlabankans ættu innlendar verðhækkunarir og eftirspurn einnig umtalsverðan hlut að máli. Aukin verðbólga, mikill vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar, og vaxandi verðbólguvæntingar, sem höfðu valdið lækkun raunstýrivaxta frá því að vextir bankans voru hækkaðir í byrjun júní, voru talin styrkja rökin fyrir vaxtahækkun. Þá var tekið fram að miklar framkvæmdir sem fram undan væru myndu að óbreyttu krefjast frekari hækkunar vaxta á komandi mánuðum. Hversu hratt það gerðist væri háð framvindu ýmissa þátta, ekki síst verðbólgu og eftirspurnar.

Heppilegt aðhaldsstig peningastefnunnar verður að meta í ljósi hinna miklu framkvæmda sem fram undan eru

Þegar lagt er mat á hversu aðhaldssöm peningastefnan er eða þarf að vera um þessar mundir er brýnt að hafa í huga þær sérstöku aðstæður sem nú ríkja. Fram undan er eitt mesta framkvæmdatímabil í sögu þjóðarinnar og einsýnt að peningastefnan þarf að vera afar aðhaldssöm á meðan það gengur yfir. Framkvæmdirnar munu óhjákvæmilega hafa töluverð ruðningsáhrif og að hluta verður þeim miðlað fyrir tilstuðlan aðhaldssamari peningastefnu. Þótt umfang framkvæmdanna sé vel þekkt ríkir veruleg óvissa um áhrifin á þjóðarbúskapinn. Þótt hann hafi áður farið í gegnum framkvæmdaskeið sem í hlutfalli við landsframleiðslu eru álíka mikil að umfangi, gerðist það við allt önnur skilyrði. Hagkerfið er t.d. til muna opnara en þegar stóriðjutengd framkvæmdahrina gekk yfir í lok sjöunda áratugarins. Skiptir þar ekki síst sköpum að landið er orðið hluti af samþættum evrópskum vinnu-markaði og fjármagnshreyfingar óheftar. Þá hefur framkvæmd peningastefnunnar tekið algerum stakkaskiptum og gengi krónunnar flýtur nú óheft á gjaldyrismarkaði.

Einn helsti ávinningur þeirra breytinga sem orðið hafa á framkvæmd peningastefnunnar á undanföllum árum er að þær gera mögulegt að bregðast mun fyrir við fyrirsjáanlegum áföllum eða búhnykkjum á borð við þær framkvæmdir sem fram undan eru. Vandinn felst hins vegar í því að við takmarkaða sögulega reynslu er að styðjast í þeim efnunum. Ekkert þeirra landa þar sem peningastefnan er byggð á verðbólgu-markmiði eins og hér hefur glímt við samþættileg úrlausnarefni, enda er saga peningastefnu með verðbólgu-markmið ekki löng.

Vextir munu þurfa að hækka – spurningin er hversu hratt

Þrátt fyrir að mikil óvissa ríki um áhrif fyrirhugaðra framkvæmda á þjóðarbúskapinn má telja víst að auka verði aðhald peningastefnunnar enn frekar frá því sem nú er ef takast á að halda verðbólgu í skefjum. Seðlabankinn stendur frammi fyrir þeim vanda að meta hversu hratt aðhaldið þarf að aukast. Í því sambandi er rétt að hafa í huga að framkvæmd peningastefnu er ekki nákvæm vísindi. Óvissa ríkir um flesta þætti framkvæmdarinnar og áhrifin koma

fram á löngum og breytilegum tíma. Þá ríkir töluverð óvissa um miðlunarferli peningastefnunnar, sem m.a. endurspeglast í því að ógerlegt hefur reynt hér sem annars staðar að spá fyrir um gengisþróun með viðunandi árangri. Af þessu leiðir að ekki er hægt að beita peningastefnunni til að finnstilla eftirspurn í þjóðarbúskapnum til skamms tíma. Framsýn peningastefna mótast af þróun eftirspurnar í nálægri fortíð eða framtíð fyrst og fremst í ljósi vísbendinga sem hún gefur um það sem koma skal. Það sem hlýtur hins vegar að veða hvað þyngst við ákvarðanir í peningamálum á næstunni er einfaldlega að meginþungi hinna miklu framkvæmda færist stöðugt nær.

Verðbólguáhætta heldur minni til skamms tíma en meiri til langs tíma

Seðlabankinn birtir þjóðhags- og verðbólguþvísvar á ári. Eigi að síður leggur bankinn mat á spámar a.m.k. fjórum sinnum á ári, eins og komið hefur fram hér að framan. Endurmat á þeim spám sem bankinn birti í júníþyrjum gefur ekki tilefni til að ætla að þróunin víki til muna frá þeim. Gengi krónunnar hefur ekki breyst mikið en er heldur sterkara en þegar spáin var gerð, sem hamlar gegn verðhækkunum til skamms tíma. Horfur um þróun innflutningsverðs hafa hins vegar versnað til langs tíma og að öðru óbreyttu aukið nokkuð hættuna á að verðbólgan verði meiri á seinni hluta ársins 2005 og á árinu 2006 en spáð var í júní.

Þegar þjóðhagsspá bankans var gerð í júní sl. höfðu ársfjórðungsleg uppgjör þjóðhagsreikninga ekki verið birt fyrir þetta ár. Nú liggja fyrir tveir ársfjórðungar og virðist einsýnt að stefni í a.m.k. jafnmikinn eða meiri vöxt innlendra eftirspurnar en bankinn spáði í júní. Hækkun stýrivaxta ætti að draga nokkuð úr vexti einkaneyslu, en hræringar á íbúðalánamarkaði eru líklegar til að yfirgnæfa þau áhrif. Þegar þungi framkvæmda eykst á haustmánuðum og fram á næsta ár mun að öðru óbreyttu bæta enn frekar í vöxtinn. Vinnumarkaðstölur benda reyndar til þess að nokkur slaki sé þar fyrir hendi, en óvíst er að hve miklu leyti hann nýtist sem varasjóður vinnuafis

þegar framkvæmdir við virkjanir og álver ná hámarki og áhrifin hafa náð til flestra þátta þjóðarbúskaparins.

Aðhald peningastefnunnar hefur aukist lítillega en hefur ekki breytt fjármálalegum skilyrðum umtalsvert

Þrátt fyrir að hækkun stýrivaxta bankans í júní og einkum júlí feli í sér lítillega aukið aðhald peningastefnunnar hefur það ekki megnað að breyta fjárhagslegum skilyrðum heimila og atvinnugeira mikið. Í stórum dráttum má ætla að þau séu svipuð. Aðrir þættir hafa þar unnið á móti, eins og t.d. umtalsverð vaxtalækkun á íbúðalánnum og stórauknir möguleikar til að endurfjármagna eða jafnvel ganga á eigið fé sem bundið er í íbúðarhúsnæði. Þá hefur verð hlutabréfa haldið áfram að hækka og vegið á móti hækkun skammtímavaxta, hérlendis og erlendis. Vaxandi verðbólguvæntingar, einkum meðal almennings, draga úr þeirri aðhaldssemi sem felst í hærri stýrivöxtum.

Stefnan í ríkisfjármálum verður að gegna lykilhlutverki á næstu árum

Á undanförunum misserum hefur Seðlabankinn margsinnis bent á að stefnan í ríkisfjármálum ætti að gegna lykilhlutverki í hagstjórn næstu ára, sem felst í því að mynda mótvægi gegn áhrifum framkvæmda við virkjanir og álver. Ríkisstjórnin setti sér nokkuð metnaðargjarnt markmið um þróun ríkisútgjalda á yfirstandandi ári. Svo virðist sem nokkurt átak þurfi til að það gangi fyllilega eftir. Meira máli skiptir þó að útgjöld verði hamin næstu tvö árin. Það er sérstaklega ögrandi viðfangsefni í ljósi þess að áformað er að lækka skatta um sem nemur 20 ma.kr. á næstu þremur árum. Til þess að vinna á móti áhrifum lægri skatta á sama tíma og þörf er á mótvægisáðgerðum vegna stórfamkvæmda þarf að draga mjög verulega úr útgjöldum hins opinbera. Trúverðug langtímaáætlun þar um myndi skjóta sterkari stoðum undir stjórn efnahagsmála og draga úr líkum á því að svo mikil byrði verði lögð á peningalegt aðhald, að grafið gæti undan stöðugleika fjármálakerfisins og samkeppnisstöðu innlendra atvinnugreina.

Fjármáلامarkaðir og aðgerðir Seðlabankans¹

Aukið aðhald peningastefnunnar

Seðlabanki Íslands tilkynnti hækkun stýrivaxta 1. júní 2004 um 0,25 prósentur og aftur 1. júlí um 0,5 prósentur. Áhrifa þessara aðgerða gætti strax á vöxtum á krónumarkaði en breytingar á gengi krónunnar urðu fremur litlar og gengu fljótt til baka. Vísitala gengisskráningar sveiflaðist á fremur þröngu bili í sumari. Lausafjárstaða fjármálastofnana einkenndist öðru fremur af misskiptingu sem ekki tókst að jafna nema með milligöngu Seðlabankans. Ný skuldabréf Íbúðalánasjóðs voru gefin út í byrjun júlí. Undir lok ágúst tilkynntu viðskiptabankarnir og stærstu sparisjóðir að þeir byðu viðskiptavinum langtíma fasteignaveðlán á áþekktum kjörum og Íbúðalánasjóður býður en ekki er skilyrt að lán bankanna tengist fasteignaviðskiptum. KB banki keypti um miðjan júní danskan banka og í kjölfarið seldi bankinn nýtt hlutafé í stærsta útboði Íslandssögunnar til þessa, rúmlega 39 ma.kr. Seðlabankar víða um heim hafa hækkað vexti á síðustu þremur mánuðum. Hlutabréfaverð hér á landi hefur haldið áfram að hækka.

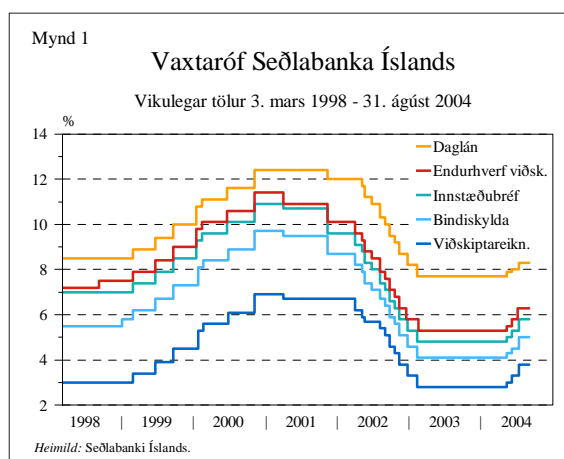
Tvær vaxtahækkunarir, ...

Vegna aukinnar verðbólgu og horfa um að hún yrði að óbreyttu yfir markmiði peningastefnunnar ákvað bankastjórn Seðlabanka Íslands að hækka stýrivexti bankans hinn 1. júní sl. um 0,25 prósentur. Þótt vaxandi verðbólgu mætti að hluta rekja til hækkunar liða sem eru ekki innan áhrifavalds peningastefnunnar höfðu aðrir liðir þróast þannig að hætta var talin á að verðbólgan gæti farið út fyrir þolmörk. Jafnframt var því lýst yfir að búast mætti við frekari vaxtahækkun fljótlega, gæfu nýjar upplýsingar ekki sterkar vísendingar um betri verðbólguhorfur. Verðlagsþróun í júní og aðrar hagtölur er þá birtust gáfu fremur til kynna verri verðbólguhorfur en áður hafði verið búist við og því ákvað bankastjórn að hækka vexti á ný 1. júlí og þá um 0,5 prósentur. Frá því að vaxtahækkunarferlið hófst í maí sl. hefur bankinn því hækkað vexti um 0,95 prósentur.

... þrengra vaxtaróf

Munur hæstu og lægstu vaxta bankans var minnkaður samhliða vaxtabreytingum í júní og júlí. Í maí spannaði vaxtarófið 4,9 prósentur en var þrengt í 4,5 prósentur í júní og júlí. Daglánavextir voru í júlí 8,25% og vextir viðskiptareikninga 3,75%. Vextir á bundnu fé á viðskiptareikningum voru ákveðnir 5% frá 11. júlí.

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 31. ágúst 2004.



Vaxtabreytingaskref

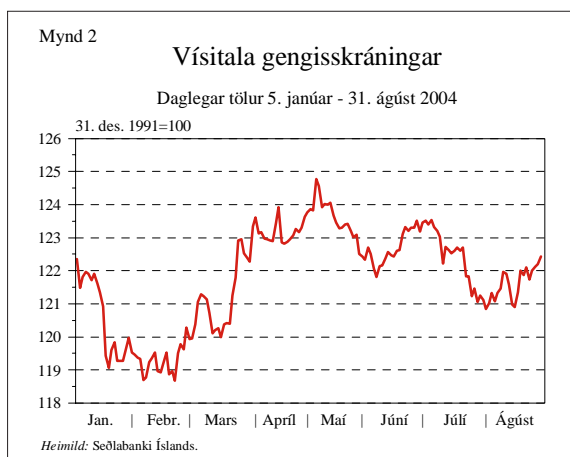
Frá 1. júní sl. hefur vöxtum bankans verið breytt í skrefum sem eru margfeldi af 0,25 prósentum en áður var miðað við margfeldi af 0,1 prósentu. Þetta er í samræmi við framkvæmd flestra vestræna seðlabanka. Mynd 1 sýnir þróun vaxta Seðlabankans síðustu ár.

Styttri lota aðgerða

Hinn 1. júní tóku gildi nýjar reglur sem mæltu fyrir um styttingu reglulegrar (vikulegrar) fyrirgreiðslu Seðlabankans við lánastofnanir úr 14 daga lotum í 7 daga lotur. Tilgangur þessarar breytingar var m.a. að hætta skörun sem varð í hverri lotu ásamt því að færa ferlið nær því sem tíðkast hjá Seðlabanka Evrópu. Með breytingunni sköpuðust einnig forsendur til markvissari lausafjárstyringar lánastofnana og auðveldara varð fyrir Seðlabankann að spá fyrir um lausafjárþróun næstu daga.

Litlar gengisbreytingar

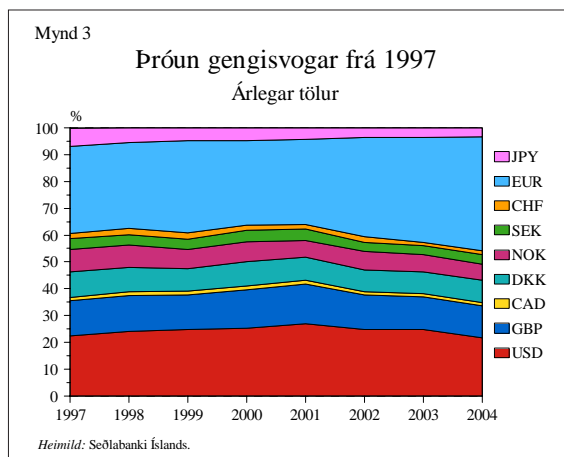
Gengi krónunnar hefur verið stöðugt undanfarna mánuði. Vísitala gengisskráningar fór lægst rétt undir 121 og hæst upp að 123,5 á tímabilinu frá miðjum maí til loka ágúst (mynd 2). Viðskipti yfir sumartímann hafa verið áþekkt að magni og á sama árstíma árin 2000 og 2002. Dagleg velta á gjaldeyrismarkaði fór einungis þrisvar yfir 5 ma.kr. á þessu tímabili. Væntanlega má að hluta rekja skýringuna á minni veltu til færri umbreytingaverkefna en í fyrra og sennilegt er einnig að samruni Kaupþings og Búnaðarbanka Íslands hafi dregið úr viðskiptum milli banka. Seðlabanki Íslands hefur keypt gjaldeyri reglulega af



viðskiptavökum í samræmi við áætlun sem gefin var út í nóvember á síðasta ári. Keyptur er gjaldeyri að andvirði 2,5 milljóna Bandaríkjadala tvisvar í viku hverri. Tilgangur kaupanna er að styrkja gjaldeyrisforða bankans en bankinn aflar einnig gjaldeyris vegna þarfa ríkissjóðs. Gjalddeyrisforði bankans í lok ágúst var um 70 ma.kr.

Endurskoðun gengisskráningarvogar

Að venju var gengisskráningarvog endurskoðuð í byrjun júlí og miðast hún við umfang utanríkisviðskipta Íslands við helstu viðskiptalönd. Síðustu ár hefur vægi evru í voginni þungst verulega ásamt því að vægi Bandaríkjadals hefur dvínað og má sjá þróunina á mynd 3. Nýjustu gengisskráningarvog og breytingar frá síðasta ári má sjá í töflu 1.



Tafla 1 Ný gengisskráningarvog 2004

Land	Mynt	Vog (%)	Breyting frá fyrri vog (prósentur)
Bandaríkin	USD	21,84	-2,89
Bretland	GBP	11,89	-0,46
Kanada	CAD	1,07	-0,02
Danmörk	DKK	8,41	0,17
Noregur	NOK	5,90	-0,51
Svíþjóð	SEK	3,68	0,26
Sviss	CHF	1,39	0,18
Evrusvæði	EUR	42,37	3,30
Japan	JPY	3,45	-0,03

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Vaxtaþróun og lausafjárstaða

Vextir á millibankamarkaði með krónur hækkuðu í kjölfar hækkana stýrivaxta Seðlabankans en vaxtaróf er nú upphallandi og gefur til kynna væntingar um frekari vaxtahækkanir á næstu mánuðum. Mynd 4 sýnir þróun vaxta til einnar viku og þriggja mánaða á millibankamarkaði með krónur ásamt stýrivöxtum Seðlabankans. Tafla 2 sýnir veltu á millibankamörkuðum og í Kauphöllinni yfir sumarmánuðina ásamt sambærilegum tölum fyrir síðustu fimm ár. Lausafjárstaða fjármálastofnana var allrúm og í lok júlí í aðdraganda stórs greiðsludags ríkissjóðs á vaxtabótum og barnabótum lækkaði ávöxtun á millibankamarkaði um 1,5 prósentur í einn dag. Samkomulag varð milli Seðlabankans og ríkissjóðs um að helm-ingur skuldabréfs Seðlabankans sem er á gjalddaga í desember nk. yrði greiddur í byrjun ágúst. Lánasýsla ríkisins upplýsti markaðinn um þessa ákvörðun með

rúmlega viku fyrirvara. Skuldabréfið er leifar láns sem ríkissjóður tók í júní 2001 til að styrkja gjald-eyrisstöðu Seðlabankans en hluti af því var lagður fram sem eiginfjárframlag ríkissjóðs til Seðlabankans. Endurhverf viðskipti voru lifleg og var meðalstaða í júní, júlí og ágúst um 27 ma.kr. Meðalstaða útgefna innstæðubréfa var um 10 ma.kr. á sama tímabili. Mynd 5 sýnir stöðu endurhverfra viðskipta og innstæðubréfa frá áramótum. Áberandi er að til-tölulega lítil miðlun hárra fjárhæða fer fram á milli aðila á markaði sem sést m.a. af því að Seðlabankinn gefur út innstæðubréf sömu daga og hann miðlar lausafé til lánastofnana með endurhverfum viðskiptum.

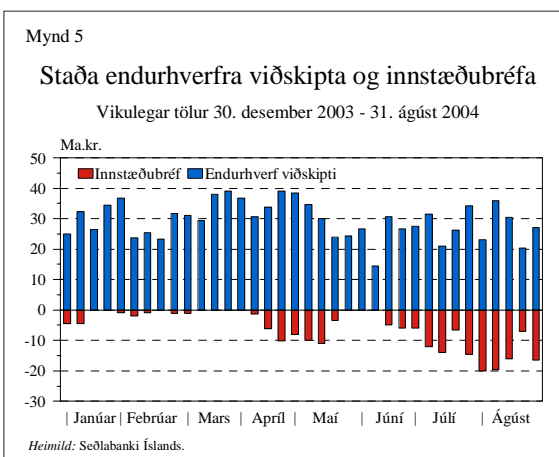
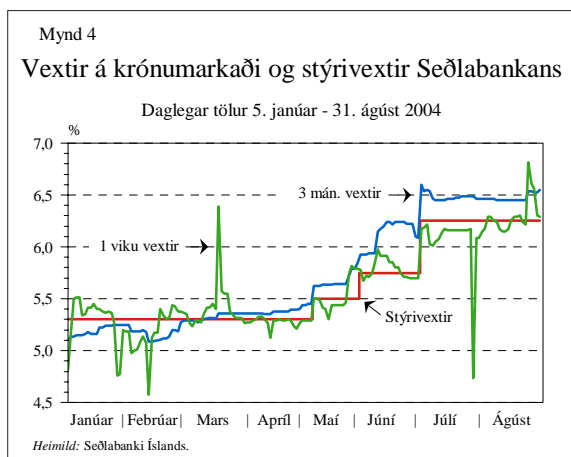
Breytingar hjá Íbúðalánasjóði ...

Í byrjun júlí urðu miklar breytingar hjá Íbúðalána-sjóði er útgáfa nýrra verðbréfa, íbúðabréfa, hófst og

Tafla 2 Samanburður viðskipta yfir sumarmánuðina júní - ágúst

Ma.kr.	2000	2001	2002	2003	2004
Millibankamarkaður með krónur	108	135	109	136	197
Gjaldeyrismarkaður	246	292	195	318	165
Markaður með gjaldeyrisskiptasamninga	0	0	39	32	41
Daglán (SÍ)	78	137	65	26	48
Innstæðubréf (SÍ)	0	0	0	0	144
Endurhverf viðskipti (SÍ)	205	392	512	414	365
Hlutabréf á Kauphöll Íslands	9	28	64	103	127
Skuldabréf á Kauphöll Íslands	52	136	191	246	365

Heimildir: Kauphöll Íslands og Seðlabanki Íslands.



boðið var upp á skipti á meginhluta af eldri útgáfum sjóðsins. Í það heila tekið tókst vel til með breytingarnar. Óheppilegt var þó að í heila viku stöðvuðust viðskipti með verðbréf sjóðsins. Þetta olli nokkrum vanda í bankakerfinu þegar ekki var hægt að veðsetja skuldabréf Íbúðalánasjóðs vegna fyrirgreiðslu hjá Seðlabankanum. Þar höfðu húsbref gegnt lykilhlutverki.

... og lokuð útboð

Íbúðalánasjóður efndi til lokaðs útboðs á íbúðabréfum 28. júlí og seldi bréf í flokki með lokagjalddaga 2044 fyrir 5 ma.kr. til erlendra fjárfesta. Meðalávöxtun í útboðinu var 3,91% eftir að tillit hafði verið tekið til þóknunar. Í framhaldinu var tilkynnt um að vextir á fasteignalánum Íbúðalánasjóðs yrðu 4,5% fyrst um sinn. Tilkynnt var um útboðið eftir að því var lokið. Annað lokað útboð fór fram hjá Íbúðalánasjóði 26. ágúst og voru þá seldir 2,5 ma.kr. af flokki með lokagjalddaga 2024 og 4,5 ma.kr. af flokki með lokagjalddaga 2044. Meðalvextir í útboðinu voru 3,77% með þóknun og lækkaði Íbúðalánasjóður kjör fasteignalána í kjölfarið í 4,35%.

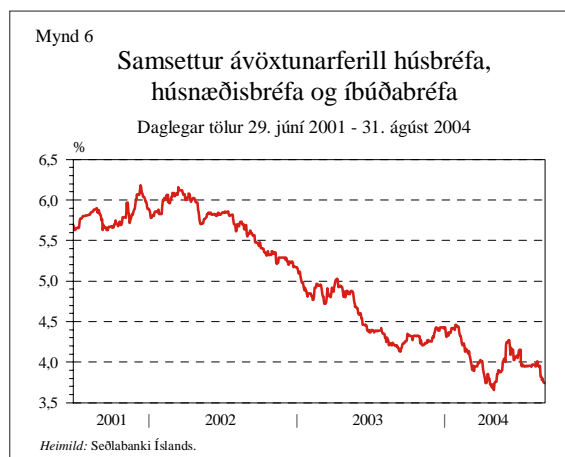
Bankar og sparissjóðir buðu íbúðalán

Hinn 23. ágúst tilkynnti KB banki að hann byði viðskiptavinum sem uppfylltu tiltekin skilyrði verðtryggð fasteignalán til 25 og 40 ára með föstum 4,4% vöxtum og uppgreiðsluálagi ef lán yrði greitt upp fyrir gjalddaga. Í kjölfarið tilkynntu Landsbanki Íslands og Íslandsbanki að þeir byðu viðskiptavinum áþekkt lán og síðar kom tilkynning frá Sparissjóði Reykjavíkur og nágrennis, Sparissjóði Hafnarfjarðar og öðrum sparissjóðum um sambærileg lánskjör. Ekki er skilyrði að lán sé veitt vegna kaupa á húsnæði, heimilt er að nýta það til endurfjármögnunar eldri lána en skilyrt er í öllum tilvikum að fasteignalán sé á 1. veðrétti. Að auki eru skilyrði um að lántakendur nýti sér tiltekna þætti í þjónustu lánaþyrftækjanna, svo sem að vera með launareikning í viðkomandi lánastofnun. Lán geta numið allt að 80% af markaðsverði á Reykjavíkursvæðinu og Akureyri en mismunandi eftir bönkum hvar annars staðar á landinu er boðið svo hátt veðhlutfall. Ekki er lánað meira en nemur 100% af brunabótamati. Frjálsi fjárfestingarbankinn fylgdi í kjölfarið og bauð áþekkt kjör. Nokkrir lífeyrissjóðir fylgdu einnig í kjölfarið og lækkuðu vexti sjóðfélagalána, ásamt því að bjóða ný

lán á svipuðum kjörum og bankarnir bjóða. Lífeyrissjóðir geta þó að hámarki lánað gegn veði sem er 65% af metnu markaðsverðmæti húsnæðis.

Vaxtaþróun skuldabréfa

Vextir langtímaverðbréfa hafa verið að lækka nokkuð stöðugt frá mars 2002 eins og sést á mynd 6, en ferillinn er samsettur úr ávöxtun húsbrefa með lokagjalddaga 2026, húsnæðisbréfa með lokagjalddaga 2020 og íbúðabréfa með lokagjalddaga 2024. Lágpunktur náðist í lok apríl á þessu ári en síðan hækkaði ávöxtun á ný og náði hámarki í júní en síðan hefur ávöxtunin lækkað og er óhætt að fullyrða að ávöxtun langtímaverðbréfa á Íslandi hafi ekki um langt skeið verið lægri en um þessar mundir. Mynd 6 er samsett úr lægstu ávöxtun húsbrefa, húsnæðisbréfa og íbúðabréfa til 25 eða 20 ára á árabili og lýsir allvel þeirri þróun sem orðið hefur.



Vaxtabreytingar hjá seðlabönkum í öðrum löndum og vaxtamunur

Seðlabanki Bandaríkjanna hækkaði stýrivexti sína í júní og ágúst um 0,25 prósentur í hvort skipti. Sama gerði Seðlabanki Englands. Seðlabanki Sviss hækkaði vexti í júní um 0,5 prósentur og Seðlabanki Nýja-Sjálands hækkaði vexti um 0,25 prósentur í júní og júlí. Tafla 3 sýnir stýrivexti nokkurra landa og breytingu frá áramótum. Með hækkunum eru seðlabankarnir að bregðast við aukinni þenslu og verðbólguhættu. Vaxtamunur við útlönd hefur hækkað úr 3,5% (ríkisvixlar) og 3,3% (millibankamarkaðir) frá miðjum maí 2004 í 4,2% (ríkisvixlar) og 3,9% (millibankamarkaðir) undir lok ágúst.

Tafla 3 Stýrivextir nokkurra seðlabanka

%	31. desember 2003	31. ágúst 2004
Seðlabanki Íslands	5,30	6,25
Seðlabanki Ástralíu	5,25	5,25
Seðlabanki Nýja-Sjálands	5,00	6,00
Seðlabanki Englands	3,75	4,75
Seðlabanki Noregs	2,25	1,75
Seðlabanki Svíþjóðar	2,75	2,00
Seðlabanki Kanada	2,75	2,00
Seðlabanki Bandaríkjanna	1,00	1,50
Seðlabanki Evrópu	2,00	2,00

Heimild: Seðlabanki Íslands.

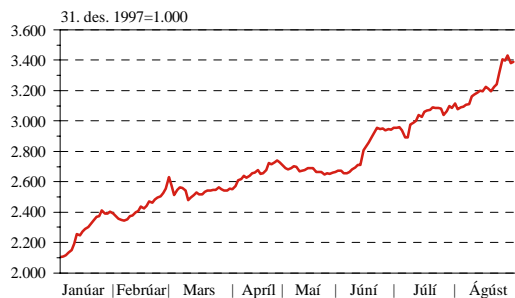
Hlutabréfaviðskipti

Verð hlutabréfa hefur haldið áfram að hækka í Kauphöll Íslands og hefur úrvalsvísitala Kauphallarinnar hækkað um tæplega 60% frá áramótum. Tiltölulega fá fyrirtæki hafa leitt þessa þróun og eru viðskiptabankarnir þrír þeirra á meðal. KB banki keypti um

Mynd 7

Úrvalsvísitala hlutabréfa í Kauphöll Íslands

Daglegar tölur 5. janúar - 31. ágúst 2004



Heimild: Kauphöll Íslands.

miðjan júní danska bankann FIH og fjármagnaði kaupin að hluta til með nýju hlutafé frá núverandi hluthöfum að andvirði rúmlega 39 ma.kr. Hlutaféð var allt selt í útboði og var það langstærsta hlutfjárútboð sem farið hefur fram hérlendis. Mynd 7 sýnir þróun úrvalsvísitölunnar frá áramótum.

Stöðugleiki fjármálakerfisins

Fjármálakerfið hefur töluverðan viðnámsþrótt til að mæta þjóðhagslegu ójafnvægi

Djóðhagslegt umhverfi og rekstrargrundvöllur fjármálafyrirtækja hefur eilítið breyst frá síðustu greiningu á stöðugleika fjármálakerfisins í mars sl. en heildarmyndin er sú sama. Niðurstaðan þá var sú að þjóðhagsleg skilyrði væru á heildina litið góð en helstu áhyggjuefni væru útlánaþensla, sem að mestu væri fjármögnuð erlendis frá, og hátt eignaverð. Sömu áhyggjuefni eru enn til staðar. Eignaverðið, þ.e. verð hlutabréfa og fasteigna, hefur haldið áfram að hækka frá síðustu greiningu og óvissan hefur aukist þó að veruleg verðlækkun sé ósennileg í bráð. Hafin er harðari samkeppni í íbúðalánnum til langs tíma með lækkun vaxta og rýmri veðsetningu fasteigna. Fyrirsjáanlegt var að þjóðhagslegt ójafnvægi myndi aukast samfara þeim miklu framkvæmdum sem hafnar eru og standa munu næstu ár. Af þeim sökum eykst sú áhætta sem fjármálakerfinu er búin. Ánægjulegt er að viðnámsþróttur fjármálafyrirtækja og -markaða hefur verið eflur samhlíða og verður hann að teljast töluverður til að mæta því sem í hönd fer.¹

Stöðugleiki fjármálakerfisins á næsta áratug mun ráðast mjög af því hve vel tekst að stýra þjóðarbúskapnum í gegnum hina miklu fjárfestingarhrinu sem framundan er. Mikilvægt er að hindra ofþenslu með tilheyrandi verðbólguuppsveiflu. Með því er dregið úr líkum þess að beita þurfi ströngu aðhaldi í peningamálum sem gæti veikt stöðir fjármálakerfisins. Að því leyti sem þjóðarskútan siglir nú inn í þetta mikla framkvæmdaskeið með heldur meiri verðbólgu, meiri viðskiptahalla og minni slaka en reiknað var með í síðustu úttekt á fjármálastöðugleika hefur áhættan aukist nokkuð.

Seðlabankinn hefur fyrir sitt leyti þegar brugðist við með hækkun vaxta í því skyni að tryggja verðlagsstöðugleika. Með aðhaldssamri stefnu í ríkisfjármálum má draga verulega úr hættu á fjármálalegum óstöðugleika á næstu árum. Verði peningastefnan

látin axla um of þá byrði að halda eftirspurn í skefjum meðan stórfamkvæmdir ganga yfir verður samkeppnisstaða útflutnings- og samkeppnisatvinnuvega lakari en ella og fjármagnskostnaður meiri. Langtímaáætlun í ríkisfjármálum til nokkurra ára, sem miðaði að því að halda útgjöldum ríkisins í skefjum næstu tvö árin, myndi styrkja forsendur fjármálakerfisins og efnahagslífsins í heild.

Auk þess framkvæmdaskeiðs sem framundan er ber að nefna tvennt sem öðru fremur gefur ástæðu til að staldra við frá sjónarhóli fjármálastöðugleika. Annað er hraður útlánavöxtur og vaxandi skuldir bæði heimila og fyrirtækja, hitt er hátt eignaverð. Alþjóðleg reynsla sýnir að þegar þetta tvennt fer saman er hætta á ferðum. Slíkt ástand getur varað lengi áður en neikvæðar afleiðingar koma í ljós og stundum verður aðlögunin það hægfara að ekki reynir alvarlega á stöðugleika fjármálakerfisins. Þótt efnahagsreikningur bæði heimila og fyrirtækja hafi á síðustu árum orðið berskjaldaðri fyrir sveiflum í

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 10. september 2004.

eignaverði og gengi gjaldmiðla, virðist staða þeirra vera sterk til fárra ára liðið. Fyrirhuguð rýmkun opinberra húsnæðislána gæti aukið skuldsetningu heimila og sama má segja um nýleg tilboð banka og sparisjóða um langtímalán á lægri vöxtum. Skuldaaukning fyrirtækja heldur áfram og nú að hluta til með skuldsettum hlutabréfakaupum en góð framlegð fyrirtækja eykur þol þeirra. Áhyggjuefnin varða fyrst og fremst getu heimila og fyrirtækja til að standa af sér meiri háttar afturkipp í þjódarbúskapnum, sem er þó ólíklegur á næstu árum. Söguleg reynsla sýnir hins vegar að gera verður ráð fyrir slíkum aðstæðum öðru hverju. Með slíkt langtímasjónarmið í huga er niðurstaðan að frá því að úttekt á þjóðhagslegum forsendum fjármálastöðugleika var gerð í mars sl. hafi þjóðhagslegar forsendur stöðugleika í fjármálakerfinu heldur veikst.

Staða fjármálafyrirtækja þótti tiltölulega traust í síðustu greiningu og það mat er óbreytt nú. Arðsemi banka og sparisjóða var á heildina litið með mestu ágætum á fyrstu sex mánuðum ársins og eiginfjárlutfall tiltölulega sterkt. Hagfelld verðþróun á innlendum verðbréfamörkuðum og stöðutaka ráða mestu um þessa afkomu. Útrás bankanna hefur breikkað tekjugrundvöll þeirra og áhættudreifingu en engu að síður er meirihluti hagnaðarins enn af innlendum toga.

Sókn íslenskra viðskiptabanka á erlendan vettvang hefur verið eindregin á síðustu árum og samkvæmt yfirlýsingum stjórnenda þeirra mun hún halda áfram á næstu misserum. Í ljósi þessa er áhugavert að hugleiða með hvaða hætti þessi þróun kallar á endurmat á starfsemi Seðlabankans. Alþjóðavæðing bankanna hefur leitt til margháttæðra breytinga í starfi bankans og aukinna samskipta við innlenda sem erlenda samstarfsaðila en ljóst er að margt er eftir í þeim efnium. Íslenska fjármálakerfið hefur hleypt heimdraganum, verður sífellt alþjóðlegra og er nú kvikara en áður var. Seðlabankinn lagar starfsemi sína að þessum aðstæðum á grundvelli laga sinna og er nánar fjallað um það í viðauka.

Mikil erlend fjármögnun bankanna hefur vakið athygli hjá innlendum og erlendum aðilum sem koma að greiningu íslenska fjármálakerfisins. Alþjóðleg lánshæfismatsfyrirtæki hafa jafnvel talið erlenda skuldsetningu þjóðarbúsins og skammtímaeðli hennar geta hamlað hærri lánshæfiseinkunn ríkissjóðs og þeirra banka sem metnir eru af þeim. Seðla-

bankinn hefur brýnt fyrir bönkunum að gæta vel að fjármögnun sinni og lánstrausti. Þær brýningar hafa skilað árangri. Miklu máli skipti þegar bankarnir hófu að lengja í gengisbundinni fjármögnun sinni síðla á liðnu ári og er nú rúmt ár liðið án þess að skammtímalántaka þeirra hafi aukist. Einnig er ánægjulegt að lánshæfiseinkunn bankanna hefur hækkað á síðustu tveimur árum. Seðlabankinn í samvinnu við Fjármálaeftirlitið (FME) efndu nú í sumar til viðræðna við sérfræðinga stærstu viðskiptabankanna um lausafjárstýringu gengisbundinna liða. Skipst var á skoðunum um bestu framkvæmd hennar og gagnsemi opinberrar birtingar á viðmiðum bankanna um áhættustýringu. Samkomulag náðist um þau meginatriði sem stuðla að bestu framkvæmd við lausafjárstýringu gengisbundinna liða. Atriðin er að finna í rammagrein 3. FME hefur einnig kynnt þau í umræðuskjali í aðdraganda þess að FME setji leiðbeinandi tilmæli þar að lútandi. Vonir standa til að niðurstaðan stuðli að aukinni varúð í lausafjárstýringu gengisbundinna liða.

Á innlendum verðbréfamörkuðum hafa orðið nokkrar breytingar á framkvæmd viðskipta og uppgjör og reynt hefur á skilvirkni markaðanna á síðustu sex mánuðum. Útgáfa íbúðabréfa í Euroclear-verðbréfaskráningarkerfinu eykur samkeppni og þar með aðhald með innlendum markaði. Kauphöllin í Helsinki hefur formlega bæst í Norex-kauphallarbandalagið sem styrkir samstarfið verulega. Útboð hlutafjár í KB banka hf. var hið stærsta sem fram hefur farið hér á landi og heppnaðist það vel og sýndi getu markaðarins til að annast stórt útboð og millifæra stórar fjárhæðir á milli aðila án hnökra. Framkvæmd við útgáfu íbúðabréfa og skipti eldri húsbréfa gengu á heildina litið greiðlega fyrir sig en skammur tími til að ákveða skipti, takmörkuð upplýsingagjöf og langur tími sem fór í að skrá nýju bréfin í verðbréfamiðstöð voru helstu annmarkarnir.

Reynsla er nú komin á reglur um starfsemi greiðslukerfa sem Seðlabankinn setti í október 2003. Að mati bankans hafa þessar reglur stuðlað að auknu réttaröryggi og gegnsæi að því er varðar starfsemi kerfanna. Seðlabankinn hefur frá miðju ári 2002 unnið að því í nánú samstarfi við lánastofnanir að ávallt verði fullnægjandi veðtryggingar fyrir heimildum þeirra í greiðslukerfum. Með þeim breytingum sem gerðar hafa verið á greiðslukerfum hér á landi á undanförunum árum telur bankinn að verulegur ár-

angur hafi náðst í að takmarka lagaáhættu, greiðslu-áhættu, lausafjárahættu og uppgjörsáhættu í greiðslu-kerfum. Að því er varðar næstu skref telur Seðla-
bankinn að nú sé bæði tækifæri og þörf á að huga vel að stjórnun rekstraráhættu í greiðslu-kerfunum.

Stöðugleiki fjármálakerfisins er tvíþættur. Annars vegar er sú áhætta sem kerfinu er búin og hins vegar er viðnámsþróttur þess. Áhætta verður ætíð til staðar þótt unnt sé að halda henni í skefjum að vissu marki. Að því marki sem ekki er unnt að forðast áhættu hlýtur verkefni þeirra sem stuðla vilja að fjármálastöðugleika að beinast að eflingu viðnáms-
þróttar, þ.e. stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi eins og segir í lögum um Seðlabanka Íslands. Fyrirsjáanlegt var að þjóðhagslegt ójafnvægi myndi aukast samfara þeim miklu framkvæmdum sem hafnar eru og standa munu næstu ár. Af þeim sökum eykst sú áhætta sem fjármálakerfinu er búin. Ánægju-
legt er að viðnámsþróttur fjármálafyrirtækja og –markaða hefur verið að eflast samhliða og verður að teljast góður.

Aðstæður og horfur í þjóðarbúskapnum og ytri skilyrði

Efnahagsbati í viðskiptalöndum heldur áfram en þó hægir á

Efnahagsþróunin í viðskiptalöndunum snertir stöðugleika fjármálakerfisins á Íslandi einkum með tvennum hætti. Í fyrsta lagi hafa efnahagsleg skilyrði í viðskiptalöndunum áhrif á viðskiptakjör þjóðar-
búsins og afkomu fyrirtækja, einkum útflutnings-
fyrirtækja. Í öðru lagi hefur hún áhrif á vexti sem fjármálafyrirtæki, viðskiptavinir þeirra og aðrir greiða til útlanda. Þá kann erlend efnahagsþróun að hafa áhrif á gengi krónunnar og þar með afkomu bæði fjármála-
stofnana og viðskiptavina þeirra.

Frá því að gerð var úttekt á þjóðhagslegum skil-
yrðum fjármálastöðugleika í mars sl. hefur batinn í heimsbúskapnum haldið áfram á öllum helstu markaðssvæðum. Atvinnuþróun í Bandaríkjunum á tímabilinu mars til maí þótti skjóta sterkari stöðum undir efnahagsbatann þar en áður. Bjartsýnin sem tölur um bata vöktu dofnaði þó nokkuð þegar í ljós kom að atvinnusköpunin í júní og einkum júlí hafði verið mun minni og nokkuð dró úr hagvexti á öðrum fjórðungi ársins. Flestir virðast þó þeirrar skoðunar

að lægðin muni ekki vara lengi og hefur hagvaxtarhlé þetta af flestum verið sett í samhengi við snarpa hækkingu olíuverðs undanfarna mánuði, sem telja má líklegt að muni ganga að einhverju leyti til baka á næstu misserum.

Ferli vaxtahækkana hafið í Bandaríkjunum og víðar – tíðindalítið á gjaldeyrismörkuðum

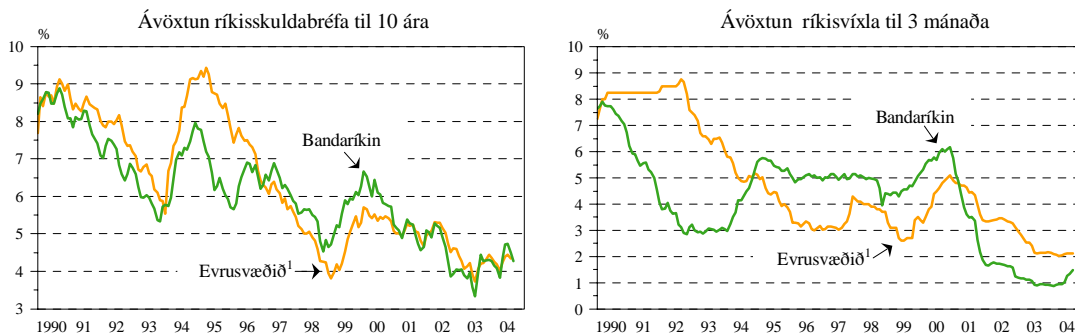
Þessa þróun má t.d. sjá í þeirri ákvörðun bandaríska seðlabankans að hækka stýrivexti um 0,25 prósentur í ágúst. Var það í annað skipti á árinu sem bankinn hækkaði vexti. Áður hafði hann hækkað vexti um 0,25 prósentur í júní. Eftir sem áður eru stýrivextir í Bandaríkjunum afar lágir, aðeins 1,5%. Englands-
banki hefur einnig hækkað vexti umtalsvert frá því að síðasta stöðugleikaskýrsla var gefin út, eða um 0,75 prósentur. Stýrivextir Englandsbanka eru nú 4,75%, en bankinn hóf að hækka vexti fyrr en flestir aðrir helstu seðlabankar heims. Frá sl. hausti hefur hann hækkað vexti um samtals 1,25 prósentur í fimm skrefum. Seðlabanki Evrópu heldur enn að sér höndum og hefur um langt skeið haldið stýrivöxtum sínum í 2%, enda fer efnahagsbatinn í Evrópu hægt af stað. Vaxtaþróunin á evrusvæðinu skiptir mestu máli fyrir fjármálafyrirtæki á Íslandi, enda eru tveir þriðju hlutar skulda íslenska þjóðarbúsins í evrum.²

Vaxtahækkunir bandaríska seðlabankans komu ekki sérlega á óvart og ættu því ekki að hafa áhrif á fyrra mat á ytri skilyrðum fjárhagslegs stöðugleika. Vextir bandarískra ríkisskuldabréfa til tíu ára hafa heldur lækkað að undanfögnu, eftir hækkingu frá miðbiki sl. árs, og eru um þessar mundir heldur lægri en fyrir ári og aðeins lítillega hærrí en þegar síðasta úttekt var gerð. Munur á vöxtum skuldabréfa til skamms og langs tíma hefur minnkað töluvert, því á sama tíma og vextir til 10 ára hafa lækkað hafa vextir til skemmri tíma hækkað. T.d. var munur á vöxtum bandarískra ríkisskuldabréfa til tíu og tveggja ára jafnan á bilinu 2,2-2,4 prósentur fyrstu þrjú mánuði ársins, en að undanfögnu hefur bilið minnkað í tæplega 1,8 prósentur. Hækkun vaxta til tveggja ára endurspeglar meðal annars væntingar um nokkru hraðari hækkingu skammtímavaxta á næstu tveimur árum en áður var talið. Á evrusvæðinu hafa langtímavextir að undanfögnu einnig verið svipaðir og vikurnar fyrir birtingu síðustu greiningar í *Peningamálum* 2004/1.

2. Sjá rammagrein 1 í *Peningamálum* 2004/2, bls. 6-7.

Mynd 1

Erlend vaxtaþróun 1990-2004 (mánaðarleg meðaltöl)



1. Evrusvæði frá janúar 1994 (langtímaevextir) og nóvember 1997 (skammtímaevextir) en tölur fyrir Þýskaland áður. Heimildir: EcoWin, Eurostat.

Eins og ítarlega var fjallað um í *Peningamálum* 2004/2 (sjá rammagrein 1) gerir hátt hlutfall skulda á breytilegum vöxtum eða til skamms tíma þjóðarbúskapinn afar næman fyrir erlendum vaxtabreytingum, ekki síst fyrirtæki og fjármálastofnanir. Láns-tíminn hefur þó heldur lengst að undanförmu. Eins og fram hefur komið (sjá umfjöllun um fjármálaleg skilyrði á bls. 19-22) hafa erlend fjármálaleg skilyrði í raun lítið breyst enn sem komið er. Enn sem komið er hefur því ekki reynt á hve berskjaldaður þjóðarbúskapurinn er gagnvart sveiflum í vöxtum.

Skuldir þjóðarbúsins jukust verulega á fyrri helmingi ársins

Útrás íslenskra fyrirtækja, ekki síst fjármálafyrirtækja hefur leitt til þess að eignir og skuldir þjóðarbúsins hafa aukist verulega, skuldir þó umtalsvert meira. Hrein erlend staða þjóðarbúsins versnaði á fyrstu sex mánuðum ársins og mátti rekja það að mestu leyti til aukinnar erlendra skuldsetningar bankakerfisins. Hrein skuldastaða³ þjóðarbúsins fór úr um 100% í lok árs 2003 í um 107% af VLF í lok annars ársfjórðungs.⁴ Verg erlend skuldastaða⁵ sem hlutfall af landsframleiðslu var orðin um 157% í lok júní sl. eða um 1.370 ma.kr.⁶ Matsfyrirtækin sem meta láns hæfi ríkissjóðs hafa öll á síðustu misserum lýst yfir áhyggjum af þessari þróun og hafa sum hver

jafnvel talið að verulega verri skuldastaða hamli hærri láns hæfiseinkunn ríkissjóðs eða gæti jafnvel lækkað hana.

Skuldastaðan kann að vera nokkuð næm fyrir sveiflum í gengi gjaldmiðla. Sveiflur gengis helstu gjaldmiðla heims hafa þó ekki orðið miklar frá því í mars sl. Gengi evru gagnvart Bandaríkjadal hefur haldist vel undir hámarki sem náðist snemma árs, en lengst af verið á bilinu 1,19 til 1,23. Á sama tíma hefur jenið heldur veikst gagnvart Bandaríkjadal.

Hátt olíuverð hefur umtalsverð áhrif á ýmsar atvinnugreinar

Verðlag sjávarafurða hefur lítillaga styrkst frá marsmánuði, en er enn nokkru lægra en fyrir ári. Álverð hefur haldist allhátt, eftir tímabil hækkunar sem hófst vorið 2003. Breytingar sem hafa orðið á útflutningsverði hafa lítil áhrif á mat á þjóðhagslegum forsendum fjármálastöðugleika. Innflutningsverð hefur á hinn bóginn hækkað verulega frá því að síðasta úttekt á fjármálastöðugleika var gerð, einkum, hráefna-, olíu- og bensínverð. Fyrstu þrjú mánuði ársins kostaði olía á heimsmarkaði u.þ.b. 32 dali fatið að meðaltali, en undanfarna þrjú mánuði hefur verðið legið í 40 dölum fatið og fór tímabundið yfir 44 dali (sjá nánar rammagrein 3 í greininni um þróun og horfur í efnahags- og peningamálum, hér að framan). Hækkandi olíuverð getur haft umtalsverð áhrif á ýmsar atvinnugreinar, ekki síst sjávarútveginn.

Meiri viðskiptahalli en reiknað var með í síðustu úttekt eykur hættu á óstöðugleika síðar

Þegar síðasta úttekt var gerð á stöðugleika fjármála-

3. Hrein skuldastaða (skuldir að frádrögnum eignum) án áhættufjármagns (bein fjárfesting og hlutfé).

4. Bráðabirgðatölur.

5. Án áhættufjármagns.

6. Bráðabirgðatölur.

kerfisins lágu ekki fyrir tölur um hagvöxt á öllu sl. ári og engar um hagvöxt á yfirstandandi ári. Skemmst er frá því að segja að hagvöxtur á sl. ári reyndist meiri en reiknað var með í mars, eða 4,3% í stað 2¼%, eins og reiknað var með í spá sem þá var birt. Tölur um hagvöxt á fyrri helmingi þessa árs benda ekki til að slaknað hafi á hagvextinum það sem af er ári, eins og fjallað er um í kaflanum um þróun og horfur í efnahags- og peningamálum hér að framan. Fjármunamyndun hefur aukist hratt eins og við var búist og vöxtur einkaneyslu hefur verið örari en ársvöxtur hennar í þeim þjóðhagsspám sem birtar hafa verið.

Í takt við mikinn vöxt innlendar eftirspurnar hefur viðskiptahallinn aukist hraðar en reiknað var með í spám sem birtar voru í *Peningamálum* 2003/4 og 2004/1. Í júníbyrjun spáði bankinn viðskiptahalla á þessu ári er næmi 8¼% af landsframleiðslu, samanborið við 7½% halla í spánni sem birtist í mars, en í sama hefti birtist síðasta úttekt á fjármálastöðugleika.

Frá sjónarhóli fjármálastöðugleika skiptir þó ekki síður máli að í síðustu spá bankans var gert ráð fyrir mun meiri halla árin 2005 og 2006, eða á þeim tíma sem framkvæmdir við virkjanir og álver verða í hámarki. Jafnframt skýrist minni hluti hallans, en áður var gert ráð fyrir, af fjárfestingu í virkjunum og stóriðju, eða einungis þriðjungur. Þótt reiknað sé með að fjármögnun viðskiptahallans verði tiltölulega greidd næstu tvö árin eykur þessi staða hættu á vandamálum síðar. Í því sambengi er rétt að minna á að við greiningu á stöðu fjármálakerfisins er nauðsynlegt að horfa lengra fram í tímann en gert er að öllu jöfnu þegar teknar eru ákvarðanir í peningamálum. Meira ójafnvægi í ytri jöfnuði þjóðarbúskaparins er því óhagstætt frá sjónarhóli fjármálalegs stöðugleika, jafnvel þótt ólíklegt sé að neikvæðra afleiðinga þess gæti næstu árin.

Verðbólga jókst í sumarbyrjun

Í *Peningamálum* 2004/1 var greint frá lágrri verðbólgu og útlitið í verðlagmálum talið gott, en á það bent að gengisþróun gæti ráðið miklu um framhaldið. Í maí og júní jókst verðbólga verulega og var nálægt efri þolmörkum í júní. Með hliðsjón af spá bankans frá því í júní ætti þessi uppsveifla verðbólgu, sem kom nokkru fyrir en spáð var, að hjaðna þegar líður á næsta ár. Sem fyrir hvílir spáin á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist sterkt. Hækkun orkuverðs á alþjóðlegum markaði á nokkurn þátt í aukinni verðbólgu að

undanförnu og má gera sér vonir um að þau áhrif muni ganga til baka innan spátímabilsins. Til lengri tíma litið hefur þróunin á húsnæðismarkaði einnig veruleg áhrif. Vegna þeirra miklu framkvæmda sem eru framundan er nauðsynlegt að horfa lengra fram á veginn en venja er. Hættan á aukinni verðbólgu vex er líður á framkvæmdatímabilið og aðgerðir bankans í peningamálum munu óhjákvæmilega þurfa að taka mið af henni. Nokkuð eykur á hættuna að þjóðarbúskapurinn skuli nú vera að fara inn í þetta mikla framkvæmdaskeið með minni slaka og meiri verðbólgu en áður var reiknað með.

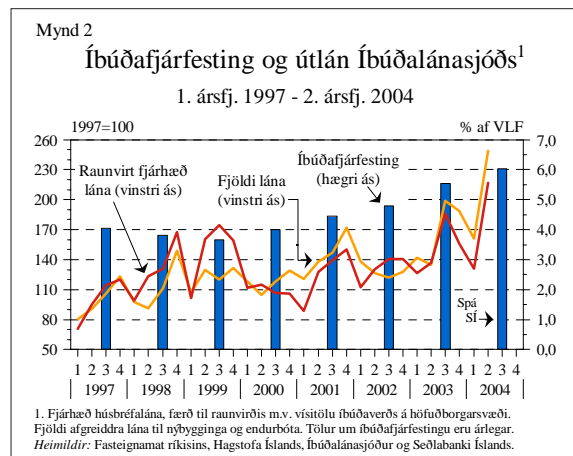
Eins og oft hefur verið nefnt á þessum vettvangi getur mikil og óvænt verðbólga haft afar slæm áhrif á fjárhagslega stöðu heimila landsins sökum útbreiddrar verðtryggingar, einkum ef hún fer saman við lækkandi gengi og almennan samdrátt í þjóðarbúskapnum. Takist að beita peningastefnunni til þess að halda verðbólgu í skefjum á meðan góður þróttur er í efnahagslífinu minnka líkur á slíkri atburðarás.

Íbúðaverð enn á uppleið en framboð hefur aukist á móti og kann að hamla gegn verðhækkunum á næstunni

Undanfari margra ef ekki flestra fjármálakreppna sem skekið hafa þjóðir heims hefur verið mikil hækkun eignaverðs ásamt örum vexti útlána.⁷ Í ljósi þess að hvort tveggja hefur einkennt efnahagsþróunina á Íslandi undanfarin ár er rík ástæða til að fylgjast náið með þróun eignaverðs. Þetta á sérstaklega við um verðþróun fasteigna en einnig hlutabréfa. Hvort tveggja hefur verið á hraðri uppleið undanfarið ár. Þegar síðasta úttekt á þjóðhagslegum forsendum fjármálastöðugleika var gerð í mars virtist þó sem uppsveifla íbúðaverðs hefði stöðvast eða a.m.k. dregið verulega úr henni. Minni hækkun húsnæðisverðs var talin jákvæð fyrir stöðugleika fjármálakerfisins til lengri tíma litið. Hins vegar var á það bent að óvissa á vinnumarkaði vegna lausra kjarasamninga og fyrirhugaðar breytingar á íbúðalánakerfinu kynnu að hafa dregið tímabundið úr eftirspurn. Líklega hefur það verið rétt ályktun, því að á svipuðum tíma og kjarasamningar náðust tók húsnæðisverð að hækka hraðar en það hafði gert nokkru áður. Ekki verður fullyrt að

7. Sjá t.d. Borio, Claudio, og Philip Lowe, Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus, *BIS Working Papers* nr. 114, júlí 2002.

dregið hafi úr vextinum í sumar þótt lítilliga hafi dregið úr ársþækkun íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu. Fjárfesting í íbúðarhúsnæði jókst mjög í fyrra og eru horfur á að vöxturinn verði ekki minni í ár. Sumir fasteignasalar telja að mikið framboð íbúðarhúsnæðis sé farið að hamla gegn verðhækkunum á höfuðborgarsvæðinu ef frá eru talin einstök svæði nálægt miðborg Reykjavíkur.



Útlánavöxturinn hefur heldur hjadnað en er enn of mikill

Mikill útlánavöxtur sem fylgt hefur hækkun eignaverðs undanfarin ár – enda um nátengd fyrirbæri að ræða – hefur valdið Seðlabankanum nokkrum áhyggjum. Eftir að síðasta skýrsla var gefin út bárust gögn er sýndu enn meiri vöxt útlána en fyrr og virðist sem ársvöxtur innlendra útlána innlánsstofnana hafi náð hámarki í mars og apríl við u.þ.b. 24%. Þótt vöxturinn hafi lítilliga hjadnað síðan þá er hann þó enn mun meiri en til lengdar fær samrýmst stöðugleika í peningamálum eða fjármálakerfisins. Fjallað er nánar um skuldir heimila og fyrirtækja hér á eftir.

Gengi hlutabréfa hefur hækkað verulega frá síðustu úttekt

Í Peningamálum 2004/1 var frá því greint að verð hlutabréfa hefði hækkað mikið á skömmum tíma, en á það bent að verðið væri eigi að síður mun lægra en á árunum 2000-2001, ef miðað er við algenga mælikvarða á verð hlutabréfa. Þeir bentu þó til að verð hlutabréfa einstakra fyrirtækja væri orðið afar hátt. Ennfremur var talið veikleikamerki að fáir innbyrðis tengdir aðilar stæðu að því er virtist á bak við aukna

eftirspurn en stofnanafjárfestar héldu að sér höndum. Þá höfðu hlutabréfakaup með skuldsetningu átt þátt í að knýja verð einstakra fyrirtækja upp. Þetta var talið auka hættu á keðjuverkandi lækkun síðar, reyndist einhverjum kaupendum erfitt að standa við skuldbindingar sínar. Því væri ástæða til sérstakrar varúðar við kaup á hlutabréfum. Frá því í mars hefur gengi hlutabréfa sem skráð eru í Kauphöll Íslands hækkað enn frekar, eða um rúmlega 40% frá miðjum marsmánuði til miðs september. Því er ástæða til að skoða verð hlutabréfa með enn gagnrýnni huga en fyrr.

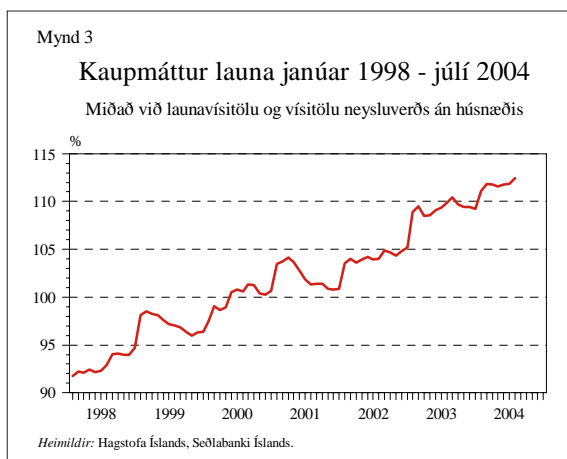
Vaxtahækkunarferlið er hafð

Frá útgáfu síðustu stöðugleikaskýrslu hefur Seðlabankinn þrívaxta hækkað stýrivexti, samtals um 0,95 prósentur í 6,25%. Eins og fram hefur komið hér að framan hafa fjármálaleg skilyrði fyrirtækja líklega þrengst nokkuð af þeim sökum, en lækkun á vöxtum íbúðalána með nýju íbúðalánakerfi vegur sennilega þyngra þegar meta skal fjármálaleg skilyrði heimila. Ávöxtunarkrafa húsbrefa hefur reyndar hnikast upp á við eftir síðustu vaxtahækkun, en hverfandi lítill velta er með þennan skuldabréfaflokk eftir breytingarnar. Þróunin á eftirmarkaði með húsbref ætti að auki ekki að hafa áhrif á efnahag heimilanna nema í gegnum skuldabréfaeign þeirra. Þótt nokkuð hafi þrengt að fjármálalegum skilyrðum fyrirtækja með vaxtahækkunum erlendis og hér heima og styrkingu gengis krónunnar er ljóst að ekki hafa orðið miklar breytingar á fjármálalegum skilyrðum í heild enn sem komið er.

Heimilin

Í síðustu tveimur úttektum á fjármálastöðugleika hefur staða heimilanna verið talin tiltölulega traust til skamms tíma litið, en miklar og ört vaxandi skuldir á sama tíma og íbúðaverð hefur verið í sögulegu hámarki taldar hættumerki til lengri tíma litið. Ástæða þess að staða heimilanna hefur verið talin nokkuð traust til skamms tíma litið er að litlar líkur virðast á tekjubresti meðan tímabil mikilla framkvæmda gengur yfir á næstu þremur árum. Líkur á bakslagi gætu hins vegar aukist að því loknu. Ekki hafa heldur verið merki um veruleg vanskil einstaklinga í bankakerfinu er bent gætu til erfðrar stöðu, þótt fjöldi árangurslausra fjárnáma geti gefið vísendingu um hið gagnstæða, eins og fjallað verður nánar um síðar.

Fátt bendir til annars en að fyrri greining á stöðu heimilanna eigi í meginatriðum enn við rök að styðjast. Kaupmáttur launa heldur áfram að aukast frá fyrra ári þótt verðbólguuppsveiflan undanfarna mánuði hafi höggvið nokkurt skarð í hann. Atvinnuhorfur verður að telja almennt góðar, þótt atvinnuleysi hafi reyndar þokast upp á við að teknu tilliti til árstíma. Skammtímavextir hafa hækkað nokkuð í takt við stýrivexti Seðlabankans, en á móti koma ódýrari íbúðalán en áður voru í boði. Skammtímastaðan virðist því nokkuð traust. Sem fyrr er það hins vegar samspil vaxandi skulda, sem enn sér ekki fyrir endann á, og hás íbúðaverðs sem er megináhyggjuefnið.



Skuldir einstaklinga jukust hratt í fyrra en heldur hefur hægt á vextinum í ár

Eftir samfellda skuldaaukningu í hartnær aldarfjórðung jukust skuldir íslenskra heimila með mesta móti á árinu 2003, eða um rúm 15%. Áætlað er að í árslok hafi þær numið u.þ.b. 180% af ráðstöfunartekjum og 96% af landsframleiðslu. Framangreind skuldahlutföll eru reiknuð miðað við endurbætta lánaflökkun, sem olli nokkurri lækkun frá fyrri áætlunum, en breyting milli ára er reiknuð með því að draga frá áætluð áhrif þess að flokkun útlána var breytt í september árið 2003.⁸ Það sem af er ári hefur skuldaaukningin haldið áfram, en þó heldur hægar en í fyrra. Frá áramótum til júníloka jukust skuldir einstaklinga um 5%. Virðist vöxtur skulda einstaklinga

8. Með breytingunni fluttust 93 ma.kr. skuldir af heimilunum yfir á fyrirtæki og hið opinbera.

undanfarna mánuði að mestu leyti bundinn við íbúðalán, sem bera tiltölulega hóflega vexti miðað við annað lánsfé og endurgreiðast á löngum tíma.

Nýlega hófu innlánsstofnanir og a.m.k. einhverjir lífeyrissjóðir að bjóða íbúðalán á sambærilegum kjörum og Íbúðalánasjóður. Ólíkt lánum Íbúðalánasjóðs eru kaup á húsnæði ekki forsenda lánveitingar. Líklegt er að þessi nýja samkeppni hraði uppgreiðslum eldri íbúðalána sem bera hærri vexti, t.d. húsbrefalána og lífeyrissjóðslána.⁹ Jafnframt mun hún auðvelda einstaklingum að fjármagna neyslu með því að lækka eigið fé sem bundið er í húsnæði. Ekkert er því til fyrirstöðu að tekin séu hærri lán en þau sem greidd eru upp ef veðrymi er fyrir hendi, og ef lánstími er lengdur um leið og vextir lækka er hugsanlegt að einstaklingar geti útvegað fé til einkaneyslu án þess að auka greiðslubyrði sína til skamms tíma. Töluverðan vaxtamun þarf þó í mörgum tilvikum til að lántökukostnaður vegi ekki upp sparnaðinn. Ef að líkum lætur mun þessi nýjung ýta undir frekari skuldasöfnun heimila. Einnig má vænta þess að ef vaxtastig er lægra til lengri tíma litið muni það draga úr eignamyndun lífeyrissjóða.

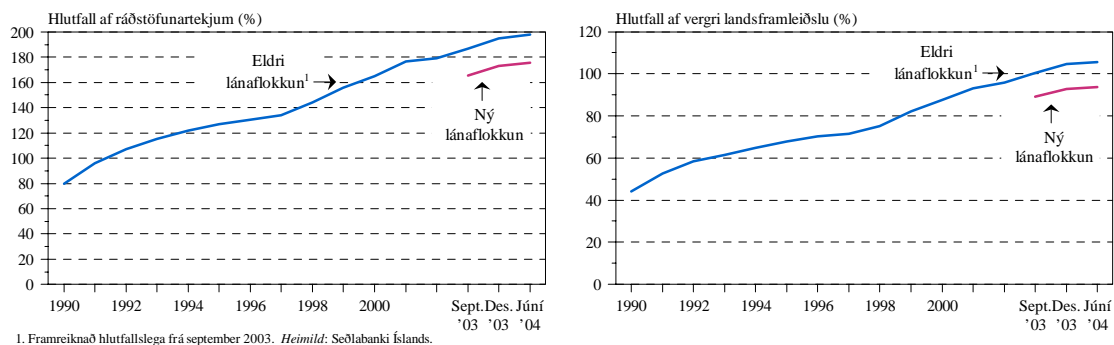
Eru miklar skuldir heimilanna hættumerki?

Enn eitt sögulegt hámark skulda heimilanna gefur til efni til að fara á ný yfir aðferðir og gögn um skuldir og eignir heimila sem stuðst er við þegar lagt er mat á þjóðhagslegar forsendur fjármálastöðugleika. Viðfangsefni greiningar á þjóðhagslegum forsendum fjármálastöðugleika snýst yfirleitt ekki um að spá fyrir um vandamál eða kreppuástand í nálægri framtíð heldur greina aðstæður sem við sérstök skilyrði gætu valdið fjármálakerfinu skakkaföllum. Vandinn við slíka greiningu felst ekki síst í því að ójafnvægi getur magnast á löngum tíma og valdið því að fjármálakerfið verður berskjaldaðra en ella án þess að alvarleg eftirköst komi fram fyrir en einhver áföll dynja yfir löngu seinna. Slík hægfara mögnun getur staðið árum eða jafnvel áratugum saman, stundum sem hluti af alþjóðlegu ferli, áður en afleiðinganna verður vart í fjármálalegum óstöðugleika. Stofnanir sem ber að hafa eftirlit með stöðugleika fjármálakerfisins standa frammi fyrir þeim vanda að erfitt er að meta það hvenær berskjöldun einstakra geira fjár-

9. Í sumum tilfellum hafa vextir eldri íbúðalána einnig verið lækkaðir.

Mynd 4

Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum eða vergri landsframleiðslu 1990-2004

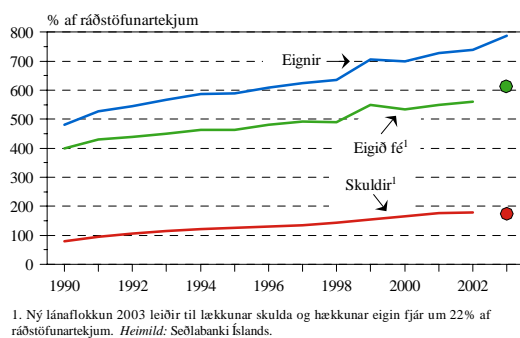


málakerfisins eða þjóðarbúsins alls verður að raunverulegu en ekki aðeins hugsanlegu vandamáli. Viðvaranir sem endurteknar eru með reglulegu millibili árum saman án þess að nokkuð markvert gerist kunna að glata trúverðugleika sínum. Þar með er þó ekki sagt að þær hafi verið rangar. Þær kunna jafnvel að eiga nokkurn þátt í því að afstýra vandanum. Þetta er hollt að hafa í huga þegar fjallað er um vaxandi skuldir íslenskra heimila og lagt mat á hugsanlegar afleiðingar þeirra fyrir heilbrigði fjármálakerfisins er fram líða stundir.

Hlutfall skulda af ráðstöfunartekjum er notað sem mælikvarði á viðkvæmni efnahags einstaklinga fyrir áföllum vegna þess að það gefur vísbendingu um hve stórum hluta tekna sem þeir hafa til ráðstöfunar á hverjum tíma þarf að verja til greiðslu vaxta og afborgana síðar. Eftir því sem hlutfall óumflýjanlegra – til skamms tíma litið – skuldbindinga er hærra miðað við tekjur aukast líkur á að einstaklingar geti lent í erfiðleikum við að standa við skuldbindingar sínar, t.d. þegar tekjur dragast saman. Hlutfallsleg greiðslubyrði fjárskuldbindinga einstaklinga ræðst þó ekki aðeins af skuldastofni, heldur einnig af vöxtum, verðtryggingu, líftíma lána og öðrum skuldbindingum sem ekki verða auðveldlega umflúnar. Hér á landi er þó meginhluti fjárskuldbindinga einstaklinga vegna eigin húsnæðis. Þegar lagt er mat á greiðslubyrði til lengri tíma þarf einnig að skoða hversu öruggar eða sveiflukenndar tekjur einstaklinga eru. Þá kemur til álita hversu auðveldlega einstaklingar geta breytt skilmálum skuldbindinga sinna á hverjum tíma, t.d. með því að lengja endurgreiðslutímann eða velta áfram skammtímalánum.

Mynd 5

Eignir, skuldir og eigið fé heimila 1990-2003



Frekar en að líta á hlutfall skuldastofns á móti tekjum er auðvitað einnig hægt að afla upplýsinga um greiðslubyrðina beint. Þær upplýsingar liggja þó ekki fyrir nema að hluta. Því verður að beita grófum áætlunum sem hvort sem er byggja á stærð og samsetningu skuldastofns. Um þær áætlanir er fjallað nánar hér á eftir, en fyrst er vikið nánar að skuldahlutföllum. Loks er rétt að hafa í huga að dreifing skulda skiptir máli ekki síður en heildarskuldbyrðin. Sama skuldbyrði getur því verið misáhættusöm, eftir því á hve margar herðar hún fellur.

Upplýsingar um greiðslubyrði eru brotakenndar en hún virðist afar há

Eins og getið var um hér að framan má einnig meta skuldaáhættu heimilanna á grundvelli upplýsinga sem aflað hefur verið um greiðslubyrðina beint. Gögn um hana eru strjál héraðs og talsverður vandi

Rammagrein 1 Skuldir heimilanna í alþjóðlegum samanburði

Skuldir íslenskra heimila eru háar en ekki hæstar í alþjóðlegum samanburði

Eins og fram hefur komið veitir stofn skuldar ófullkomnar upplýsingar um hversu mikla byrði hann leggur eða gæti hugsanlega lagt á framtíðartekjur einstaklinga. Hlutfall sem er hátt í sögulegum eða alþjóðlegum samanburði gæti þó verið hættumerki. Um aldarfjórðungs skuldasöfnun íslenskra heimila verður ekki fjölyrt frekar að þessu sinni, en sjónum beint að stöðu íslenskra heimila í samanburði við önnur lönd. Slíkur samanburður er þó ekki síður vandmeðfarinn. Staða Íslands í samfélagi þjóðanna gefur ekkert endanlegt svar við spurningunni um hvort hætta stafi af mikilli skuldsetningu einstaklinga. Aðrar þjóðir hafa einnig gengið í gegnum tímabil skuldasöfnunar á undanförunum árum. Þjóðarbúskapur þeirra kann því einnig að hafa orðið berskjaldaðri en áður.

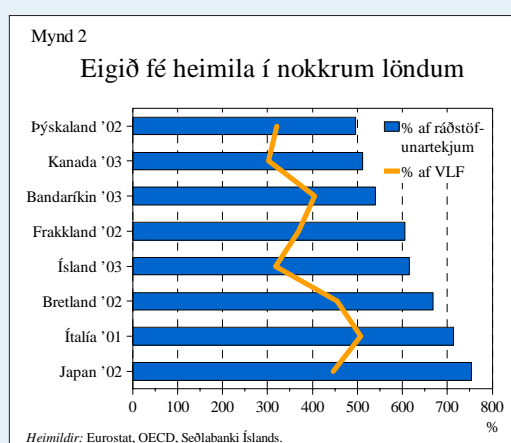
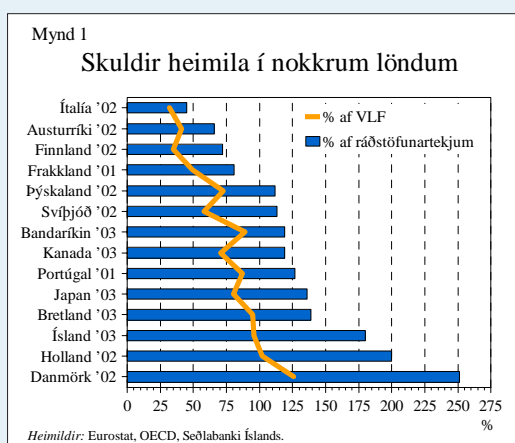
Stærð opinbera geirans, íbúðaeign, lífeyrissjóðir og aldur þjóðar skýra hátt skuldahlutfall að nokkru leyti

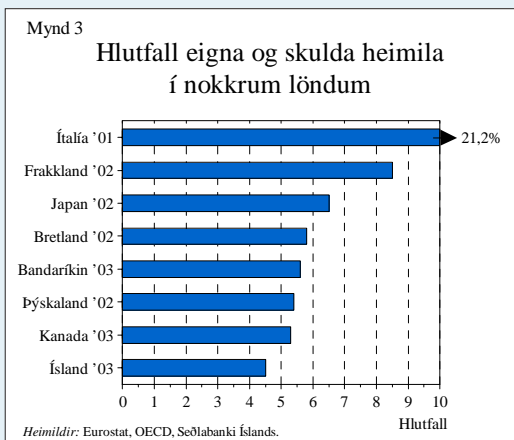
Skuldir íslenskra heimila eru með því hæsta sem gerist í samanburðarlöndum, hvort heldur sem miðað er við ráðstöfunartekjur eða landsframleiðslu. Á mynd 1 eru sýnd skuldahlutföll heimila í nokkrum löndum. Ísland er þriðja hæst í þessum hópi, á báða mælikvarða, en minni munur er á skuldum Íslendinga og næstu þjóða fyrir neðan ef miðað er við landsframleiðslu. Ýmsar skýringar á háum skuldum íslenskra heimila miðað við ráðstöfunartekjur koma til greina. Í löndum þar sem

opinberi geirinn er stór eru ráðstöfunartekjur minni sem nemur hærri tekjusköttum. Eðlilegt er að hlutfall skulda á móti ráðstöfunartekjum sé herra á Íslandi en t.d. í Japan eða Bandaríkjunum. Hlutfall skulda af landsframleiðslu er hins vegar óháð sköttum.

Önnur skýring á miklum skuldum heimila á Íslandi er hve hátt hlutfall húsnæðis er í eigu íbúa. Hér á landi er liðlega 80% húsnæðis í eigu íbúa samanborið við t.d. tæplega 70% í Bretlandi, 55% í Frakklandi og liðlega 40% í Þýskalandi, en þar er einmitt hvað lægst hlutfall húsnæðis í eigu íbúa í hinum vestræna heimi. Fjölskyldur sem búa í leiguhúsnæði borga húsaleigu í stað vaxta og afborgana af íbúðalánnum. Fjárhagslegar skuldbindingar þeirra eru ekki endilega minni og e.t.v. litlu auðveldara að komast undan þeim, t.d. með því að minnka við sig húsnæði, en skuldbindingum íbúðar-eigenda.

Ef mikil íbúðaeign skýrir hátt hlutfall skulda felur það í sér að heimilin eiga að öllum líkindum töluverðar eignir á móti skuldunum. Ef eignirnar eru seljanlegar og verðmætari en skuldirnar leiða tímabundnir greiðsluferðleikar síður til vanda í fjármálakerfinu. Gróft mat á eigin fé heimila í hlutfalli við ráðstöfunartekjur eða landsframleiðslu í nokkrum ríkjum má sjá á mynd 2 og hlutfall eigna og skulda á mynd 3. Þar lendir Ísland neðar en ýmsar stórþjóðir sem heimildir eru auðfengnar um, en stendur sumum þeirra þó ekki langt að baki.





Í tölum um skuldir hér á landi og þó einkum um eignir heimilanna er ýmislegt aðeins lauslega áætlað. Með þeim fyrirvara er hlutfall eigin fjár af landsframleiðslu ekki úr takti við það sem gerist meðal helstu efnahagsveldanna. Þar munar verulega um íslensku lífeyrissjóðina, en inneignir hjá lífeyrissjóðum og tryggingafélögum eru taldar með eigin fé í tölum af þessu tagi. Hér ber þó að hafa í huga að andvirði lífeyriseignar verður ekki notað til uppgreiðslu skulda ein-

staklings í vanskilum. Hins vegar felur lífeyriseign í sér tryggingu fyrir framtíðartekjustreymi og dregur úr þörf fyrir eigið fé í formi skuldlítis húsnæðis í lok starfsævinnar. Einstaklingar með góð lífeyrisréttindi geta því leyft sér meiri skuldsetningu þegar dregur að lokum starfsævinnar en ella. Þetta kann að skýra hvers vegna hollensk, dönsk og íslensk heimili eru meðal þeirra skuldsettustu. Þessi lönd búa öll við öflug lífeyrisherfi.

Þriðja skýringin á skuldum íslenskra heimila er að Íslendingar eru að meðaltali yngri en samanburðarþjóðirnar og má telja víst að það dragi niður hlutfall eigin fjár af landsframleiðslu og hækki skuldir.

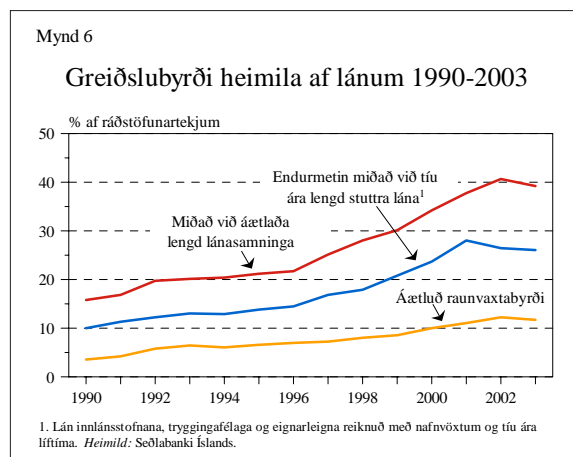
Loks er þess að geta að samkvæmt þeirri skilgreiningu á ráðstöfunartekjum sem hér hefur verið notuð á undanförunum árum eru fjármagnstekjur taldar með en vaxtagjöld koma til frádráttar. Þegar skuldir einstaklinga aukast hækkar því hlutfallið bæði vegna þess að teljarinn stækkar og nefnarinn minnkar.¹

1. Eðlilegra virðist að deila með þeim tekjum sem eru til ráðstöfunar til að standa undir vaxtabyrðinni.

að túlka þau, ekki síst vegna óvissu um raunverulega greiðslubyrði skammtímalána. Skýrasta dæmið eru sennilega yfirdráttarlán, sem formlega séð hafa ekki ákveðinn endurgreiðslutíma og bjóða við eðlilegar aðstæður afar sveigjanlegan greiðsluhraða, en kunna þó að vera afturkallanleg. Þótt skoða megi endurgreiðsluhraða skammtímalána frá ýmsum sjónar-

hornum er eigi að síður ljóst að greiðslubyrði af lánnum heimilanna hefur vaxið með aukinni skuldsetningu. Lenging formlegs eftirstöðvatíma lána annarra en húsnæðislána og lífeyrissjóðslána frá árinu 1990 úr rúmlega tveimur árum í tæp þrjú ár hefur þó unnið nokkuð á móti. Miðað við formlegan endurgreiðslutíma virðist greiðslubyrði af heildarlánnum heimilanna eigi að síður hafa vaxið úr 15% af ráðstöfunartekjum árið 1990 í tæp 40% á síðustu árum.

Að jafnaði velta heimilin hins vegar töluverðum hluta skammtímalána á milli ára. Hversu næm áætluð greiðslubyrði er fyrir breytileika raunverulegs endurgreiðslutíma sést á því að ef reiknað er með 10 ára virkri meðallengd skammtímalána allan tímann, má áætla að greiðslubyrðin hafi aukist úr um 10% af ráðstöfunartekjum árið 1990 í ríflega fjórðung.¹⁰ Þetta virðast trúverðugri tölur en hinar fyrrnefndu en þó afar háar t.d. með tilliti til þess að greiðslubyrði



10. Endurgreiðslutími lána Íbúðalánasjóðs hefur einnig lengst á síðustu árum. Vegna þess að upplýsinga um arboranir af lánnum Íbúðalánasjóðs er aflað beint frá sjóðnum ætti sú þróun að endurspeglast í þessum tölum.

bandarískra heimila af lántökum er talin hafa verið um 13% af ráðstöfunartekjum á síðasta ári. Aftur þarf að hafa í huga að í Bandaríkjunum eru tekjur hins opinbera um 31% af landsframleiðslu á móti 46½% hér árið 2003; að liðlega 80% húsnæðis er í eigu íbúa hér á landi á móti um 70% í Bandaríkjunum, og að hvers kyns leiguform á bifreiða- og bátaveign er visast algengara þar en hér. Reyndar er slík útleiga svo útbreidd að bandaríski seðlabankinn hefur víkkað út greiðslubyrðarhugtakið og safnar nú einnig upplýsingum um leigugreiðslur af bifreiðum, íbúða- og heimilistryggingum, fasteignagjöldum og margs konar samningsbundnum og ófrávikjanlegum greiðslum heimilanna, hvort sem þær tengjast afborgunum og vöxtum af lánum eða einhvers konar leigugreiðslum. Að viðbættum lánagreiðslum fer heildarhlutfall þessara föstu greiðslna yfir 18% hjá heimilunum í heild og í 31% hjá þeim sem búa í leiguhúsnæði, en einungis 15,7% hjá þeim sem búa í eigin húsnæði.

Þótt raunverulegur endurgreiðslutími sé lengri en hinn formlegi og greiðslubyrði sem því nemur léttari kann hinn formlegi endurgreiðslutími að skipta verulegu máli við tiltekna aðstæður. Þegar efnahagur einstaklinga er undir verulegum þrýstingi kann hinn formlegi lánstími skyndilega að verða bindandi þegar hver lánastofnun reynir að tryggja eigin hag með því að neita að velta áfram skammtímalánum, afturkalla yfirdráttarheimildir o.s.frv. Þorri skulda einstaklinga er þó til langs tíma og í eigu þolinmóðra lánveitenda, sem að mestu leyti hafa trygg veð fyrir kröfum sínum.

Ef til vill felst meginhættan af vaxandi skuldum ekki fyrst og fremst í hættu á vanskilum margra heimila sem endað gætu sem töpuð útlán í fjármálakerfinu. Algengara er að útlán til fyrirtækja og atvinnuhúsnæðis valdi miklum töpum. Mikill hluti skulda einstaklinga er til mjög langs tíma og fyrir þeim eru að miklu leyti traust veð. Verði tekjufall hjá stórum hluta heimila, t.d. sakir atvinnuleysis, eða dragist kaupmáttur ráðstöfunartekna saman af völdum verðbólgu geta miklar skuldir hins vegar magnað samdrátt eftirspurnar sem af því hlýst, sérstaklega ef eignaverð hefur verið hátt, og það síðan valdið vanda í öðrum geirum, t.d. í verslun og þjónustu, byggingariðnaði eða framleiðslu fyrir innanlandsmarkað. Að því er íslenska þjóðarbúskapinn áhrærir er það kostur að nokkuð stór hluti þessara afleiddu áhrifa kemur fram utanlands og veldur sem því nemur minni sveiflum á innlendum vinnumarkaði.

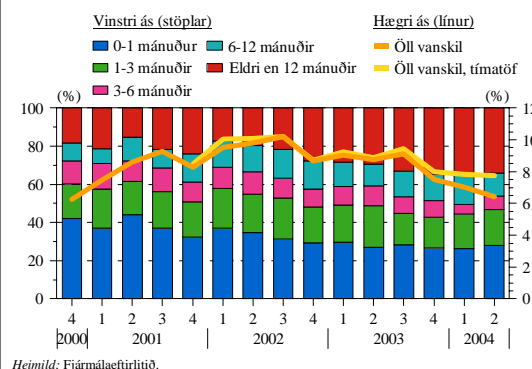
Skuldastaða einstaklinga hefur áhrif á sjálfvirka sveiflujöfnun í þjóðarbúskapnum. Heimili í rúmri fjárhagsstöðu eru væntanlega líklegri til að mæta tímabundinni niðursveiflu með lántöku eða hægari sparnaði en heimili sem skulda mikið eða hafa með öðru móti ráðstafað miklum hluta tekna sinna í samningsbundnar greiðslur. Þess vegna verka stöndug heimili líkt og fyrirmyndarríkissjóðir sem reknir eru með afgangi í góðari en leyfa sér halla á samdráttarskeiðum.¹¹

Mynd 7

Vanskil einstaklinga við banka og sparisjóði, ársfjórðungslegar tölur 2000-2004

Stöplur: Hlutfall vanskila hvers tímabils af heildarvanskilum.

Línur: Heildarvanskil sem hlutfall af stöðu útlána í lok sama tímabils, tafið um eitt ár.



Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Árangurslausum fjárnámum fjölgar enn

Árangurslausum fjárnámum hjá einstaklingum hefur fjölgað verulega á síðustu misserum. Þau voru 8.688 á öllu síðasta ári og hafði fjöldi þeirra þá næstum þrefaldast yfir fimm ára tímabil. Þessari þróun virðist langt frá því að vera lokið því að þau voru 6.441 fyrstu sex mánuði þessa árs.

Fjöldi árangurslausra fjárnáma er aðeins önnur hlið málsins. Skortur á upplýsingum um fjárhæðir sem liggja til grundvallar fjárnámsbeiðnunum kemur í veg fyrir að hægt sé að alhæfa um umfang vandamálsins. Ekki er um að ræða sambærilega fjölgun gjaldþrotáurðurða en þeir voru 386 á árinu 2003 og 173 á fyrstu sex mánuðum þessa árs. Bendir það til

11. Reyndar er ekki óalgengt að opinberi geirinn lendi í svipaðri stöðu og heimili með miklar samningsbundnar greiðslur þegar útgjöld eru bundin með lögum eða langtímasamningum, t.d. um heilbrigðismál, almannatryggingar og rekstur skóla. Hið opinbera hefur þó spil uppi í erminni sem heimilin hafa ekki, sem er skattlagningarvald í framtíðinni.

Rammagrein 2 Skuldir heimilanna og fyrirhuguð rýmkun húsnæðislána

Í stefnuyfirlýsingu ríkisstjórnarinnar frá því í maí 2003 er svohljóðandi áhersluliður um húsnæðismál: „...haldið verði áfram endurskipulagningu á húsnæðismarkaði í samræmi við markmið um Íbúðalánasjóð. Lánshlutfall almennra íbúðalána verði hækkað á kjörtímabilinu í áföngum í allt að 90% af verðgildi eigna, að ákveðnu hámarki. Leigumarkaður íbúðarhúsnæðis verði eflur.“

Markmiðið um rýmkun lánsréttar hefur ekki verið útfært, en nú er líklegt að dragi til tíðinda eftir að eftirlitsstofnun EFTA felldi í ágúst úrskurð um að starfsemi Íbúðalánasjóðs og hugmyndir um breytingar á henni samræmdust reglum hins evrópska efnahagssvæðis.

Til skoðunar hafa verið hugmyndir um að hækka lánshlutfall Íbúðalánasjóðs úr 65%-70% í 90% og hækka hámarkslán um allt að helming. Á móti kæmi til álita að stytta hámarkslánsstíma úr 40 árum í 30 og auka á kröfur um veð fyrir lánunum. Lánsréttur hefur reyndar þegar verið aukinn í 90% af kaupverði að því er áhrærir viðbótarlán fyrir tekjulægri lántakendur. Á árinu 2003 virðist tæpur þriðjungur lántakenda hafa tekið a.m.k. einhver viðbótarlán. Nýleg lækkun vaxta viðbótarlána ýtir undir eftirspurn eftir þeim.

Áhrif umræddra breytinga koma til viðbótar skuldaaukningu heimilanna undir núgildandi reglum. Skuldaaukning af völdum breytinganna virðist við lauslegar athuganir verða tiltölulega hófleg, eða á bilinu 2%-5%. Hún nær hámarki að fáum árum liðnum en síðan dregur úr áhrifum hennar þegar stytting lánsstímans fer að segja til sín. Jafnframt er áætlað að meðalvextir nýrra lána heimilanna lækki tímabundið um u.þ.b. ¼ úr prósentu vegna breyttrar lánasamsetningar.

Athuganir á sambandi neyslu, íbúðaverðs og íbúðafjárfestingar við tekjur, vexti og skuldir benda til þess að slík lækkun vaxta og greiðari aðgangur að lánsfé auki neyslu og hækki íbúðaverð til skamms tíma, þótt aukin skuldsetning dragi úr neyslu almennt og geti virkað til lækkunar íbúðaverðs til lengri tíma. Með hækkingu íbúðaverðis eykst hvati til íbúðabygginga. Fyrirhugaðar breytingar á húsnæðislánum munu að líkindum auka þenslu eða vega gegn samdrætti þegar þær koma til framkvæmda. Hagvöxtur er áætlaður ¼ prósentu meiri en ella fyrsta árið og fara áhrifin hratt minnkandi eftir það. Gera má ráð fyrir að breytingarnar auki möguleika heimilanna á að ganga á eigið fé

sem bundið er í íbúðum til þess að fjármagna neyslu, líkt og virðist hafa gerst hér á landi og víðar um heim nýlega. Til lengri tíma yrði einkaneysla hins vegar ½ prósentu minni en án breytinga, vegna áhrifa af aukinni skuldsetningu. Áhrif á verðbólgu eru talin nema um ¼ prósentu fyrsta árið og endast heldur lengur en hagvaxtaráhrifin.

Þótt ekki sé búist við að fyrirhugaðar breytingar valdi straumhvörfum, auka þær skuldir heimila sem þegar eru orðnar háar. Vaxandi hluti þeirra er í formi verðtryggðra jafngreiðslulána, sem fela í sér afar hægar afborganir af raunvirði höfuðstóls framan af lánsstíma. Þar sem íbúðaverð og fasteignamat er sveiflukennt, getur skapast vandi ef verðmæti eignar fellur niður fyrir þau veðmörk sem áskilin eru í lánasamningum. Athuganir benda til þess að verulegar líkur séu á enn meiri áföllum þegar skuldsetning er mikil, þ.e. að verðmæti eignar geti farið niður fyrir áhvílandi kröfur. Þessar líkur eru auk þess afar viðkvæmar fyrir breytingum á lánshlutföllum, þegar þau eru á annað borð orðin há og þær vaxa að mun ef íbúð er keypt þegar íbúðarverð er hátt. Ef íbúð er keypt með jafngreiðsluláni sem nemur 80% af verðmæti hennar, sýna útreikningar að líkurnar á að verð hennar falli niður fyrir áhvílandi lán geta aukist úr litlu eða engu ef hún er keypt á 0-10% lægra verði en langtímameðaltal, upp í 20-65% ef íbúðin er keypt á 10-20% yfir meðalverði til lengri tíma. Hækkun lánshlutfallsins upp í 90% eykur líkurnar á veðþrengingum upp í 10-35% ef keypt er 0-10% undir meðalverði og upp í 80-90% ef keypt er 10-20% yfir meðalverði. Þessi metna hætta stafar annars vegar af hægum afborgunum jafngreiðslulána og hins vegar af því að fasteignaverð er sveiflukennt. Allsterkt samband er milli breytinga á rauntekjum og fasteignaverði. Rauntekjur heimilanna sveiflast þó minna en fasteignaverð, auk þess sem þeir sem kaupa íbúðir með mikilli skuldsetningu eru yfirleitt tiltölulega ungir og með hækkingu tekjur. Loks hafa heimilin talsverða möguleika á að draga úr neyslu þegar harðnar í ári. Þessi þrjú atriði valda því að líkur á að íbúðarkaupandi geti ekki staðið við greiðsluskuldbindingar eru trúlega minni en líkur á að verðmæti íbúðarinnar rekist á veðmörk. Líkur á veðkreppu og næmi þeirra fyrir lánshlutfallinu eru þó umhugsunar-efni þegar stefnt er að 90% almennu lánshlutfalli og

raunverð íbúða á höfuðborgarsvæðinu er meira en 20% hærra en meðaltal síðustu 10 ára.

Ef þær breytingar á húsnæðislánum, sem rætt er um, koma til framkvæmda að mestu eða til fulls, er líklegt að

greiðslugeta lántakenda verði helst það sem takmarkar íbúðakaup. Þá er afar mikilvægt að greiðslumatið verði styrkt til muna, því að ekki verður fram hjá því litið að þegar fleiri tækifæri gefast til að taka lán fjölgar einnig tækifærum til að reisa sér hurðarás um öxl.

Þess að þrátt fyrir fjölgun árangurslausra fjárnáma sé umfang þeirra ekki nægilega mikið til að það svari kostnaði að stíga næsta skref gagnvart skuldunauti, sem er gjaldþrotameðferð, nema vitað sé að ekkert fái upp í kröfur. Í því samhengi má benda á að kostnaður vegna tryggingargjalds í gjaldþrotameðferð getur verið á þriðja hundrað þúsund krónur.

Þessi mikla fjölgun árangurslausra fjárnáma skýrist trúlega m.a. af eftirfarandi: Öll meðferð slíkra mála er mun skilvirkari nú en áður. Stórir aðilar sérhæfa sig í innheimtuþjónustu fyrir fyrirtæki og ferlið frá vanskilum til árangurslauss fjárnáms því styttra. Fyrirtækin sýna minni biðlund gagnvart vanskilum og fara fyrr af stað með aðgerðir til að geta afskrifað tapaðar kröfur. Einnig hefur úrvinnsla mála sumra sýslumannsembættu orðið skilvirkari.

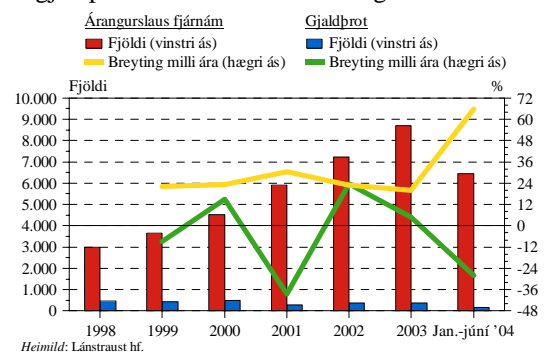
fyrstu sýn, er fjölgun árangurslausra fjárnáma óheillavænleg, sérstaklega í ljósi þess að fjölgunin á sér stað þrátt fyrir að uppgangur sé í efnahagslífinu.

Fyrirtækin

Áframhaldandi skuldaaukning fyrirtækja

Í úttektum á stöðugleika fjármálakerfisins undanfarin ár hefur athyglin ekki síður beinst að langvarandi aukningu skulda fyrirtækja en heimila. Í lok sl. árs námu skuldir fyrirtækja 144% af landsframleiðslu, ef miðað er við endurbætta lánaflokkun sem gefur nokkru lægra hlutfall en eldri lánaflokkun.¹² Skuldaaukningin hefur haldið áfram það sem af er ári og um mitt þetta ár gæti hlutfallið lauslega áætlað hafa numið u.þ.b. 154% af landsframleiðslu ársins, ef miðað er við síðustu hagvaxtarspá Seðlabankans. Ætla má að þáttur hlutfjárkaupa með skuldsetningu sé nokkur í þessari aukningu. Fjármunamyndun atvinnuveganna í fyrra var þó töluvert meiri en talið var í síðustu skýrslu og skýrir útlánaaukninguna að hluta. Vöxtur gengistryggðra skulda fyrirtækja hefur verið sérstaklega ör og nam hann í fyrra u.þ.b. þriðjung.

Mynd 8 Fjöldi árangurslausra fjárnáma og gjaldþrotáurskurða – einstaklingar 1998-2004

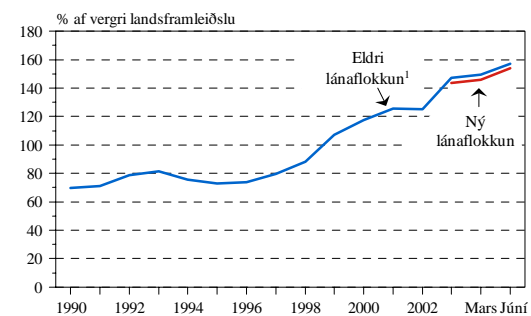


Til viðbótar hefur aldurssamsetning viðskiptavina margra fyrirtækja breyst. Hlutdeild yngstu aldersflokka hafa sífellt aukist. Eignalítlum reikningshöfum sem skulda lágur fjárhæðir hjá fyrirtækjum hefur þannig fjölgað sem gæti útskýrt fjölgun árangurslausra fjárnáma.

Þótt þessar skýringar bendi til þess að hættan fyrir efnahag heimilanna og þar með stöðugleika fjármálakerfisins sé einhverju minni en virðast kann við

Mynd 9

Skuldir fyrirtækja 1990-2004



1. Framreiknað hlutfallslega frá september 2003. Heimild: Seðlabanki Íslands.

12. Gerð var grein fyrir breytingum á flokkun útlána í *Peningamálum* 2004/1.

Frá síðustu áramótum hafa gengistryggðar skuldir við banka, sparisjóði og fjárfestingarlánasjóði aukist um 15%, þ.e.a.s. árshraði vaxtarins hefur verið svipaður og á síðasta ári.

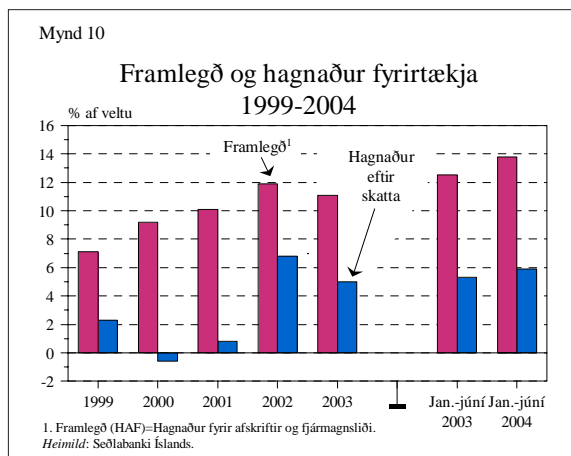
Fyrirtækin hafa orðið berskjaldaðri gagnvart gengis- og vaxtabreytingum, en góð framlegð eykur þol þeirra

Sé horft til fyrirtækja í heild er ljóst að næmi þeirra fyrir áföllum, ekki síst breytingum á gengi krónunnar og vaxtabreytingum fer vaxandi. Afkoma þeirra fyrirtækja sem upplýsingar liggja fyrir um á þessu ári sýnir hins vegar að sem stendur er töluvert borð fyrir báru í rekstri flestra þeirra til þess að

standa undir greiðslubyrði sem af þessum skuldum stafar. Framlegð fyrirtækja sem skráð eru í Kauphöllinni var með ágætum á fyrri helmingi ársins, eða að meðaltali um 14%. Í sjávarútvegi var framlegðin 23%, en hann sýnir jafnan betri afkomu fyrri hluta ársins.

Þrátt fyrir góða afkomu sjávarútvegsfyrirtækja er ástæða til að beina sjónum sérstaklega að þeim af tveimur ástæðum. Í fyrsta lagi hefur hagnaður þeirra eftir skatta minnkað töluvert, þrátt fyrir aukna framlegð, sem að hluta má rekja til háskuldfalls skulda í evrum. Í öðru lagi er eftirtektarvert að hlutfall skulda af eigin fé hefur hækkað verulega frá lokum sl. árs. Þær námu tvöföldu eigin fé í lok sl. árs en tvisvar og hálfu sinni um mitt yfirstandandi ár. Dæmi eru um yfirtökur með skuldsetningu, sem fela í sér að seljendur fá greitt andvirði hlutar síns með fé sem aflað er með því að skuldsetja viðkomandi fyrirtæki og lækka þar með eigið fé þess. Yfirtökur af þessu tagi, ef mikið er um þær, geta aukið viðkvæmni greinarnar fyrir ytri áföllum.

Sjávarútvegsfyrirtæki hafa á undanförunum mánuðum orðið fyrir nokkrum skakkaföllum sakir hækkanði olíuverðs, sem ekki koma fyllilega fram í uppgjöri fyrir hluta ársins. Eldsneytiskostnaður er umtalsverður þáttur í kostnaði útgerðarinnar. Haldist verðið hátt gæti afkoman því versnað töluvert síðari hluta ársins. Einnig er ljóst að töluverðir erfiðleikar eru fyrir hendi í vissum greinum sjávarútvegs, t.d. rækjuveiðum, og raungengi er í hærra lagi.¹³



Tafla 1 Skuldahlutföll skráðra fyrirtækja eftir atvinnugreinum¹

Í lok tímabils	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Júní 2004
Öll fyrirtæki	1,9	1,9	2,1	2,3	2,3	1,7	1,8	3,0
Sjávarútvegur	1,8	1,8	1,9	2,6	2,6	2,0	2,0	2,5
Iðnaður	1,5	1,7	1,8	1,5	1,4	1,4	1,6	1,8
Oliudreifing	1,4	1,2	1,1	1,7	1,7	1,3	.	.
Fiskútflutningur	5,0	4,9	4,4	5,3	5,0	5,0	5,7	6,3
Flutningar	1,9	1,8	1,8	2,3	1,4	1,3	1,7	2,3
Upplýsingatækni	2,8	2,9	2,3	1,8	1,4	1,1	1,0	1,0
Ýmis fyrirtæki	1,6	2,3	2,8	1,9	2,0	1,5	1,4	1,8

1. Heildarskuldir sem hlutfall af eigin fé. Heimild: Seðlabanki Íslands.

13. Afkoma sjávarútvegs að undanförmu ætti, burt séð frá skuldsettum yfirtökum, að veita greininni nokkra vörn fyrir áföllum á næstunni. Afkoman getur þó auðveldlega breyst ef nokkur áföll ríða yfir samtímis.

Lækkun afurðaverðs um 10% fæli lauslega áætlað í sér að framlegð útgerðar minnkaði um 6% af tekjum og hækki olíuverð í 50 dali á tunnu og haldist þar lækkaði hún um 3% til viðbótar.

Veruleg fjölgun árangurslausra fjárnáma hjá fyrirtækjum

Árangurslausum fjárnámum hjá fyrirtækjum fjölgaði verulega á fyrstu sex mánuðum ársins frá sama tímabili í fyrra, eða um 64%. Var fjölgunin einna mest á fyrsta fjórðungi ársins en á öðrum fjórðungi ársins dró heldur úr henni. Fjölgun árangurslausra fjárnáma á undanförunum misserum má að einhverju leyti rekja til fjölgunar einkahlutafélaga og að nokkru leyti eiga sömu skýringar við og getið var í umfjölluninni um heimilin.

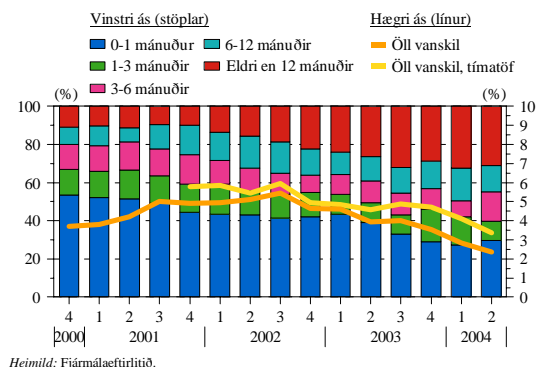
Miðað við fjölgun árangurslausra fjárnáma í fyrra og á undanförunum árum hefði mátt búast við að gjaldþrotum í ár myndi fjölga. Sú hefur ekki orðið raunin. Fyrstu sex mánuði ársins voru þau álíka mörg og á sama tíma í fyrra, eða ríflega helmingur af fjölda

Mynd 11

Vanskil fyrirtækja við banka og sparisjóði, ársfjórðungslegar tölur 2000-2004

Stöplar: Hlutfall vanskila hvers tímabils af heildarvanskilum.

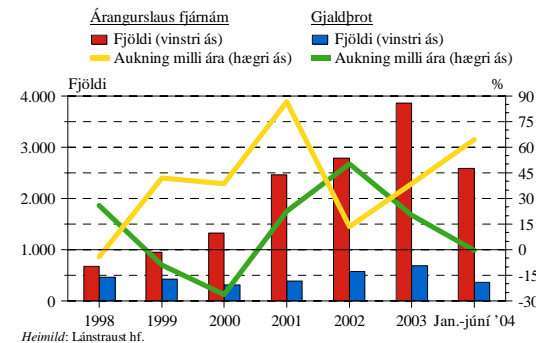
Línur: Heildarvanskil sem hlutfall af stöðu útlána í lok sama tímabils, tafið um eitt ár.



Heimild: Fjármálaeftirlitið.

Mynd 12

Fjöldi árangurslausra fjárnáma og gjaldþrotáurður – fyrirtæki 1998-2004



Heimild: Lánstraust hf.

síðasta árs alls. Ástæða er til að fylgjast grannt með þróun næstu mánaða, en þá ætti að koma í ljós hvort fjölgun árangurslausra fjárnáma endurspeglar almennt vaxandi rekstrarerfiðleika smærri fyrirtækja eða fremur breytta starfshætti og gagnaöflun.

Fjármálafyrirtækin

Hámarkinu náð í arðsemi fjármálafyrirtækja?

Arðsemi¹⁴ viðskiptabankanna hefur sjaldan eða aldrei verið meiri en á fyrri helmingi þessa árs. Arðsemi sex stærstu sparisjóðanna á fyrri helmingi ársins var einnig að jafnaði mjög góð. Mikla arðsemisaukningu viðskiptabankanna á fyrri helmingi ársins mátti rekja að mestu leyti til hagnaðar af verðbréfeign, helst hlutabréfum.¹⁵ Úrvalsvisitala Kauphallar Íslands hækkaði t.d. um 40% á fyrstu sex mánuðum ársins og frá lokum júní til 10. september sl. hafði hún hækkað um ríflega 19%.

Skilgreiningar

Viðskiptabankar:

Íslandsbanki hf., KB banki hf., Landsbanki Íslands hf. og Sparisjóðabanki Íslands hf.

Sex stærstu sparisjóðir:

Sparisjóður Reykjavíkur og nágrennis, Sparisjóður Hafnarfjarðar, Sparisjóður veltstjóra, Sparisjóðurinn í Keflavík, Sparisjóður Kópavogs og Sparisjóður Mýrasýslu.

Arðsemi viðskiptabankanna fjögurra fyrir skatta á fyrri helmingi ársins var að meðaltali ríflega 55% á ársgrundvelli en ef enginn gengishagnaður hefði orðið af veltubók verðbréfa hefði arðsemin orðið um 26,5% að öllu öðru óbreyttu.¹⁶ Ef enn lengra er gengið og liðurinn tekjur af hlutabréfum og öðrum eignarhlutum auk liðarins ýmsar rekstrartekjur eru

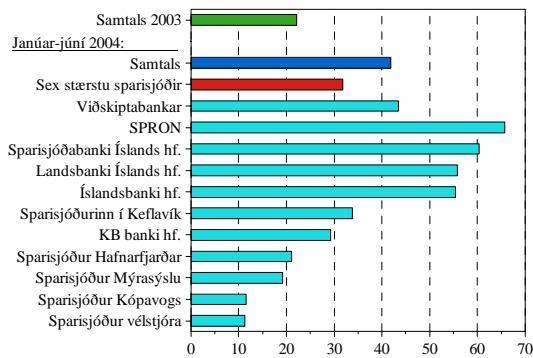
14. Hagnaður eftir skatta sem hlutfall af meðaltali eigin fjár við upphaf og lok tímabils að fráðregnum hagnaði tímabilsins. Reiknað á ársgrundvelli.

15. Hjá KB banka hf. var gengishagnaðurinn mestur af skuldabréfastöðu bankans. Sá hagnaður byggist þó að töluverðu leyti á markaðsverðmæti breytilegs skuldabréfs í Bakkavör Group hf. sem eins og staðan er í dag byggist á hlutabréfaverði Bakkavarar Group hf.

16. Hér má benda á að gengishagnaður af veltubók verðbréfa er yfirleitt að miklu leyti óinnleystur.

Mynd 13

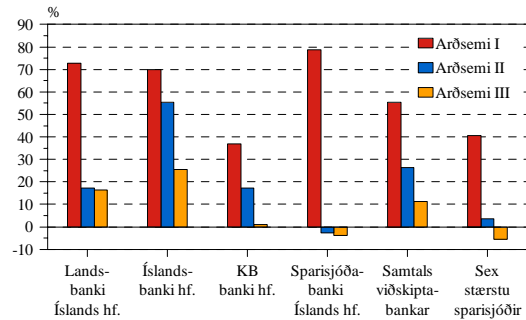
Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka og sex stærstu sparisjóða (eftir skatt) á fyrri ársþelmingi 2004



Heimild: Árs- og ársþlutareikningar banka og sparisjóða.

Mynd 14

Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka og sex stærstu sparisjóða (fyrir skatt) á fyrri ársþelmingi 2004



Arðsemi I: Hagnaður fyrir skatt sem hlutfall af meðalstöðu eigin fjár á tímabilinu. Reiknað á ársgrunðvelli. Arðsemi II: Arðsemi I að frádrægnun hagnaði af veltubók verðbréfa. Arðsemi III: Arðsemi II að frádrægnun tekjum af hlutabréfum og öðrum eignarhlutum auk ýmissa rekstrartekna. Heimild: Árs- og ársþlutareikningar banka og sparisjóða.

dregnir frá hagnaði fyrir skatta hefði arðsemin að meðaltali orðið ríflega 11% að öllu öðru óbreyttu. Hjá sex stærstu sparisjóðunum var arðsemi fyrir skatt á fyrri helmingi ársins ríflega 40% en lækkar niður í 3,7% þegar hagnaður af veltubók er frá skilinn að öllu öðru óbreyttu. Samkvæmt þessu má draga þá ályktun að arðsemi viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna á fyrri helmingi ársins hefði verið töluvert lakari ef ekki hefði komið til hagfelld verðþróun á verðbréfamörkuðum.¹⁷ Þetta hlýtur að vera visst umhugsunarefni fyrir stjórnendur og hluthafa þessara fyrirtækja.

Eins og fjallað var um í úttekt á stöðugleika fjármálakerfisins í mars sl. kemur vaxandi hluti tekna viðskiptabankanna erlendis frá. Eins og framvindan hefur verið að undanförunu má gera ráð fyrir að sá hluti fari vaxandi.¹⁸ Útrásin ætti að skjóta fleiri stoðum undir rekstur bankanna, gera þeim auðveld-

ara að fylgja viðskiptavinum sínum á erlenda markaði og auka áhuga og þekkingu erlendra aðila á íslenskum fjármálamarkaði og afurðum, en eins og bent hefur verið á í fyrri úttektum er nauðsynlegt að láta arðsemi ráða því hvar fæti er niður dregið en ekki sé eingöngu um útrás að ræða, útrásarinnar vegna. Í viðauka á bls. 55 eru hugleiðingar um áhrif útrásar íslensku bankanna á viðfangsefni Seðlabanka Íslands.

Ef ekki verður um óvænta niðursveiflu á verðbréfamörkuðum að ræða er ljóst að hagnaður viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna verður enn meiri í ár en á síðasta ári. Erfitt verður þó að ná viðlíka arðsemi á næstu árum og mikilvægt er að útrásin gangi vel og engin óvænt áföll verði í innlenda rekstrinum til að afkoman verði viðunandi á komandi misserum. Einnig er vert að hafa í huga að með tilkomu íbúðalána banka og sparisjóða á áþekku kjörum¹⁹ og hjá Íbúðalánasjóði gæti dregið eitt-hvað úr vaxtamun lánastofnana þar sem nú myndast tækifæri fyrir einstaklinga að endurfjármagna eldri óhagstæðari bankalán á betri kjörum.

Almennt jókst kostnaður ...

Kostnaðarhlutfall, þ.e. rekstrargjöld sem hlutfall af rekstrartekjum, lækkaði hjá öllum viðskiptabönkunum og flestum af sex stærstu sparisjóðunum á fyrstu sex mánuðum ársins þrátt fyrir að kostnaður hafi að

17. Hér verður að gera nokkra fyrirvara, m.a. eru útgjöldin að nokkru tengd afkomunni, t.d. afkomutengdar launagreiðslur og kaupréttur starfsmanna. Einnig er töluverður fjármögnunarkostnaður vegna verðbréfastöðunnar.

18. Við kaup KB banka hf. á danska bankanum FIH mun efnahagur KB banka hf. ríflega tvöfaldast og um þrjú fjórðu tekna hans koma erlendis frá. Íslandsbanki hf. hefur gert yfirtökutilboð í norska Kredittbanken en efnahagur hans var ríflega 37 ma.kr. í lok júní sl. Á kynningu á ársþlutauppgjöri Landsbankans í júlí sl. kom fram í máli Sigurjóns Þ. Árnasonar, bankastjóra Landsbanka Íslands hf., að Landsbankinn hefði fjárhagslega getu til að fjárfesta fyrir ríflega einn milljarð evra (90 ma.kr.) og að ætla mætti að mikill hluti þeirrar fjárfestingar yrði erlendis.

19. Háð vissum skilyrðum.

jafnaði vaxið samanborið við sama tímabil í fyrra.²⁰ Aukinn kostnað má m.a. rekja til afkomutengdra launagreiðslna.

... og tiltekt í útlánasafni er að ljúka

Framlag viðskiptabankanna á sérstakan afskriftareikning útlána nam ríflega 5 ma.kr. á fyrstu sex mánuðum ársins²¹ samanber ríflega 10,1 ma.kr. á öllu síðasta ári. Framlag Landsbanka Íslands hf. og Íslandsbanka hf. sem hlutfall af lokastöðu útlána í júní dróst saman á fyrstu sex mánuðum ársins²² samanborið við lok árs 2003. Framlag KB banka hf. sem hlutfall af lokastöðu útlána í júní hækkaði aftur á móti en ein af skýringum þess samkvæmt upplýsingum bankans var að verið var að ljúka endurskoðun á útlánasafni bankans eftir samrunann á síðasta ári. Því má gera ráð fyrir að þetta hlutfall dragist eitthvað saman á seinni hluta ársins. Staða á afskriftareikningum útlána (sérstökum og almennum) sem hlutfall af lokastöðu útlána í lok júní lækkaði hjá viðskiptabönkunum eftir að hafa staðið svo til í stað á milli ársanna 2002 og 2003.²³ Þetta skýrist að mestu leyti af útlánaaukningunni að undanfögnu og því lækkar hlutfallið sem slíkt, því að ólíklegt er að leggja þurfi strax sérstaklega til hliðar vegna nýrra útlána.²⁴ Staða afskriftareikninga hjá sex stærstu sparisjóðunum lækkaði aðeins á fyrstu sex mánuðum ársins, þ.e. framlag á afskriftareikninga var lægra en endanlega töpuð útlán. Samkvæmt þessum niðurstöðum virðast bankarnir og sex stærstu sparisjóðirnir ekki gera ráð fyrir sambærilegu útlánatapi og verið hefur að undanfögnu, en hafa ber þó í huga skýringuna að ofan um ný útlán.

Endanlega töpuð útlán viðskiptabankanna í lok júní námu um 4,5 ma.kr. samanborið við ríflega 6,5 ma.kr. á öllu síðasta ári. Þar sem eitthvað er að draga úr framlagi á afskriftareikninga viðskiptabankanna auk þess sem vanskil, 30 daga og eldri, í viðskiptabönkunum samkvæmt upplýsingum Fjármálaeftirlits-

ins drógust enn saman á öðrum fjórðungi ársins má gera ráð fyrir að hægi á útlánatapi bankanna og það minnki að öllu óbreyttu á næsta ári. Útlánaaukningin á síðasta ári og það sem af er þessu ári hefur þó verið afar mikil, eins og fjallað er um hér að aftan, og í slíku umhverfi er hætta á að lánað sé til lánþega sem geta ekki staðið við skuldbindingar sínar síðar sem svo leiði til útlánataps fyrir lánveitendurna.

Hlutfall óvaxtaberandi útlána²⁵ af lokastöðu útlána hjá viðskiptabönkunum lækkaði enn á fyrri helmingi ársins og var um 1,3% samanborið við ríflega 1,63% í lok árs 2003. Niðurstaðan virðist því vera sú að gæði útlána viðskiptabankanna hafi frekar aukist á fyrstu sex mánuðum ársins. Hér er vissulega um ánægjulega þróun að ræða en þó verður að hafa í huga að útlánavöxturinn hefur verið töluvert mikill að undanfögnu þannig að ekki er hægt að fjölyrða um gæði nýju útlánanna enn sem komið er. Eins og fjallað var um í síðustu greiningu á stöðugleika fjármálakerfisins í mars virðist sem gæði útlánasafns sex stærstu sparisjóðanna, á þennan mælikvarða, séu töluvert verri og þótt staðan hafi örlítið batnað í lok júní var þetta hlutfall enn miklu hærra en hjá viðskiptabönkunum eða 6,2%.

Efnahagsreikningur bankanna bólgnadi enn út ...

Vöxtur efnahagsreiknings viðskiptabankanna hélt ótrauður áfram á fyrstu sex mánuðum ársins og nam um 280 ma.kr., eða 18,8%, samanborið við 420 ma.kr. vöxt á öllu síðasta ári.²⁶ Eignir viðskiptabankanna í lok tímabilsins voru tæpir 1.768 ma.kr. Hér er um mikla eignaaukningu að ræða á skömmum tíma. Til samhengis má benda á að heildareignir viðskiptabanka á Íslandi voru ríflega 222 ma.kr. fyrir um áratug. Vöxtur sex stærstu sparisjóðanna á fyrstu sex mánuðum ársins nam um 10,6 ma.kr. og voru heildareignir þeirra í lok tímabilsins ríflega 157 ma.kr. og höfðu því vaxið um 7,7% á fyrstu sex mánuðum ársins. Vöxtur sparisjóðanna var mun minni en viðskiptabankanna sem er eðlilegt enda færri leiðir færar sparisjóðum í þeim efnunum.

20. Í fyrri greiningum á stöðugleika fjármálakerfisins hefur komið fram að þessi mælikvarði, kostnaðarhlutfall, er langt frá því að vera gallalaus.

21. Framlag á almennan afskriftareikning á fyrri helmingi ársins nam um 930 m.kr.

22. Reiknað á ársgrundvelli.

23. Hafði náð lágmarki árið 2000, þegar það var um 2,1%. Í lok júní sl. var það um 2,2%.

24. Nema þá inn á almenna afskriftareikninginn.

25. Útlán sem sérstakar afskriftir hafa verið færðar fyrir að frádregnum sérstökum afskriftareikningi en að viðbættum öðrum vaxtafrystum útlánunum.

26. Stóru viðskiptabankarnir þrjú áttu nær alla þessa aukningu eða 279 ma.kr.

... og meginhlutann mátti rekja til aukinna útlána ...

Af þeim 280 ma.kr. sem eignir viðskiptabankanna jukust um á fyrri helmingi ársins nam aukning útlána ríflega 195,5 ma.kr. Hafa útlán því aukist um 19,5% frá upphafi árs og er það svipuð aukning og á síðari helmingi ársins 2003. Útlán sex stærstu sparisjóðanna jukust um 9,6 ma.kr. frá áramótum, eða um ríflega 9%.

Vöxtur útlána innlánsstofnana²⁷ frá áramótum til loka júní var um 15%, 139 ma.kr., en tólf mánaða vöxtur útlána til sama tíma var um 31%. Af heildarútlánnum innlánsstofnana í lok júní var hlutur innlendra aðila 85%. Útlán innlánsstofnana til innlendra aðila jukust um ríflega 11,5% frá áramótum til loka júní, eða 94 ma.kr. Þar af jukust útlán til fyrirtækja²⁸ um ríflega 17% á meðan útlán til einstaklinga stóðu nærri því í stað. Útlánaaukning til erlendra aðila á sama tíma var um 39,6%, eða 45 ma.kr.

Samkvæmt lánaflokkun innlánsstofnana var mesta aukningin á fyrri helmingi ársins í innlendum útlánnum til þjónustugeirans, eða um 46%. Undir þjónustu falla m.a. innlend eignarhaldsfélög sem hafa fjárfestingu að meginmarkmiði. Miklar hræringar hafa átt sér stað á íslenskum fjármálamarkaði á síðustu mánuðum þar sem eignarhald á fyrirtækjum hefur breyst töluvert og oftar en ekki hafa eignarhaldsfélög komið að þeim viðskiptum. Því er ekki ólíklegt að mikill hluti þeirra 88,2 ma.kr. sem útlán til þjónustugeirans jukust um á fyrri helmingi ársins hafi farið til fjármögnunar á þeim viðskiptum. Líklegt er að mikill hluti útlána sem notaður er til að fjármagna skuldsett kaup eða yfirtökur á fyrirtækjum sé með veði í viðkomandi fyrirtækjum. Því er mikilvægt að þessi fyrirtæki skili viðunandi arðsemi til að standa undir skuldsetningu eigendanna og gæði útlána innlánsstofnana haldist.

Næstmest útlánaaukning í krónum talið var til erlendra aðila. Eins og komið hefur fram í fyrri úttektum teljast viðskipti íslenskra ríkisborgara sem eiga eignarhaldsfélög með lögheimili erlendis til erlendra viðskipta. Útlán sem flokkuð eru á erlenda aðila gætu því hæglega skilað sér aftur inn á íslenskan fjármagnsmarkað. Erfitt er að segja til um umfang slíkra viðskipta en þó má ætla að töluverður hluti útlána innlánsstofnana til erlendra aðila sé ætlaður til fjár-

mögnunar viðskipta á erlendum mörkuðum. Með aukinni útrás bankanna má jafnvel gera ráð fyrir að enn meiri kraftur verði í útlánnum til erlendra aðila á næstunni. Um 31% útlána viðskiptabankanna í lok júní sl. var til lánþega utan Íslands og var KB banki hf. með hæsta hlutfallið eða ríflega 46% og með kaupnum á FIH A/S er þetta hlutfall sennilega orðið nær 80%.²⁹

Ný íbúðalán banka og sparisjóða munu að öllum líkindum leiða til aukinna útlána af hálfu þessara stofnana til einstaklinga sem koma þá í stað útlána Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða. Ekki er skilyrði að þessi lán séu til íbúðakaupa heldur að lánin hvíli á fyrsta veðrétti. Með þessu móti eru viðskiptabankarnir og sparisjóðir komnir í beinni samkeppni við Íbúðalánasjóð en áður hefur verið. Lán með veði í fasteign eru með tryggustu útlánnum og hefur verið bent á, m.a. af Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, að þessi lán vanti að miklu leyti í útlánasafn íslenskra banka, en þau ættu að öllu jöfnu að stuðla að auknum stöðugleika þeirra. Kapp er þó best með forsjá og huga verður vel að fjármögnun og útlánaeftirliti. Staða Íbúðalánasjóðs gæti einnig veikst og afkoma lífeyrissjóða orðið rýrari.

... og aukinnar stöðu í verðbréfum

Viðskiptabankarnir juku stöðu sína í verðbréfum á fyrri helmingi ársins sem nam 55 ma.kr., mest í hlutabréfum, 36 ma.kr. Heildarstaða í verðbréfum,³⁰ hlutum í hlutdeildarfélögum og tengdum félögum á efnahagsreikningi viðskiptabankanna var samtals orðin um 320 ma.kr. í lok fyrri hluta ársins eða ríflega 18% af heildareignum.

Staðan í veltubók skuldabréfa jókst um 18 ma.kr. á fyrri helmingi ársins og var ríflega 176 ma.kr. í lok júní en um 114 ma.kr. voru mótstaða vegna afleiðusamninga viðskiptamanna eða 64% af stöðunni. Viðskiptabankarnir bættu töluvert við veltubókarstöðu sína í hlutabréfum á sama tíma og jókst hún um 40% í ríflega 125 ma.kr., þar af voru ríflega 36 ma.kr. mótstaða vegna afleiðusamninga viðskiptamanna. Hluta þessarar aukningar má skýra með verðhækkunum á verðbréfamörkuðum, t.d. hækkaði úrvalsvísitalan um 40% á sama tíma. Mótstaða bankanna í

27. Aðallega viðskiptabankar og sparisjóðir. Í þessum tölum er um útlán móðurfélags að ræða en ekki samstæðu.

28. Annarra en fjármálafyrirtækja.

29. Míðað við sex mánaða uppgjör KB banka hf. og FIH A/S.

30. Bæði í veltubók og fjárfestingarbók.

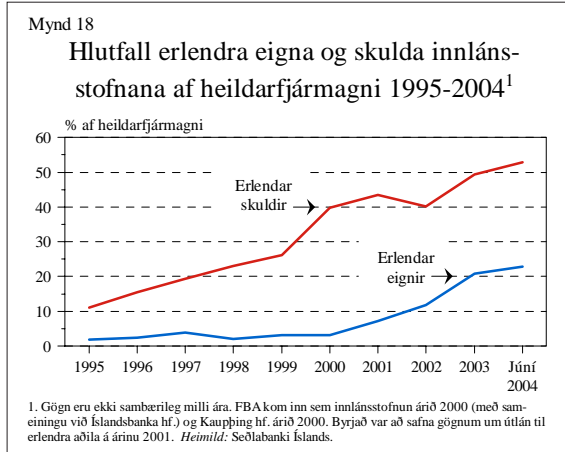
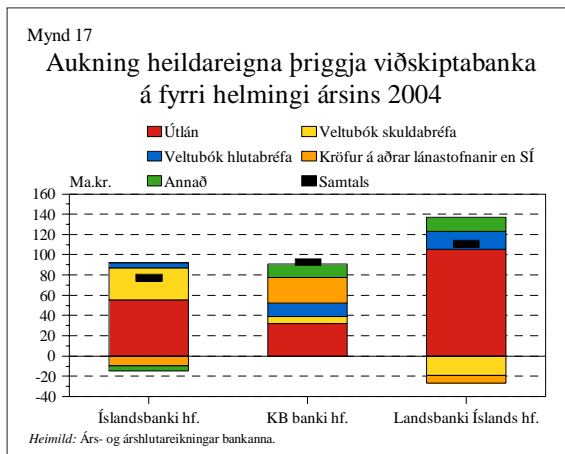
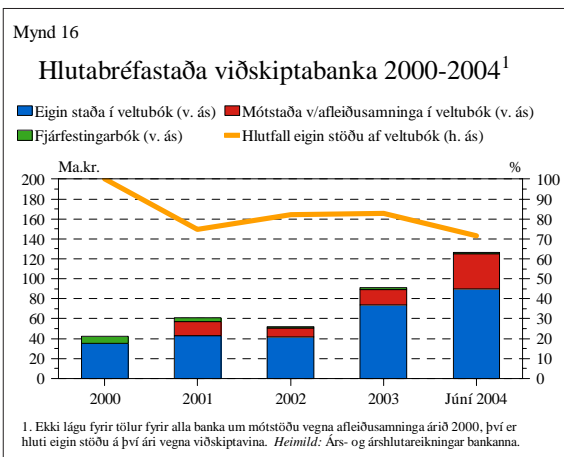
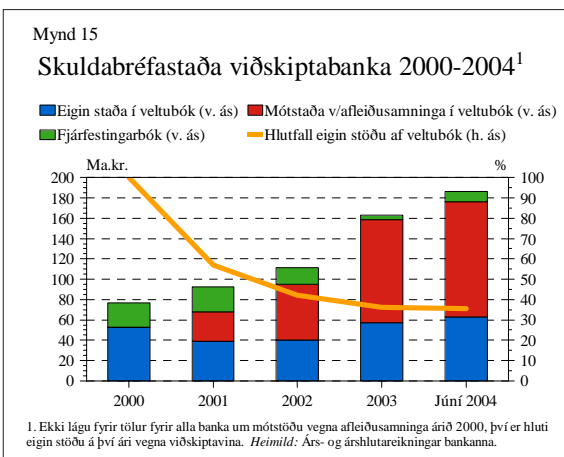
verðbréfum vegna afleiðusamninga viðskiptamanna hefur aukist mikið á undanförunum árum, t.d. hefur mótstaða vegna afleiðusamninga þar sem skuldabréf eru undirliggjandi nær fimmfaldast frá árinu 2000 og tífaldast þar sem hlutabréf eru undirliggjandi eign. Eins og bent hefur verið á í fyrri greiningum ætti svigrúmið til að hefja afleiðuviðskipti á skipulegum markaði að vera til staðar og því tímaspurning hvenær innlend fjármálafyrirtæki gera þetta að alvöru.

Fjármögnunin var að mestu gengisbundin

Samkvæmt peningamálayfirlitum Seðlabanka Íslands voru ríflega þrjár fjórðu af aukningu heildarfjármagns innlánsstofnana á fyrri helmingi ársins í erlendri mynt. Um 60% aukningarinnar voru fjármögnuð með gengisbundinni verðbréfaútgáfu. Eins og fjallað hefur verið um í fyrri greiningum á stöðugleika fjármála-

kerfisins er mikilvægi erlendra lánamarkaða fyrir innlánsstofnanir, og þá sérstaklega viðskiptabankana, afar mikið og fer síst minnkandi samkvæmt þessum tölum.

Í fyrsta skipti fór vægi erlendra skulda innlánsstofnana af heildarfjármagni yfir 50% í lok árs 2003 og jókst enn frekar á fyrstu sex mánuðum þessa árs.³¹ Hlutfall erlendra eigna af heildareignum hefur einnig vaxið á undanförunum árum og var um 23% í lok júní sl.



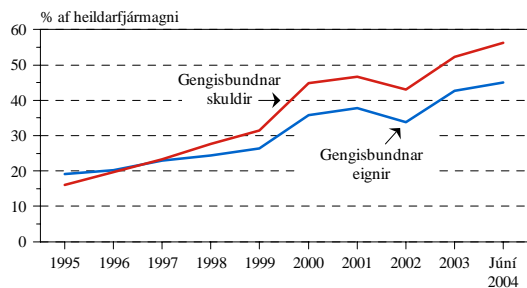
Munurinn er að sjálfsögðu minni ef skoðaðir eru gengisbundnir liðir en ekki eingöngu erlendir liðir. Muninn á gengisbundnum eignum og skuldum innan efnahags má að miklu leyti rekja til afleiðusamninga sem þessar stofnanir hafa gert við viðskiptavina sína.

31. Miðað er við peningamálayfirlit Seðlabanka Íslands.

Mun fleiri viðskiptavinir eru í stöðu með íslensku krónunni en á móti henni. Til að verja sig þurfa stofnanirnar að mynda skuld í erlendu myntinni sem kemur fram á efnahagsreikningi þeirra en afleiðusamningurinn er utan efnahags. Til að mynda voru gengisbundnar eignir innlánsstofnana í lok júní um 766 ma.kr. en gengisbundnar skuldir ríflega 953 ma.kr., þ.e. 187 ma.kr. hærri. Á sama tíma var hrein eignastaða viðskiptabankanna þriggja í gjaldeyri vegna afleiðusamninga um 120 ma.kr.

Mynd 19

Hlutfall gengisbundinna eigna og skulda innlánsstofnana af heildarfjármagni 1995-2004¹



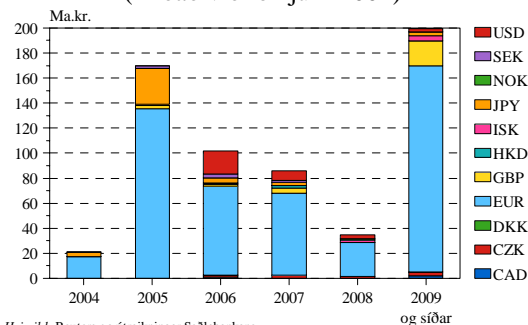
1. Gögn eru ekki sambærileg milli ára. FBA kom inn sem innlánsstofnun árið 2000 (með samningu við Íslandsbanka hf.) og Kaupþing hf. árið 2000. Byrjað var að safna gögnum um útlán til erlendra aðila á árinu 2001. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Eins og fjallað var um hér að ofan jukust heildareignir viðskiptabankanna um 280 ma.kr. á fyrri helmingi ársins. Þessi aukning var aðallega fjármögnuð með erlendra verðbréfaútgáfu og lántöku. KB banki hf. gaf t.d. út stærstu skuldabréfaútgáfu sem íslenskur banki hefur staðið fyrir innan MTN-skuldabréfarammans í maí sl. að andvirði 600 m. evra auk þess sem bankinn gaf út víkjandi skuldabréf í júní að andvirði 450 m. evra.³² Endurfjármögnun viðskiptabankanna innan MTN-skuldabréfarammans fyrir árið 2004 virðist að mestu vera lokið en miðað við úti-standandi fjárhæð skuldabréfa innan MTN-rammans í lok júní sl. þarf að endurfjármagna um 170 ma.kr. (2 ma. evra) á næsta ári. Á fyrstu sex mánuðum þessa árs gáfu viðskiptabankarnir út skuldabréf innan MTN-rammans að andvirði um 295 ma.kr. (3,5 ma. evra) og virðist sú útgáfa hafa gengið vel.

Í fyrri greiningum hefur verið bent á hversu mikil aukning hefur orðið í erlendra skammtíalántöku

Mynd 20

Eftirstöðvatími MTN-útgáfu viðskiptabanka (miðað við lok júní 2004)

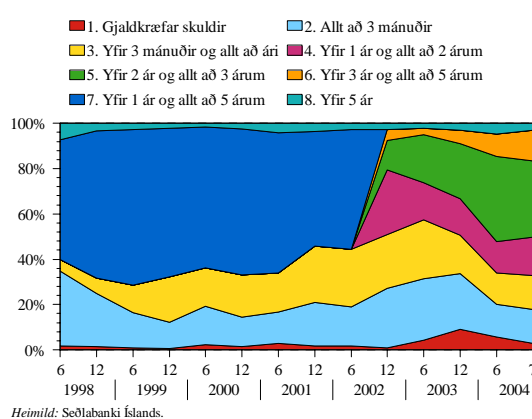


Heimild: Reuters og útreikningar Seðlabankans.

banka og sparisjóða. Ánægjuleg þróun hefur orðið að því er það varðar í ár en hlutfall skammtímakrafna erlendra aðila af heildarkröfum þeirra á innlenda banka og sparisjóði lækkaði úr um 51% í árslok 2003 niður í um 33% í lok júlí sl.³³ Mest aukning fjárhæða hefur orðið á tímabilinu 2–3 ár en þó hefur einnig orðið aukning á tímabilinu 3–5 ár. Ekki er þó eingöngu nóg að horfa til þess að lenging hefur orðið í lántíma að því er varðar erlenda lántöku. Nauðsynlegt er út frá áhættusjónarmiðum að tímalengd fjármögnunar sé sem næst því sem verið er að fjármagna á eignahlið og því í raun mikil-

Mynd 21

Hlutfall krafna erlendra aðila innan mismunandi tímabelta 1998-2004



Heimild: Seðlabanki Íslands.

32. M.a. til að fjármagna kaupin á danska bankanum FIH.

33. Hér er um eftirstöðvatíma að ræða en ekki miðað við upphaflegan lántíma, en þar er þróunin jafnvel enn hagstæðari.

Rammagrein 3 Besta framkvæmd við lausafjárstýringu gengisbundinna liða

Á miðju ári 2004 var að frumkvæði Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins settur á fót viðræðuhópur með fulltrúum framangreindra aðila og þriggja stærstu viðskiptabankanna þar sem skipst var á skoðunum um lausafjárstýringu erlendra liða. Viðræðuhópurinn komst að niðurstöðu um tiltekin atriði um viðmið varðandi bestu framkvæmd við lausafjárstýringu gengisbundinna liða og eru þau tilgreind hér að neðan. Fjármálaeftirlitið hefur í hyggju að setja leiðbeinandi tilmæli sem byggjast á þessari vinnu og voru drögin birt í umræðuskjali nr. 3/2004 á heimasíðu Fjármálaeftirlitsins þann 10. september sl. Fjármálfyrirtæki hafa frest til 30. september nk. til að koma með athugasemdir. Vonir standa til að þessar tillögur geri lausafjárstýringu gengisbundinna liða gegnsæri og leiði til aukins trúverðugleika. Betra samræmi ætti að verða á milli banka að því er varðar þá þætti sem þarf að horfa til og Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn geta fengið auknar upplýsingar auk þess sem það ætti að auðvelda eftirlit Fjármálaeftirlitsins með lausafjárstýringu gengisbundinna liða.

- *Skipulag og ábyrgð.* Skipulag og ábyrgð lausafjárstýringar þurfa að vera skýr í stjórnskipulagi banka.
- *Stefna.* Æðstu stjórnendur þurfa að marka stefnu um lausafjárstöðu og lausafjárstýringu. Sérstaklega skal mörkuð stefna um lausafjárstýringu gengisbundinna liða.¹
- *Um fjöllun æðstu stjórnenda.* Stjórn, æðstu stjórnendur og aðrir sem málið varðar, s.s. eigna- og skuldastýringarnefnd eða álíka, skulu fjalla reglulega um lausafjárstýringu.

1. Um skilgreiningu á gengisbundnum liðum visast til 1. mgr. 2. gr. reglna Seðlabanka Íslands um gjaldeyrisjöfnuð nr. 387/2002.

vægara að slíkum jöfnuði sé náð. Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið efndu í sumar til viðræðna við sérfræðinga stærstu viðskiptabankanna um lausafjárstýringu gengisbundinna liða. Í rammagrein 3 er birt sú niðurstaða sem þessi vinnuhópur var sammála um að stuðli að bestu framkvæmd við lausafjárstýringu gengisbundinna liða. Þann 10. septem-

- *Viðmið.* Sérhver banki skal að lágmarki setja sér viðmið um hlutfall auðseljanlegra eigna í erlendum gjaldeyri og ádráttarlána (þ.e. því sem fjárstýring hefur yfir að ráða) á móti greiðsluflæði erlendra skuldbindinga til a.m.k. eins mánaðar. Jafnframt skulu sett viðmið um hreina stöðu gengisbundinna liða innan mismunandi tímabelta.
- *Dagleg stýring.* Fylgjast þarf daglega með erlendri lausafjárstöðu, bæði innan einstakra gjaldmiðla og í heild, og reikna út viðmið bankans þar að lútandi.
- *Erlend fjármögnun.* Við erlenda fjármögnun þarf með reglubundnum hætti að leggja mat á aðgengi að mismunandi tegundum fjármagns (aðgengi að skuldabréfamarkaði, víxlamarkaði, lánamarkaði, peningamarkaði o.s.frv.). Í því sambandi ætti að leggja áherslu á gott láns hæfismat, dreifingu fjárfesta og fjárfestahópa. Jafnframt þarf að huga að viðhaldi viðskiptasambanda.
- *Varaleiðir.* Huga þarf að varaleiðum í fjármögnun, þ.e. tegundum varaleiða og fjárhæðum. Huga þarf að seljanleika eigna sem varaleið í fjármögnun.
- *Álagspróf.* Reglulega skal meta erlenda lausafjárstöðu á grundvelli mismunandi forsendna (scenarios). Meta skal sérstaklega endurgreiðslur frá aðilum sem tekið hafa gengisbundin lán en hafa ekki tekjur í erlendum gjaldmiðlum.
- *Gengisbundin útlán.* Halda skal sérstaklega utan um umfang gengisbundinna eigna/útlána til aðila sem hafa ekki tekjur í erlendum gjaldmiðlum.
- *Móðurfélag og samstæða.* Ef fjárstýring er miðlæg, þ.e. á samstæðugrunni, skulu framangreind atriði, þ.m.t. viðmið, gilda um samstæðu og móðurfélag.

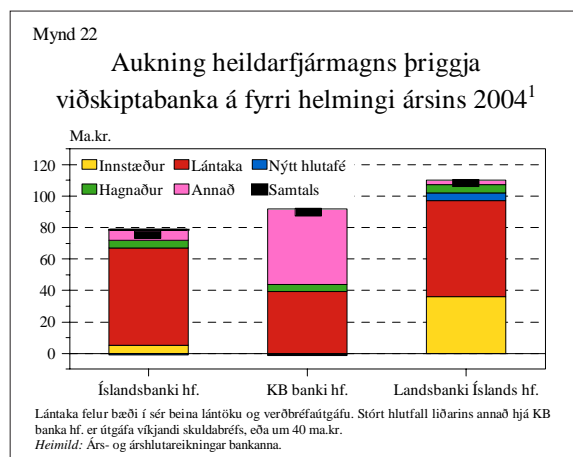
ber sl. birti Fjármálaeftirlitið á heimasíðu sinni drög að leiðbeinandi tilmælum um þetta efni í umræðuskjali nr. 3/2004.

Fjármögnun allra bankanna byggðist þó ekki eingöngu á lántökum. Innstæður jukust töluvert hjá Landsbanka Íslands hf. auk þess sem bankinn gaf út nýtt hlutafé að nafnvirði 600 m.kr. í mars sl. KB

banki hf. gaf einnig út nýtt hlutfé í júlí sl. að nafnvirði ríflega 5,5 ma.kr. sem kemur inn á þriðja ársfjórðungi.³⁴

Eiginfjárlutfall hækkaði

Lögbundið eiginfjárlutfall viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna hækkaði á fyrstu sex mánuðum ársins. Þessa hækkun má að miklu leyti rekja til sterkrar eiginfjárstöðu KB banka hf. en eins og kom fram hér að framan gaf bankinn út víkjandi skuldabréf að andvirði um 40 ma.kr. Á heildina litið er eiginfjárstaða viðskiptabankanna og sex stærstu sparisjóðanna tiltölulega sterk um þessar mundir og enginn þeirra undir 10% eiginfjárlutfalli. Svigrúmið til vaxtar er því enn töluvert.



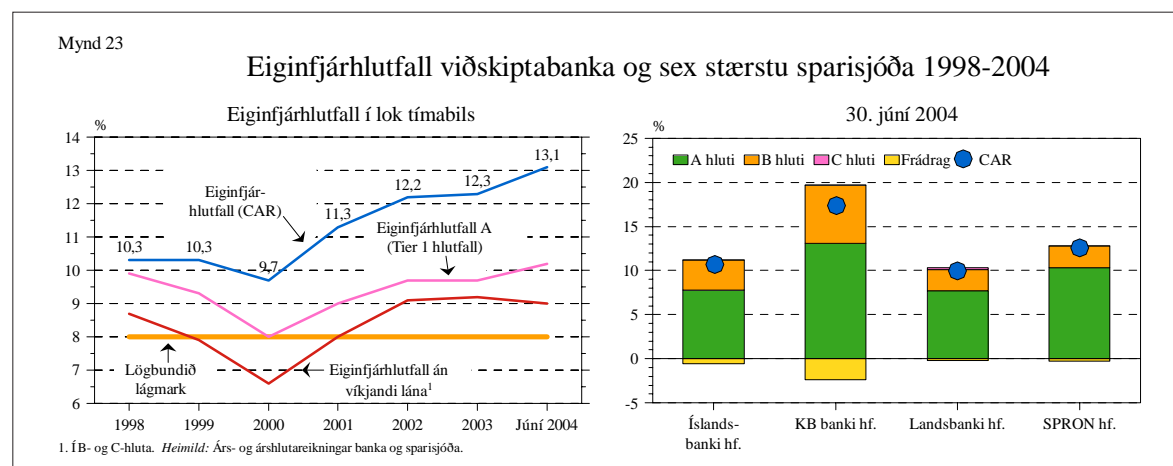
Innlendir markaðir

Útgáfa íbúðabréfa í Euroclear

Íslenskur verðbréfamarkaður er smár og þótt prýðilega hafi tekist til með stofnun Verðbréfaskráningar Íslands hefur hún ekki mikinn sess meðal erlendra fjárfesta. Samstarf við Clearstream á vormánuðum bætti nokkuð úr gagnvart erlendu fjárfestunum. Ákvörðun Íbúðalánasjóðs um að gefa íbúðabréf út í Euroclear-verðbréfaskráningarmiðstöðinni var einnig tvímælalaust jákvæð fyrir alþjóðleg tengsl innlenda verðbréfamarkaðarins. Útfærslan var þó lítt útfærð og kynnt í upphafi. Í tengslum við skráningu íbúðabréfa í Kauphöll Íslands gerðist Deutsche Bank AG London aðili að kauphöllinni. Engin reynsla er komin af þeirri aðild en líklegt er að hún styrki rekstur kauphallarinnar og auki fjölbreytni aðildar.

Norex stækkar

Kauphallirnar á Norðurlöndunum hafa í fjölda ára unnið saman að ýmsum málum er varða rekstur verðbréfamarkaða og hafa með því miðlað reynslu og náð að vinna sameiginlega að ýmsum hagsmunamálum. Þetta samstarf þróaðist síðan í Norex sem tók upp sameiginlegt viðskiptakerfi og samræmði reglugjörð og má telja samstarfið einstakt á alþjóðavísu. Kauphöllin í Helsinki og kauphallir Eystrasaltsríkjanna bættust í Norex-hópin á árinu. Með því hefur náðst sameiginlegt markaðssvæði yfir nokkur lönd sem styrkir innviði hvers lands fyrir sig og eykur



34. M.a. til að fjármagna kaupin á danska bankanum FIH, markaðsverð þessa var um 40 ma.kr.

verulega hagkvæmni kauphallarrekstrar. Viðskiptakerfi kauphalla eru dýr og viðhald og þróun slíkra kerfa er tæplega á færi smárra kauphalla. Með Norex-samstarfinu hafa kauphallirnar á Norðurlöndunum nú aðgang að fullkomnu og þróuðu viðskiptakerfi. Fjölgun aðila víkkar út rekstrargrunn og bætir einnig við þekkingu á slíkum kerfum, auk þess sem sameiginlegt kerfi í jafnmörgum löndum gefur samstarfinu aukið vægi á alþjóðlegum vettvangi.

Útboð KB banka

Í tengslum við kaup KB banka á danska bankanum FIH var ákveðið að auka hlutfé KB banka til að fjármagna kaupin. Útboðið náði til hluthafa og var mjög stórt á íslenskan mælikvarða eða tæplega 40 ma.kr. sem er um 4% af landsframleiðslu. Útboðið gekk hnökralaust fyrir sig og styrkir það þá skoðun að markaðurinn hér á landi sé að þroskast og ráði nú við verkefni af þessari stærðargráðu. Viðskipti af þessari stærð reyna á þanþol greiðslukerfa og miðlun fjár milli aðila. Uppgjör fór fram án vandkvæða og aðilar virtust vera meðvitaðir um áhrif þess á eigið fjárstreymi og sá þess stað í endurhverfum viðskiptum við Seðlabankann.

Breyting á verðbréfaútgáfu Íbúðalánasjóðs

Meiri háttar uppstokkun var gerð á verðbréfaútgáfu Íbúðalánasjóðs í byrjun júlí þegar gefinn var út nýr flokkur verðbréfa, íbúðabréf, en samtímis voru boðin skipti á nokkrum eldri flokkum húsbreifa og húsnæðisbréfa. Verðbréfaútgáfa Íbúðalánasjóðs hefur á undanförunum árum myndað kjölfestu innlends skuldabréfamarkaðar og því var mikilvægt að vel tækist til. Um síðustu áramót var kynnt skýrsla nefndar sem fjármálaráðherra skipaði með samþykki félagsmálaráðherra árið 2002. Frumvarp um breytingu var lagt fram á Alþingi í febrúar og var það samþykkt í maí. Knappari tími gafst því til undirbúnings en æskilegt hefði verið en á heildina litið gekk breytingin þó tiltölulega greiðlega fyrir sig. Skammur frestur til skipta, takmörkuð upplýsingagjöf og langur tími sem fór í að skrá bréfin í verðbréfamíðstöð voru helstu annmarkarnir og má sem dæmi nefna að Seðlabankinn þurfti að grípa til sérstakra ráðstafana varðandi tryggingar í viðskiptum lánastofnana við bankann vegna þess að ekki var hægt að veðsetja bréf Íbúðalánasjóðs í verðbréfamíðstöð í rúmlega viku. Ekki er að sjá að nauðsynlegt hafi verið að ætla svo nauman tíma til þessara breytinga sem gert var.

Erlendir markaðir

Alþjóðlega fjármálakerfið hefur styrkst en töluverð óvissa framundan

Alþjóðlega fjármálakerfið hefur styrkst undanfarið í takt við bætta horfur og almennan efnahagsbata í heiminum. Fjármálakerfið virðist hafa náð góðum bata eftir undangengna efnahagslægð sem hófst um það leyti sem eignabóla tæknibréfa sprakk. Markaðir virðast jafnframt vera betur búnir en oft áður undir að aðlagast því vaxtahækkunarferli sem hafið er í Bandaríkjunum. Auk þess er staða fjármálafyrirtækja sterk um þessar mundir. Hins vegar eru óvissuþættir til staðar, sem tengjast breytti peninga- og fjármála-stefnu, efnahagsþróun og öryggismálum.

Viðtækur efnahagsbati, hvetjandi peninga- og fjármálastefna og bætt staða fyrirtækja hafa haldið uppi verði hlutabréfa og leitt til minnkandi vaxtaálags undanfarin misseri, bæði á mörkuðum þróaðra ríkja og nýmarkaðsríkja.

Á síðustu mánuðum hefur hækkandi vaxtaumhverfi vegna aðhaldssamari peningastefnu valdið óvissu og á öðrum ársfjórðungi hækkaði ávöxtunarkrafa skuldabréfa, en hefur lækkað á ný. Eftir mörg ár verulega hagstæðra skilyrða á skuldabréfamörkuðum hefur róðurinn þungst vegna aukinnar óvissu. Þrátt fyrir versnandi skilyrði hefur ríkt stöðugleiki á helstu mörkuðum. Talið er að efnahagsumhverfið, markvissari áhættustýring hjá mörgum lánastofnunum og fyrirsjáanlegt vaxtahækkunarferli bandaríska seðlabankans hafi einkum hjálpað til við aðlögunina.

Gera má ráð fyrir að peninga- og fjármálastefna á næstu mánuðum verði helsti áhrifavaldur á fjármálamörkuðum þegar dregur úr örvandi áhrifum á efnahagslífið. Markaðsaðilar einblína nú á þróun efnahagsbatans og áhrif hans á vaxtastig og verðmat eigna, þar sem yfirvöld hafa lagt áherslu á að þau muni grípa strax til aðgerða ef stöðugleika er ógnað. Væntingar gætu því breyst hratt.

Fram til þessa hefur lítill verðbólguþrýstingur slegið á væntingar um að vaxtahækkunarferlið verði bratt í Bandaríkjunum og Evrópu. Þrátt fyrir að kjarnaverðbólga hafi verið lítil, hafa oliu- og önnur hrávöruverð hækkað mikið. Markaðsaðilar gera ráð fyrir að langtímaverðbólga verði lítil, en ekki er hægt að taka það sem gefið, sérstaklega ef framleiðsluslaki í helstu iðnríkjunum heldur áfram að minnka. Í sumum tilvikum hafa yfirvöld einnig áhyggjur af að

verðbólur séu til staðar í ákveðnum geirum, sérstaklega á fasteignamarkaði. Jafnframt hefur lágt vaxtaumhverfi undanfarin misseri hvatt til aukinnar áhættusækni ýmissa fjárfesta. Þetta hefur leitt til aukinnar skuldsetningar og verulegrar fjölgunar vögunarsjóða.

Aðrir áhættuþættir sem gætu haft áhrif á fjármálamarkaði eru meðal annars að enn ríkir mikið ójafnvægi í greiðslujöfnuði ýmissa ríkja t.d. á milli Bandaríkjanna og ýmissa Asíuríkja. Þetta þráláta ójafnvægi getur leitt til óstöðugleika á gjaldeyrismörkuðum og haft neikvæð áhrif á eignaverð. Þessi hættu gæti t.d. verið fyrir hendi ef hægir verulega á hagvexti í Kína.

Einnig má nefna ótryggt stjórnmálaástand í Mið-Austurlöndum og áframhaldandi hryðjuverkaógn. Síðustu mánuði hefur þessi óvissa að einhverju leyti leitt til herra olíuverðs. Hættu er á að enn frekari hækkun olíuverðs hægi á efnahagsstarfsemi og setji þrýsting á greiðslujöfnuð þeirra ríkja sem háð eru miklum olíuinnflutningi. Einnig eru líkur á að dragi úr áhættusækni fjárfesta, vaxtaálag aukist og eignaverð lækki.

Að lokum má nefna að hækkun vaxta hefur á stundum leitt til þess að skilyrði til fjármögnunar nýmarkaðsríkja versna verulega með tilheyrandi vandræðum á fjármálamörkuðum. Á móti kemur að hagvöxtur hefur verið mikill í nýmarkaðsríkjum á undanföllum árum og skynsamleg endurfjármögnun hefur átt sér stað hjá sumum þeirra og dregur það úr líkum á erfiðleikum. Hins vegar er ljóst að mörg nýmarkaðsríki eru enn verulega skuldsett.

Útgáfa íslensku bankanna á erlendum mörkuðum hefur gengið ágætlega

Skuldabréfaútgáfa íslensku bankanna á markaði hefur gengið mjög vel í ár. Vegur íslensku bankanna hefur vaxið á markaði á undanföllum misserum og virðist kaupendahópur íslenskra bankabréfa hafa breikkað verulega bæði að því er varðar fjölda fjárfesta og landfræðilega dreifingu. Stærstur hluti útgáfu íslensku bankanna í ár hefur verið á markaði með skuldabréf í evrum sem bera fljóttandi vexti (FRN-markaði). Sá markaður hefur verið öflugur það sem af er árinu. Þessi útgáfa hefur farið fram undir EMTN-útgáfuramma bankanna. Það sem helst einkennir þróunina á síðasta ári er að íslensku bankarnir hafa gefið út skuldabréf til lengri tíma en áður hefur tíðkast, stærð einstakrar útgáfu hefur vaxið og kjör

batnað. Bankarnir hafa jafnframt nýtt EMTN-útgáfur sínar til að gefa út lægri fjárhæðir sem á stundum hafa verið tengdar afleiðum.

Íslensku bankarnir hafa einnig látið nokkuð til sín taka á markaði fyrir fjölbankalán á árinu. Sú útgáfa hefur gengið vel enda markaðurinn verið hagstæður að undanföllum m.a. þar sem alþjóðlegir bankar hafa haft ofgnótt lauss fjár. Sama þróun einkennir lántökur bankanna á þessum markaði, þ.e. lánstími hefur lengst, fjárhæðir í einstökum samningum hækkað og kjör batnað. Íslensku bankarnir hafa að hluta til nýtt fjölbankalánin sem óádreigna lánsheimild eða nokkurs konar baktryggingu fyrir ECP-víxlaútgáfu. Umfang ECP-útgáfu íslensku bankanna hefur verið nokkuð stöðugt í heild það sem af er árinu.

Ein af forsendum þess hversu vel erlend fjármögnun hefur gengið hjá íslensku bönkunum er láns-hæfiseinkunn þeirra. Íslandsbanki hf., KB banki hf. og Landsbanki Íslands hf. eru metnir af láns-hæfismatsfyrirtækinu Moody's Investors Service en auk þess metur einnig láns-hæfismatsfyrirtækið Fitch Ratings Íslandsbanka hf. og Landsbanka Íslands hf. Fyrstur íslenskra banka til að fá láns-hæfismat var Íslandsbanki hf., næst kom Fjárfestingarbanki atvinnulífsins hf. sem svo sameinaðist Íslandsbanka hf. árið 2000. Í kjölfarið komu Landsbanki Íslands hf. í febrúar 1998 og Búnaðarbanki Íslands hf. í júní 1999 sem svo sameinaðist Kaupþing banka hf. árið 2003. Láns-hæfiseinkunn íslensku bankanna til langs tíma í erlendri mynt hjá Moody's liggur á bilinu A1-A3 en skammtímaeinkunnin er P-1 hjá þeim öllum. Láns-hæfiseinkunn Fitch vegna Íslandsbanka hf. og Landsbanka Íslands hf. er sú sama fyrir þá báða eða A til langs tíma í erlendri mynt og F1 til skamms tíma. Á því tímabili sem íslensku bankarnir hafa verið metnir af láns-hæfismatsfyrirtækjum hafa þeir farið í gegnum einkavæðingu, samruna og yfirtökur bæði innanlands og utan. Sem stendur er láns-hæfiseinkunn KB banka hf. til skoðunar vegna mögulegrar hækkunar en danski bankinn FIH sem KB banki hf. er að kaupa var með einkunnirnar A1/P-1 hjá Moody's.

Erlend fjármögnun íslensku bankanna hefur því gengið vel það sem af er þessu ári. Lánstíminn er lengri og kjör hafa batnað. Mikilvægi erlendra láns-fjármarkaða og þá sérstaklega skuldabréfamarkaðar fyrir bankana er orðið afar mikið og vandkvæði í endurfjármögnun, ef t.d. markaðsaðstæður versna eða breyting yrði á láns-hæfi, gæti skapað lausafjár-

vanda. Engin merki eru hins vegar um slíkt þar sem lánsfjármarkaðir virðast vera djúpir og láns hæfi bankanna traust. Í *Peningamállum* 2004/1 var bent á að svigrúm Seðlabanka Íslands til aðstoðar með lausafjárþyrngreiðslu til lánastofnunar sem ekki er í eiginfjárvanda er nánast án takmarkana í íslenskum krónum en er verulega takmarkað ef lausafjávandinn birtist í erlendum gjaldeyri.

greiðslukerfum. Traustar veðtryggingar þurfa að vera til staðar komi til þess að lánastofnun geti ekki eftir uppgjörsskuldbindingu sína í lok dags. Fullnægjandi uppgjörstryggingar í greiðslukerfum eru því afar mikilvægar til að treysta örugga starfsemi fjármála-kerfisins.

Í byrjun árs 2003 námu uppgjörstryggingar allra lánastofnana í stórgreiðslukerfinu samtals 15,3 ma.kr.

Tafla 2 Lánshæfismat íslensku bankanna

	<i>Upphaflegt</i>	<i>Dagsetning</i>	<i>Núverandi</i>	<i>Dagsetning¹</i>	<i>Horfur</i>
Íslandsbanki hf.					
Moody's ²	A3/P-2/D+	desember 1997	A1/P-1/B-	apríl 2003	Stöðugar
Fitch ³	A/F1/C/2	febrúar 2001	A/F1/C/2	febrúar 2001	Stöðugar
KB banki hf.					
Moody's ²	A3/P-2/D	júní 1999	A2/P-1/C+	desember 2003	Endurskoðun
Landsbanki Íslands hf.					
Moody's ²	A3/P-2/D	febrúar 1998	A3/P-1/C	febrúar 1998	Jákvæðar
Fitch ³	A/F1/C/2	maí 2001	A/F1/C/2	maí 2001	Stöðugar

1. Dagsetning þegar viðkomandi banki fékk þá langtímaeinkunn sem hann var með í ágúst 2004.

2. Moody's: Langtímaeinkunn/skammtímaeinkunn/fjárhagslegur styrkur.

3. Fitch: Langtímaeinkunn/skammtímaeinkunn/óháð einkunn/stuðningseinkunn.

Greiðslukerfin

Góð reynsla af nýjum reglum

Í október 2003 setti Seðlabanki Íslands nýjar reglur um starfsemi greiðslukerfa hér á landi, þ.e. reglur um stórgreiðslukerfi Seðlabankans nr. 788/2003 og reglur um starfsemi jöfnunarkerfa nr. 789/2003. Reglurnar skýra hlutverk og ábyrgð Seðlabankans, lánastofnana og annarra aðila sem koma að greiðslu- og uppgjörserlinu. Þær kveða á um skilyrði fyrir þátttöku í kerfunum, ferli greiðslusendinga og uppgjör, ýmis rekstrarleg atriði og áhættustýringu. Þær skapa jafnframt lagalegan grundvöll fyrir samningum Seðlabankans og lánastofnana um tryggingar fyrir uppgjöri í kerfunum. Seðlabankinn telur að reglur þessar hafi reynst vel og aukið réttaröryggi og gegn- sæi að því er varðar starfsemi kerfanna.

Uppgjörstryggingar

Seðlabankinn hefur frá miðju ári 2002 unnið að því í nánú samstarfi við lánastofnanir að ávallt verði full- nægjandi veðtryggingar fyrir heimildum þeirra í

og í jöfnunarkerfi Fjölgreiðslumiðlunar hf. (FGM) 1,3 ma.kr. Í byrjun árs 2004 námu tryggingar í stórgreiðslukerfinu samtals 19 ma.kr. og í jöfnunarkerfi FGM 0,9 ma.kr. Tryggingafjárhæðir voru endurskoðaðar á miðju ári 2004 og nema nú 16,6 ma.kr. í stórgreiðslukerfinu og 3,2 ma.kr. í jöfnunarkerfi FGM.

Skráning Seðlabankans á hæstu daglegu skulda- stöðu hvernar lánastofnunar í greiðslukerfunum er lögð til grundvallar endurskoðun á fjárhæð uppgjörstrygginga. Lánastofnunum er óheimilt að fara út fyrir heimildir sem samræmast tryggingum. Lánastofnanir leitast við að haga fjárstýringu þannig að draga megi úr fjárbindingu vegna uppgjörstrygginga. Þá hefur Seðlabankinn stuðlað að lægri fjárbindingu með því að lækka stórgreiðslumörk, sameina bindi- reikninga og stórgreiðslureikninga og hvetja lánastofnanir til að senda greiðslufyrirmæli til stórgreiðslukerfisins eingöngu með rafrænum hætti. Góð samvinna við lánastofnanir hefur leitt til þess að það heyrir nú til algerra undantekninga að lánastofnun fari út fyrir heimild sína í stórgreiðslukerfinu.

Þessi góði árangur gerir væntanlega kleift að breyta megi stórgreiðslukerfinu þannig að hafna megi sjálfkrafa greiðslufyrirmælum sem myndu leiða til þess að farið yrði út fyrir heimildir. Slík breyting gæti jafnvel orðið að veruleika á næsta ári.

Rekstraráhætta í greiðslukerfum

Á undanförmum árum hefur Seðlabankinn einkum beint sjónum sínum að takmörkun lagaáhattu, greiðslufallsáhattu, lausafjáraáhattu og uppgjör-áhattu í greiðslukerfum. Með þeim breytingum sem gerðar hafa verið á greiðslukerfum hér á landi telur bankinn að verulegur árangur hafi náðst í að takmarka þessa áhættuþætti. Seðlabankinn telur að nú sé bæði tækifæri og þörf á að huga vel að stjórnun rekstraráhattu í greiðslukerfunum. Ljóst er að Seðlabankinn þarf að eiga náið samstarf við Reiknistofu

bankanna og FGM í þessu verkefni enda er rekstur á búnaði kerfanna að mestu á vegum Reiknistofunnar. Seðlabankinn gæti sett opinberar reglur er gerðu formlegar kröfur um stjórnun rekstraráhattu, t.d. að því er varðar áhættumælingar, prófanir og upplýsingagjöf. Bankinn telur hins vegar að það myndi leiða til meiri árangurs ef samkomulag næðist um sameiginleg markmið og samstarf í þessu verkefni. Til greina kæmi að gerður yrði samningur við rekstraraðila þar sem áhersla yrði lögð á meðvitund hans um og þekkingu á rekstraráhattu, gegnsæi í virkni og starfsemi kerfanna, áhættumælingar og prófanir, upplýsingaskipti og viðbúnað. Slíkur samningur gæti orðið grundvöllur að nánari útfærslu í þessum efnum þar sem tekið yrði tillit til breytilegra aðstæðna.

Viðauki Alþjóðavæðing fjármálakerfisins krefst sífelldrar aðlögunar í starfsemi Seðlabanka Íslands.

Alþjóðavæðing bankanna hefur leitt til breyttra vinnubragða í Seðlabankanum og aukinna samskipta við innlenda sem erlenda samstarfsaðila og frekari breytinga er þörf. Nefna má nokkur viðfangsefnanna sem Seðlabanki Íslands stendur frammi fyrir:

- Hugsanlegt endurmat á varúðarreglum bankans. Samkvæmt heimildum í lögum bankans setur hann reglur um lausafjárhlutfall og gjaldeyrisjöfnuð lánastofnana sbr. lýsingu á bls. 83. Þessar varúðarreglur eiga aðeins við um innlendar lánastofnanir, þ.e. móðurfélög en ekki samstæðu. Engar sérstakar takmarkanir eru í gildi um viðskipti innan samstæðu sem geta haft áhrif á efndir þessara varúðarreglna.
- Umfangsmeiri greining á fjármálastöðugleika. Íslenska fjármálakerfið er orðið berskjaldaðra fyrir áföllum sem eiga upptök sín á erlendum mörkuðum. Efla þarf greiningu áhættuþátta sem þessu tengjast. Sem dæmi um viðbrögð við þessari þróun má nefna að seðlabankar á Norðurlöndunum skiptast nú reglulega á upplýsingum um stöðugleika fjármálakerfisins í heimalöndum sínum vegna þess að einstakir bankar starfa nú í fleiru en einu Norðurlandanna. Slíkt upplýsingaflæði er orðið mikilvægt en áður fyrir greiningu fjármálastöðugleika á Íslandi.
- Aðlögun í söfnun tölfraðilegra gagna. Eftir því sem viðskipti verða alþjóðlegri verður vandasamara að safna og meta tölfraðileg gögn lánastofnana. Svo að dæmi sé tekið er upplýsingum um lánveitingar til erlendra aðila ekki nægilega vel skipt niður eftir löndum, atvinnugreinum og öðrum þáttum. Eins getur verið óvíst hvort viðskipti ber að telja innlend eða erlend. Því hefur reynst erfiðara en áður að meta hversu mikill hluti útlánaþenslu hefur bein áhrif á íslenskt hagkerfi.
- Aukin þörf á að vaka stöðugt yfir framvindunni og rækta sambönd. Atburðarásin er orðin hröð og breytingar tíðar og á stundum getur verið erfitt að ráða í hvert fjármálamarkaðir og stofnanir stefna. Reglulegar samræður við lykilaðila á markaði eru snar þáttur í starfsemi seðlabanka en sjaldan

nefndur. Styrking tengsla bankans við aðra seðlabanka er af sama toga sem og samskipti við matsfyrirtæki, Alþjóðdagjaldeyrisjóðinn, OECD o.s.frv. Eftir því sem erlendar skuldir og eignir þjóðarbúsins vaxa eykst mikilvægi upplýsingagjafar og reglulegra samskipta við þessa aðila.

- Viðunandi gjaldeyrisforði Seðlabankans. Seðlabankinn þarf jafnan að ráða yfir viðunandi gjaldeyrisforða og stuðla þar með að traustri lausafjárstöðu hagkerfisins út á við. Trúverðugleiki og greiður aðgangur að fjármagnsmörkuðum eru mikilvægir þættir í þessu samhengi.
- Lánveitingar til þrautavara og áfallastjórnun yrðu erfiðari viðfangs ef til kæmi. Aðstæður og atburðir sem upp gætu komið í fjármálakerfinu eru flóknari og umfangsmeiri en áður. Einnig hefur þeim fjölgað sem e.t.v. yrði að eiga samskipti við bæði innanlands og utan. Í þessu sambandi má nefna að ef banki á Norðurlöndunum þarfnast lánveitingar til þrautavara og hefur aðsetur í fleiri en einu landanna getur samkomulag seðlabanka á Norðurlöndunum um viðbrögð við fjármálaáföllum¹ átt við.
- Aukin sérfræðiþörf innan Seðlabankans. Bankinn þarf á sérfræðingum að halda með þekkingu á því viðskiptaumhverfi sem alþjóðleg fjármálafyrirtæki starfa í og á þeim lögfræðilegu ágreiningsatriðum sem upp geta komið.

Mikilvægt er að geta metið og skilgreint helstu áhættuþætti til að viðhalda stöðugleika fjármálakerfisins. Það sem hins vegar gerir áhættumat erfitt er að setja í samhengi ólíklega atburði og áhrif þeirra á hagkerfið. Þegar banki teygir anga sína til margra landa, verða möguleg áhrif á innlent hagkerfi óljósari. Í þessu samhengi er því mikilvægt að geta gert sér grein fyrir helstu áhættuþáttum sem snúa að bönkum. Við útfærslu á eiginfjárhlutfalli skv. Basel II-staðlinum verður tekið á útlánaáhættu, markaðsáhættu og rekstraráhættu, en óljósara virðist hvernig taka eigi á

1. www.seðlabanki.is/uploads/files/Afallasamkomulag.pdf

lausafjárahættu. Þar að auki fullyrða sumir sérfræðingar að það sé lausafé sem ver banka og stöðugleika fjármálakerfisins fyrir óvæntum atburðum en ekki eiginfjárlutfall þeirra eitt og sér.² Seðlabankinn og Fjármálaeftirlitið (FME) fylgjast reglulega með lausafjárlutfalli íslenskra banka. Þegar starfsemi íslenskra banka er orðin umtalsverð á erlendri grund geta Seðlabankinn og FME átt erfitt með að sjá fyrir lausafjárskort í bankakerfinu sem t.d. erlendur dótturbanki gæti valdið. Að þessu leyti gæti reynst erfiðara að koma í veg fyrir lausafjávanda í eigin hagkerfi.

Samkvæmt lögnum um fjármálafyrirtæki, sbr. t.d. 104. gr., gilda mörg varúðarákvæði laganna, þ.m.t. ákvæði 83. gr. um laust fé, bæði fyrir einstök fjármálafyrirtæki og samstæðu fjármálafyrirtækja og dótturfyrirtækja. Í reglum um stórar áhættuskuldbindingar fjármálafyrirtækja sem byggðar eru á tilskipun 2000/12 er gert ráð fyrir að ekki sé hámark á skuldbindingum milli móður- og dótturfélaga enda séu viðkomandi félög í samstæðu. Í þessu sambandi má benda á að samkvæmt núgildandi ákvæðum í Danmörku er ekki hámark á áhættuskuldbindingum frá móðurfélagi til dótturfélags, enda séu félögin innan samstæðu, en hins vegar er óheimilt að lána frá dótturfélagi til móðurfélags nema með samþykki danska fjármálaeftirlitsins. Nefnd á vegum viðskiptaráðuneytis er að vinna að innleiðingu ákvæða tilskipunar 2002/87 um viðbótareftirlit með fjármálasam-

steypum í íslenskan rétt þar sem ákvæði tilskipunarinnar eiga að taka gildi eigi síðar en í ársbyrjun 2005. Í þessari tilskipun er m.a. sérstakt ákvæði um viðbótareftirlit með viðskiptum milli fyrirtækja innan fjármálasamsteypu. Innleiðing á slíku ákvæði í íslensk lög og reglur mun stuðla að því að efla eftirlit með starfsemi fjármálafyrirtækja yfir landamæri.

Samvinna Seðlabankans og FME þarf að vera virk og aðlagast alþjóðavæðingu bankakerfisins. Samvinnan er skilgreind og mótuð í samstarfssamningi Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins.³ Erend útrás íslenskra banka kallar í sjálfu sér ekki á grundvallarbreytingar á samstarfi Seðlabankans og FME. Samráð og margháttuð upplýsingaskipti samkvæmt samningnum eru til staðar en búast má við auknum samskiptum og viðleitni til að formbinda samstarf við seðlabanka og fjármálaeftirlit í löndum þar sem dótturbankar og útibú íslenskra banka hafa aðsetur.

Þau málefni sem hér hafa verið nefnd eru mikilvæg fyrir virkni og öryggi fjármálakerfisins. Íslenska fjármálakerfið hefur hleypt heimdraganum, verður sífellt alþjóðlegra í starfsemi sinni og ríkisrekstur viðskiptabanka hefur verið aflagður. Þjóðin og atvinnulífið búa nú við kvikara fjármálakerfi en áður var. Seðlabankinn lagar starfsemi sína að þessum aðstæðum í samræmi við hlutverk sitt samkvæmt lögum.

2. C.A.E. Goodhard (2004), „Some New Directions for Financial Stability”, *Per Jacobsson Lecture*, bls. 10-11.

3. www.seðlabanki.is/uploads/files/SamstarfssamningurSIFME.pdf

Verðstöðugleiki og fjármálastöðugleiki á Íslandi

Ávarp á ráðstefnu SUERF og Seðlabanka Íslands í Reykjavík, 3. júní 2004¹

Fyrir hönd Seðlabanka Íslands býð ég ykkur velkomin til þessarar ráðstefnu um *samspil verðstöðugleika og fjármálastöðugleika í litlum opnum hagkerfum*. Það er heiður fyrir Seðlabanka Íslands að standa að ráðstefnunni í samvinnu við SUERF. Við erum þakklát David Llewellyn, Eduard Hochreiter, Beatrix Krones og Michael Bailey hjá SUERF fyrir einkar ánægjulega samvinnu við undirbúning ráðstefnunnar. Sérstaklega býð ég velkominn aðalræðumann ráðstefnunnar Andrew Crockett, bankastjóra JP Morgan Chase International og fyrrverandi bankastjóra Alþjóðagreiðslubankans í Basel.

Viðfangsefni ráðstefnunnar er tímabært og nýtur vaxandi athygli bæði innan og utan seðlabanka. Ég er þess fullviss að framsöguerindi og umræður á ráðstefnunni muni auka skilning okkar á samspieli verðstöðugleika og fjármálastöðugleika og á þáttum sem við munum kjósa að beina athygli okkar að á komandi tíð.

Í þessu efni munum við njóta leiðsagnar viðurkenndra framsögumanna og þátttakenda. Ég þakka þeim sem góðfúslega samþykktu að hafa framsögu á ráðstefnunni og leggja fram ritgerðir, og ég hlakka til að hlýða á framlag þeirra.

Í því sem hér fer á eftir mun ég stuttlega lýsa eigin reynslu okkar á sviði verðstöðugleika og fjármálastöðugleika.

Gildandi lög um Seðlabanka Íslands voru samþykkt árið 2001. Með þeim var Seðlabankanum falið það meginmarkmið að stuðla að stöðugu verðlagi. Bankanum var veitt svokallað tækjasjálfstæði, þ.e. sjálfstæði til þess að vinna óhindrað að meginmarkmiði sínu, fjárhagslegt sjálfstæði bankans var eflt, og lögin fólu í sér skýr ákvæði um gagnsæi og reikningskil gagnvart stjórnvöldum og almenningi. Í lögnum er einnig kveðið á um að Seðlabankinn skuli stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, m.a. greiðslukerfi í landinu og við útlönd. Bankanum var með öðrum orðum falið að sinna viðfangsefnum á sviði fjármálastöðugleika auk þess að vinna að meginmarkmiðinu um stöðugt verðlag.

Um svipað leyti og lögin tóku gildi var með sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabankans tekið upp verðbólguþolmarkmið. Það varð kjölfesta peningastefnunnar. Verðbólguþolmarkmiðið var skilgreint sem 2½% hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánaða tímabili. Þessi umgjörð krefst mjög vandaðra vinnubragða af hálfu Seðlabankans. Bankinn birtir reglulega þjóðhags- og verðbólguþolspár. Verðbólguþolspáin er kjölfesta verðbólguþolmarkmiðsstefnunnar. Í ársfjórðungsriti sínu, *Peningamálum*, birtir bankinn ítarlega greiningu á framvindu og horfum í efnahags- og peningamálum. Þar eru einnig birt rök bankastjórnar fyrir ákvörðunum í vaxtamálum auk þess sem gefnar eru skýrar vísbendingar um það hvers vænta megi við framkvæmd peningastefnunnar þegar litið er fram á veg. Í þessum efnum leitast bankinn við að tala eins skýrt og unnt er.

1. Ávarp við setningu ráðstefnu SUERF og Seðlabanka Íslands í Reykjavík 3. júní 2004; þýtt úr ensku. SUERF (Société Universitaire Européenne de Recherches Financières) eru samtök hagfræðinga við háskóla, viðskiptabanka og seðlabanka. Enskt heiti samtakanna er The European Money and Finance Forum.

Þegar verðbólguþáttur var gert að kjölfestu peningastefnunnar gætti mikils ójafnvægis í hagkerfinu. Mikið þensluskeið hófst á seinni hluta síðasta áratugar. Í upphafi einkenndist það af beinni erlendra fjárfestingu og útflutningi, og þá var þjóðarþúið í tiltölulega góðu jafnvægi. Síðar breyttist þenslan í ofþenslu og mikinn vöxt einkaneyslu sem var drifinn áfram m.a. af hröðum vexti útlána á fjármálamarkaði þar sem frelsi til athafna hafði verið aukið til muna. Ójafnvægi myndaðist í þjóðarbúskapnum.

Með tímanum leiddi vaxandi ójafnvægi til þess að væntingar breyttust til hins verra, a.m.k. að hluta til vegna ört vaxandi viðskiptahalla við útlönd. Gengi krónunnar tók að lækka og lækkaði um þriðjung á einu og hálfu ári þar til síðla árs 2001. Þessi framvinda hafði áhrif á verðbólgu þar sem hækkandi innflutningsverð kom fram í innlendu verðlagi. Þegar verðbólguþáttur var tekið upp var hækkun vísitölu neysluverðs síðustu tólf mánuði 4%. Gengi krónunnar hélt áfram að lækka um sinn, og verðbólga fór töluvert upp fyrir efri þolmörk verðbólguþáttur miðsins. Seðlabankinn fylgdi aðhaldssamri peningastefnu og hækkandi stýrivexti sína jafnt og þétt í sögulegt hámark. Á endanum leiddi þetta til þess að hratt dró úr verðbólgu, en hún hafði náð hámarki í janúar 2002. Undir lok þess árs var hún komin undir verðbólguþáttur, og þannig hefur staðið lengst af síðan þar til í nýjustu mælingu.

Seðlabankinn hefur nú haft verðbólguþáttur mið í liðlega þrjú ár. Við teljum að þessi stefna hafi verið árangursrík. Tiltölulega hratt tókst að koma böndum á verðbólgu eftir að hin nýja stefna var tekin upp á tíma mikils ójafnvægis í þjóðarbúskapnum. Þess eru einnig skýr merki að verðbólguþáttur mið hafi öðlast trúverðugleika á mörkuðum og í þjóðfélaginu í heild. Frekar mun reyna á þessa stefnu á næstunni, en þá mun m.a. koma til óvenju mikil bein erlend fjárfesting í áliðnaði og framkvæmdum við byggingu tengdra orkuvera sem fjármagnaðar verða með lántökum.

Reynsla okkar bendir eindregið til þess að hægt sé að fylgja stefnu verðbólguþáttur miðs í litlum opnum hagkerfum rétt eins og í stórum hagkerfum með öflugum fjármálamarkaði. Stefnan krefst mikils aga og sérþekkingar af seðlabanka.

Sú áhersla sem lögð er á fjármálastöðugleika í Seðlabankalögunum frá 2001 er eðlileg og í samræmi við viðurkennd viðfangsefni seðlabanka. Seðlabanki

Íslands hafði með höndum bankaeftirlit til loka árs 1998 þegar það var sameinað eftirliti með starfsemi tryggingarfélaganna í nýrri stofnun, Fjármálaeftirlitinu, sem Seðlabankinn á náið samstarf við. Meðan Seðlabankinn bar ábyrgð á bankaeftirliti beindist athygli hans að sjálfsögðu að einstökum stofnunum og eftirliti með því að starfsemi þeirra samrýmdist gildandi lögum og reglum. Áður en bankaeftirlitið var flutt frá Seðlabankanum hafði bankinn þegar beint athygli sinni að fjármálastöðugleika í víðari skilningi með hliðstæðum hætti og aðrir seðlabankar á þeim tíma. Það var liður í því að á árinu 2000 hóf bankinn að birta tvisvar á ári skýrslur um fjármálastöðugleika í ársfjórðungsriti sínu, *Peningamálum*.

Ein ástæða þess að bankinn beindi æ meiri athygli að fjármálastöðugleika í víðari skilningi á síðasta áratug var sú að samfara auknu frelsi á fjármálamörkuðum jókst skilningur á því að veikburða fjármálakerfi gæti grafið undan efnahagslegum og peningalegum stöðugleika með sama hætti og ójafnvægi í efnahagslífi og slök efnahagsstefna gæti grafið undan stöndugu fjármálakerfi. Traust fjármálakerfi, þ.m.t. örugg greiðslu- og uppgjörskerfi, er einnig mikilvæg forsenda árangursríkrar peningastefnu. Síðustu hömlum á fjármagnsflutninga milli Íslands og annarra landa var aflétt á miðjum síðasta áratug. Frjálsræði jókst á fjármálamarkaði, og þar urðu verulegar skipulagsbreytingar. Þannig dró ríkissjóður með tímanum úr beinni eignaraðild að innlendum bankastofnunum og hvarf alveg frá henni. Þessi framvinda leiddi til harðnandi samkeppni fjármálastofnana á innanlandsmarkaði og tengdi innlendan fjármagnsmarkað mun nánari böndum við alþjóðlega fjármagnsmarkaði. Af þessu leiðir m.a. að í greiningu sinni á fjármálastöðugleika beinir Seðlabankinn jafnan athygli sinni að næmi fjármálakerfisins fyrir breytingum í ytra umhverfi, m.a. í framboði erlends lánsfjár til endurfjármögnunar, og viðkvæmni fjármálakerfisins fyrir skyndilegum breytingum á gengi krónunnar.

Framvindan í íslenskum þjóðarbúskap á seinni hluta síðasta áratugar og fram á þennan var á margan hátt hliðstæð því sem gerðist annars staðar á Norðurlöndum fyrir liðlega áratug. Ekki þarf að hafa um það mörg orð að reynslan þar gaf tilefni til nokkurrar áhyggju af undirliggjandi styrk íslensks fjármálakerfis. Seðlabankinn lýsti hreinskilnislega yfir áhyggjum í skýrslum sínum um fjármálastöðug-

leika, e.t.v. skýrast í maí 2001. Á svipuðum tíma birti Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn úttekt sína á íslensku fjármálakerfi og lýsti áhyggjum af styrk fjármálakerfisins í ljósi gríðarlegs ójafnvægis í þjóðarbúskapnum og tiltölulega veikburða bankakerfis að mati sérfræðinga sjóðsins. Sérfræðingarnir bentu á hraða lækkun er orðið gæti á gengi krónunnar og myndi veikja stöðu bankanna og valda þeim hættu.

Á fyrri hluta þensluskeiðsins þegar útlán og erlendar lántökur uxu hvað hraðast, ekki síst erlend skammtímalán, lagði Seðlabankinn lausafjárkvöð á innlánsstofnanir. Tilgangurinn með því var að hemja vöxt erlendra lána og knýja á um lengri lánstíma þeirra. Önnur varúðarregla sem Seðlabankinn setur varðar gjaldeyrisjöfnuð bankanna. Hún takmarkar mjög möguleika þeirra til þess að taka beina gjaldeyrisáhættu. Til viðbótar þessum reglum getur Seðlabankinn leitast við að hafa áhrif á bankana með opinberum þrýstingi, t.d. í misserisskýrslum sínum um fjármálastöðugleika og með öðrum opinberum eða óopinberum yfirlýsingum og skilaboðum. Bankinn hefur nýtt allar þessar leiðir með mismiklum árangri. Í samræmi við hefðbundið hlutverk slíks banka getur Seðlabanki Íslands veitt svokölluð lán til þrautavara ef innlendur banki lendir í lausafjárerfiðleikum. Seðlabankinn hefur einnig byggt skipulega upp gjaldeyrisforða í því skyni að styrkja lausafjárstöðu hagkerfisins út á við.

Aðlögun íslenska hagkerfisins eftir ofpensluskeiðið frá 1998 til 2001 var einkar átakalítil. Ég nefndi áður að verðbólga hefði farið undir verðbólguþolmarkmið Seðlabankans síðla árs 2002. Viðskiptahalli sem nam 10% af vergri landsframleiðslu árið 2000 var horfinn með öllu árið 2002, útlánavöxtur stöðvaðist, og ólíkt því sem gerðist sums staðar annars staðar á Norðurlöndum í upphafi síðasta áratugar stóðu íslenskir bankar tiltölulega traustum fótum í lok aðlögunarinnar og hafa styrkt stöðu sína verulega síðan. Eflaust eru ýmsar skýringar á þessari fremur hagstæðu framvindu. Nefna mætti t.d. góð ytri skilyrði á aðlögunartímanum, aðhaldssama stefnu í ríkisfjármálum, skjótt

hvarf viðskiptahallans við útlönd, snarpan viðsnúning gengisins eftir að það var í lágmarki og hraða minnkun verðbólgunnar á árinu 2002. Á árinu 2003 fylgdi Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn eftir úttekt sinni frá 2001 og benti á hversu vel aðlögun íslenska hagkerfisins hefði tekist, mjög aukinn styrk fjármálakerfisins og mikilvægar breytingar á lögum og reglum um fjármálastofnanir og eftirlit með þeim.

Eins og ég hef þegar nefnt er stöðugleiki verðlags meginmarkmið peningastefnu Seðlabanka Íslands. Annað meginmarkmið er að stuðla að stöðugleika fjármálakerfisins. Í greiningu bankans á fjármálastöðugleika er athygli beint að þjóðhagslegum þáttum og styrk og stöðu fjármálakerfisins í heild. Bankinn vinnur að þessum meginmarkmiðum af miklum faglegum metnaði. Þessi tvö viðfangsefni styðja í raun hvort annað í starfi bankans og njóta þess hve starfsmenn bankans, er þeim sinna, eiga með sér nána samvinnu. Bæði viðfangsefnin hafa orðið til þess að Seðlabankinn lítur nú lengra fram á veg en ella við mat sitt á horfum í efnahags- og peningamálum og mótun stefnu sinnar. Það ætti að leiða til bættrar stjórnar efnahags- og peningamála.

Enn er marga óskýrt um samspil verðstöðugleika og fjármálastöðugleika, en ég nefndi áður að traust fjármálakerfi væri forsenda efnahagsstöðugleika og peningastöðugleika og árangursríkrar peningastefnu og að slök efnahagsstefna gæti grafið undan stöndugum fjármálastofnunum. Frá því að frelsi var innleitt á innlendum fjármálamarkaði höfum við aldrei verið í þeirri stöðu að áhyggjur af framvindu sem varðar stöðu fjármálastofnana hafi haft bein áhrif á eða strítt gegn ákvörðunum í peningamálum. Markmið okkar er að koma í veg fyrir að til slíks komi. Hættan sem kann að hafa steðjað að fjármálakerfinu í lok síðasta þensluskeiðs hvarf vegna þess hve hratt tókst að koma á stöðugu verðlagi og ná innra og ytra jafnvægi í þjóðarbúinu.

Ég endurtek að ég býð ykkur velkomin til þessarar ráðstefnu og vænti þess að dvöl ykkar hér verði ánægjuleg.

Sir Andrew Crockett¹

Samspil peningalegs og fjármálalegs stöðugleika

Yfirlitserindi á ráðstefnu SUERF og Seðlabanka Íslands í Reykjavík, 3. júní 2004²

1 Inngangur

Gildi þess að viðhalda peningalegum og fjármálalegum stöðugleika er almennt hafið yfir allan vafa. Óstöðugleiki í fjármálalífínu hefur haft mikinn kostnað í för með sér á síðustu áratugum, hvort heldur í þróðum löndum eða nýmarkaðslöndum. Verðbólga var þrálátt vandamál á áttunda og níunda áratugnum og sigur á henni vannst með töluverðum tilkostnaði. Síðar hefur vandi fjármálastofnana og fjármálakerfisins í heild valdið þjóðarbúskap landa sem í hlut hafa átt ómældum búsifjum.

Að auki er ljóst að gagnkvæm tengsl eru á milli peningalegs og fjármálalegs óstöðugleika. Í fjölda rannsókna hefur verið greint frá sameiginlegum rótum gjaldmiðla- og bankakreppna og hvernig þær geta magnað hvor aðra. Samkvæmt einni rannsókn Alþjóðabankans hafa orðið meira en 120 fjármálakreppur í nýmarkaðsríkjum síðastliðna tvo áratugi. Dæmigerður kostnaður við að leysa þessar kreppur hefur að meðaltali numið 16% vergrar landsframleiðslu og kostnaður þeirra að samanlögðu numið þúsund milljörðum Bandaríkjadala.

Þótt viðtekið sé að gagnkvæm tengsl séu á milli peningalegs og fjármálalegs stöðugleika, hafa þau sérstök ferli sem eru að verki ekki verið skilgreind

með skýrum hætti. Þeir sem unnið hafa rannsóknir á þessum tengslum leggja áherslu á ólíka þætti. Mikil hækkun (og í sumum tilfellum lækkun) eignaverðs hefur beint áhyggjum manna að því með hvaða hætti sveiflur í eignaverði geta grafið undan stöðugleika. Hins vegar greinir menn á um hvort nokkur tengsl séu á milli þeirra og verðbólguviðmiða seðlabanka.

Í þessum fyrirlestri mun ég reyna að kafa dýpra í þessi mál og spyrja hvaða áhrif verðbólga hafi á fjármálalegan stöðugleika og öfugt. Til einföldunar mun ég einkum beina sjónum að gagnkvæmum áhrifum hvors þáttar á hinn og horfa fram hjá því sem augljóst er, að við skilyrði almenns jafnvægis sé hvort tveggja sameiginlega ákvarðað. Ég mun koma að þessu í lokin, áður en ég geri grein fyrir aðgerðum gegn óstöðugleika almennt. Önnur spurning sem ég mun fjalla um er stjórnsýsluleg skipan fjármálaeftirlits. Ef mikilvæg gagnkvæm tengsl eru á milli peningalegs og fjármálalegs stöðugleika, eins og ég mun halda fram, hvernig skal þá deila ábyrgð á eftirliti með fjármálakerfinu?

2 Skilgreiningar

Líkt og við alla fræðilega greiningu er við hæfi að byrja á að skilgreina hugtök. Ég mun fylgja viðteknunum venjum og skilgreina peningalegan stöðugleika sem stöðugleika kaupmáttar peninga, með öðrum orðum litla og stöðuga verðbólgu. Jafnframt fellst ég á að fylgja þeirri venju að skilgreina verðbólgu sem breytingu á meðalverði vöru og þjónustu í neyslukörfu sem endurspeglar neyklusamsetningu heimilanna. Þetta vekur þá spurningu hvort breytingar á

1. Sir Andrew Crockett er bankastjóri JP Morgan Chase International og fyrrverandi bankastjóri Alþjóðagreiðslubankans í Basel.

2. SUERF (Société Universitaire Européenne de Recherches Financières) eru samtök hagfræðinga við háskóla, viðskiptabanka og seðlabanka. Enskt heiti samtakanna er The European Money and Finance Forum. Erindið er þýtt úr ensku.

verði eigna, áþreifanlegra eða fjárhagslegra, hafi einhverja merkingu sem mælikvarði á verðbólgu. Sjálfur veit ég ekki svarið, en læt mér nægja að geta þess að æ fleiri sérfræðingar efast um að einvíður mælikvarði á verðbólgu lýsi nægilega vel fyrirbærinu sem við viljum rannsaka.

Ég skilgreini fjármálalegan stöðugleika sem hæfni fjármálakerfisins til að miðla fjármagni frá sparendum til fjárfesta án þess að valda miklum sveiflum á eignaverði. Takið eftir hvað þessi skilgreining felur í sér og hvað hún felur ekki í sér. Það að beina athyglinni að starfsemi kerfisins þýðir að erfiðleikar eða gjaldþrot einstakra fjármálastofnana eru ekki áhyggjuefni nema ef áhrifa gæti á miðlunargetu alls fjármálakerfisins, þ.e.a.s. ef smitleiðir eru til staðar. Skilyrðið um að ekki megi vera miklar sveiflur í eignaverði til þess að kerfi geti talist stöðugt kemur eignaverði að í skilgreiningunni.

Vera kann að þetta sé ekki almennt viðtekið, og því er gagnlegt að gera þessu skýr skil. Venjulegar sveiflur í verði fjárhagslegra og áþreifanlegra eigna eru eðlilegur og nauðsynlegur hluti virks fjármálakerfis. Verði sveiflurnar of miklar (sleppum því að skilgreina hér hvað eru „of“ miklar) fara menn að hafa áhyggjur af stöðugleikanum. Hvers vegna?

Við höfum áhyggjur af fjármálalegum óstöðugleika vegna þess að hann er kostnaðarsamur. Ósamræmi í eignaverði, sem gjarnan er undanfari og fylgiskur fjármálalegs óstöðugleika, getur haft viðtæk áhrif á neyslu og ákvarðanir um fjárfestingu og valdið óhagkvæmri ráðstöfun verðmæta milli geira og tímabila. Jafnvel þótt þessu fylgi ekki hrun fjármálastofnana, getur kostnaður þjóðfélagsins að lokum orðið verulegur.

3 Sögulegt yfirlit: Breytt sýn á peningalegan og fjármálalegan stöðugleika

Á tímum gullfótarins var peningalegur stöðugleiki skilgreindur sem það að viðhalda verðgildi viðkomandi gjaldmiðils í gulli. Talið var að breytingar á kaupmætti gjaldmiðils sem var innleysanlegur fyrir gull stofuðu fyrst og fremst af breytingum á heildarframboði gulls og væru því ekki á valdi eða ábyrgð seðlabanka eða ríkisstjórna. Undir slíkri peningastefnu var litið svo á að ábyrgð peningamálastjórnvalda fælist í að tryggja að ávallt væri hægt að skipta pappírpeningum yfir í viðmiðunarmyntfót (gull).

Í framkvæmd þýddi þetta að viðhalda nægilegum gullforða til að mæta eðlilegum kröfum um skipti, og vera reiðubúin að nota vexti til að verja gullforðann þegar á hann gekk.

Í flestum löndum urðu til stofnanir sem öxluðu ábyrgð á að tryggja heilbrigði bankakerfisins. Oftast, en þó ekki alltaf, urðu þessar stofnanir með tímanum seðlabankar. Verkefni seðlabanka voru fyrst skilgreind í klassísku verki Bagehot, „Lombard Street“, sem er sigilt að því er varðar skilgreiningu á ábyrgð seðlabanka á fjármálalegum stöðugleika. Menn urðu almennt sammála um að seðlabankar ættu að vera lánveitendur til þrautavara fyrir bankakerfið, útvega traustum bönkum í fjárhagserfiðleikum reiðufé (fyrir ákveðið verð), en láta vera að lána gjaldþrota stofnunum.

Þessi viðhorf til ábyrgðar seðlabanka tóku að breytast þegar gullfóturinn var lagður af og gildi gjaldmiðils varð háð stefnu í hverju landi. Reyndar er ekki unnt að tímasetja þessa breytingu nákvæmlega. Flest lönd hurfu frá gullfæti árið 1914 en ríkisstjórnir höfðu það um nokkurt skeið að markmiði að taka upp einhvers konar gullfót á ný. Það var ekki fyrr en Bretton-Woods kerfið leið undir lok, snemma á áttunda áratugnum, að gull hætti að skipta máli í peningakerfum. Löngu áður en það átti sér stað hafði almenningi skilist að innlend verðbólga var afleiðing aðgerða seðlabanka og á ábyrgð þeirra.

Eftir seinni heimsstyrjöldina voru stjórnendur peningamála ekki eins uppteknir af fjármálalegum stöðugleika og áður og til þess lágu ýmsar ástæður. Einn þáttur arfleifðar kreppunnar miklu var net reglna og hafta sem umlukti innlent fjármálakerfi, virkaði sem öryggisnet og takmarkaði samkeppni í bankakerfinu. Þetta verndaða umhverfi varði banka fyrir tapi þegar áföll sem áhrif höfðu á hagnað þeirra dundu yfir.

Í mörgum löndum var peningastefnan heldur ekki talin mjög mikilvæg og lágu til þess tvær ástæður. Í fyrsta lagi dró fastgengisstefna úr möguleikum til sjálfstæðrar peningastefnu. Í öðru lagi voru ríkjandi fræðileg viðhorf þau, eins og fram kom til dæmis í Radcliffe skýrslunni (1958), að verðbólga stafaði af raunstærðum og að peningaleg skilyrði hefðu lítil áhrif á þær.

Þetta tók að breytast upp úr miðjum sjöunda áratugnum. Sterk rök peningamagnskennningarinnar og reynsla af sívaxandi verðbólgu urðu sameiginlega til

Þess að sannfæra hagfræðinga um að meginviðfangsefni seðlabanka ætti að vera að koma á peningalegum stöðugleika, í þeim skilningi að hafa hemil á verðbólgu. Nokkurn tíma tók að ná tökum á verðbólgunni og hafði það í för með sér umtalsverðan fórnarkostnað, en í upphafi tíunda áratugarins hafði því markmiði að mestu verið náð. Samfara þessu höfðu fræðilegar rannsóknir og athuganir lagt grunn að bættum skilningi á verðbólguferlinu. Stofnanatengdir þættir, til dæmis sjálfstæði seðlabanka gagnvart sitjandi ríkisstjórn og peningastjórn með verðbólgu-markmið, hjálpuðu til við að festa árangur verðstöðugleika í sessi.

Árangursríkri baráttu við verðbólgu fylgdi í flestum löndum aukið frelsi í fjármálakerfinu. Regluverk eins og vaxtaþök og takmarkanir á starfsemi fyrirtækja voru rýmkuð eða afnumin. Samkeppnisöflin fengu því aukið svigrúm.

Flestir töldu líklega að minni verðbólga og aukið frjálsræði fjármálakerfisins hefðu átt að efla stöðugleika þess. Þegar öllu var á botninn hvolft hefur óöryggið sem fylgir mikilli og breytilegri verðbólgu gjarnan í för með sér óhagkvæma ráðstöfun verðmæta sem oft leiðir til fjárhagslegra erfiðleika, og samkeppnisumhverfi er oftast talið stuðla að því að hæfustu fyrirtækin lifi af.

Þegar til kastanna kom hafði aukið frelsi á fjármálamörkuðum í för með sér tíðari tilvik fjármálalegs óstöðugleika. Því hefur baráttu gegn óstöðugleika komist ofar á verkefnalistann, bæði innan hvers ríkis og á alþjóðavettvangi. Umræðan hefur snúist um hvort tveggja, hvaða stefnu þurfi að taka til að fyrirbyggja og takast á við erfiðleika í fjármálakerfinu og hvaða stofnanir eigi að bera ábyrgð á að setja varúðarreglur og bregðast við kreppum.

Tilgangur þessa nokkuð langa sögulega útdrúrs er að sýna fram á að það er frekar nýtt af nálinni að huga að hvoru tveggja samtímis, peningalegum og fjármálalegum stöðugleika. Hingað til hafa yfirvöld peningamála yfirleitt aðeins fengist við annað hvort en ekki bæði í einu, og þau hafa ekki af alvöru reynt að svara spurningunni um hvernig þessi markmið fara saman.

4 Áhrif peningalegs stöðugleika á fjármálalegan stöðugleika

Ég mun nú snúa mér að aðalviðfangsefni þessa erindis, samspili peningalegs og fjármálalegs stöðug-

leika. Eins og ef til vill mátti vænta mun ég aðallega fjalla um hvernig *óstöðugleiki* breiðist út. Til að einfalda málið, byrja ég á að skoða hvernig peningalegur óstöðugleiki getur haft áhrif á fjármálalegan óstöðugleika, og síðan athuga hvað gerist ef orsakatengslin eru í hina áttina. Því næst mun ég reyna að meta hvernig þetta tvennt getur farið saman.

Peningalegur óstöðugleiki kemur venjulega fram í mikilli verðbólgu (þótt nýleg reynsla Japana minni okkur á að verðhjóðnun getur verið álika alvarlegt vandamál og að færa megi fyrir því rök að færri úrræði séu tiltæk til að bregðast við þeim vanda). Mikil verðbólga getur stuðlað að óstöðugleika í fjármálakerfinu á marga vegu. Í fyrsta lagi er óstöðug verðbólga nánast undantekningalaust fylgifiskur mikillar verðbólgu. Óstöðug verðbólga skapar óöryggi við langtímasamninga sem erfitt er, ef ekki ómögulegt, að verja sig fyrir svo að viðunandi sé.

Um langt skeið hafa bankar tekið skammtímalán til að lána út til langs tíma. Þegar skammtíma vextir hækka, sem viðbrögð við aukinni verðbólgu, geta þeir verið læstir í stöðu með eignir sem bera fasta ávöxtun á sama tíma og kostnaður við fjármögnunina eykst. Hægt er að fela tapið ef bókhaldsvenjur endurspeglar verðbreytingar ekki nægilega vel. Ef lán miðast t.d. við upphaflega bókfært virði, getur virst sem fjármálastofnunin sé nægilega vel fjármögnuð þótt fjármálaleg staða hennar hafi í raun veikt verulega. Þegar þannig er háttað gætu innherjar nýtt sér aðgang að fjármagni til æ áhættumeira braks til að bæta annars vonlausu stöðu sína. Með nokkurri einföldun er þetta sagan um sparisjóði á níunda áratugnum í Bandaríkjunum og sami vandi liggur að baki ýmsum erfiðleikum sem önnur fjármálakerfi eiga við að glíma.

Í öðru lagi getur verðbólga skapað fjármálavanda vegna rangra hvata sem verða til þegar saman fara mikil verðbólga og sveigjanleg fastgengisstefna. Það sem slíkt kerfi gerir í raun, er að blanda samfelldri innlendri verðbólgu saman við óreglulega aðlögun verðs erlendra gjaldmiðla. Við þannig aðstæður hlýtur hlutfallslegt verðlag að bjagast, og þeir sem byggja ákvarðanir sínar á væntingum um áframhaldandi fast gengi verða berskjaldaðir fyrir gengistapi sem gæti orðið mikið. Slíkt hefur oft gerst. Skýrustu dæmin eru kreppurnar í Austur-Asíu 1997-1998 og í Argentínu 2001-2002 þar sem fjármálalegt ójafnvægi byggðist upp í skjóli fastgengisstefnu og síðan hafði

skörp gengisfelling í för með sér eða jök á fjármálakreppu innanlands.

Í þriðja lagi og á almennari nótum hefur verðbólga í för með sér óhagkvæma ráðstöfun fjármuna og gerir erfiðara að meta undirliggjandi arðsemi verkefna. Erfiðara verður að meta útlánaáhættu, sérstaklega þegar áframhaldandi geta lántakenda til að standa í skilum er háð því að ákveðnu sambandi milli hækkunar kostnaðar og tekna sé viðhaldið.

Að lokum má ekki líta fram hjá því að þegar miklar verðbólguvæntingar hafa náð að festast í sessi, getur það verið álika mikið áfall að það dragi úr verðbólguhraðanum og að hann aukist. Þetta hefur einmitt verið vandi líftryggingageirans á undan-gengnum árum.

5 Áhrif fjármálalegs stöðugleika á peningalegan stöðugleika

Snúum okkur nú að því hvernig fjármálalegur óstöðugleiki getur haft áhrif á peningalegan stöðugleika. Getur óstöðugt eignaverð og spennan í fjármálakerfinu heft seðlabanka í viðleitni hans til að viðhalda lítilli og stöðugri verðbólgu?

Til er hugmyndafræði sem telur að þróun fjármálamarkaða og stofnana hafi lítil áhrif á getu seðlabanka til að stuðla að verðstöðugleika. Þessi rökfræði gengur út á að peningastefna hafi áhrif á verðlag gegnum áhrif vaxta á eftirspurn. Ekki sé ástæða til að ætla að aðstæður á fjármálamörkuðum geti skert getu seðlabanka til að stýra vöxtum. Á sama hátt sé ekki líklegt að sú staða geti komið upp að vaxtabreytingar dugi ekki til að hafa áhrif á eftirspurn.

En það sem gildir við eðlilegar markaðsaðstæður í þróuðum hagkerfum á ekki endilega við þegar truflun hefur átt sér stað, sérstaklega í nýiðnvæddum ríkjum. Á síðarnefndu mörkuðunum ýttu greiðsluþrot banka greinilega undir lækkun gengis og gerðu seðlabönkum nánast ógerlegt að ná markmiði sínu um verðstöðugleika.

Fjármálalegir erfiðleikar í iðnvæddum ríkjum geta einnig gert það að verkum að erfiðara er að halda verðbólgu á æskilegu stigi og vexti eftirspurnar stöðugum. Japan er líklega besta dæmið um land sem, eftir að eignaverðbólga sprakk, hafnaði í verðhjóðnunargildru um langt skeið þar sem hefðbundin stjórnþæki peningamála gerðu lítið gagn. Þó að Japan sé jafnaldæmi er það sannarlega ekki einstakt.

Í Bandaríkjunum, til dæmis, hefur seðlabankinn þurft að beita óvenju eftirlátssamri peningastefnu vegna veiks efnahags fjármálastofnana, og til eru önnur álika dæmi.

Önnur vandamál verða til þegar eignaverð hækkar hratt. Ekki er ágreiningur um að eignaverð skipti máli fyrir ákvarðanir í peningamálum sakir áhrifa þess á auðsæld í einkageiranum og þar með á neysluhneigð. En ætti að taka fleiri þætti með í reikninginn? Mun hugsanlega ósjálfbær hækkun eignaverðs hafa önnur áhrif á útgjöld, til dæmis þegar undið er ofan af henni? Ef þetta gerist einhvern tíma í óvissri framtíð, t.d. handan við tveggja ára sjóndeildarhring verðbólguþröngu, ætti þá að horfa fram hjá því eða taka það með í reikninginn? Ef þetta er nokkuð sem veldur stjórnvöldum peningamála áhyggjum, ættu þau þá að nota peningastefnuna eða önnur tæki til að vega á móti þessu uppsafnaða ójafnvægi, eða ættu þau að biða eftir aðlögunarfasanum og grípa þá til aðgerða? Þetta eru flóknar spurningar og við þeim eru ekki til nein einföld svör.

6 Stefna sem miðar að peningalegum og fjármálalegum stöðugleika

Næst skal ég reyna að svara þeirri spurningu hvort hægt sé að reka stefnu peningalegs og fjármálalegs stöðugleika hvors í sínu lagi, eða hvort nauðsynlegt sé að samræma þessi stefnumið og ef svo er, hvernig. Í næsta hluta erindisins mun ég fjalla um hvernig ætti að skipta verkum.

Flestir telja að peningalegur og fjármálalegur stöðugleiki, eins og hugtökin eru skilgreind í þessu erindi, séu aðskilin markmið sem áhrifaríkast sé að ná með aðskildum stjórnþækjum. Að því er peningastefnuna áhrærir er helsta stjórnþækið skammtíma-vextir sem stjórnað er af seðlabanka og millimarkmiðið er verðbólga, u.þ.b. til næstu tveggja ára. Sumum seðlabönkum hefur þótt gagnlegt að miða við formlegt verðbólguþröngu. Þeir sem hafa ekki slíka umgjörð láta jafnan eitthvað svipað í ljós í opinberum yfirlýsingum.

Unnið hefur verið að því að treysta fjármálalegum stöðugleika með því að efla fjármálaeftirlit, ásamt sérstökum ráðstöfunum („öryggisneti“) til að verja kerfið ef óvenjuleg áföll dynja yfir. Að undanfögnu hefur athyglin beinst í auknum mæli að aðgerðum til að auka áhættunæmi eftirlits og draga úr freistnivanda.

Lítill vafi er á því að þetta muni áfram verða hornsteinn stefnu er miðar að stöðugleika. Eigi að síður, eins og fólst í því sem sagt var í kaflanum hér á undan, kann að vera þörf á að taka sérstakt tillit til samspilsins þarna á milli. Peningastefna virkar í gegnum fjármálakerfið. Því er nauðsynlegt fyrir stjórnvöld peningamála að vita hvaða áhrif umgjörð fjármálaeftirlits hefur á fjármálakerfið. Með svipuðum hætti ræðst ástand og viðkvæmni ákveðinna stofnana af peningalegu aðhaldi í nútíð og framtíð. Varfærnisleg hegðun einstakra stofnana (t.d. með því að draga úr útlánum þegar lægð er í efnahagslífinu) getur teft stöðugleika í hættu frá þjóðhagslegu sjónarmiði.

Þessi sjónarmið tel ég að feli í sér að nauðsynlegt sé að leita leiða til þess að taka með skýrari hætti en áður mið af samspili þátta peninga- og fjármálakerfis við mótun stöðugleikastefnu. T.d. gæti verið gagnlegt að skoða afleiðingar útlánavaxtar sem til skamms tíma virðist í samræmi við stöðugleika verðlags, en gerir eignaverði kleift að hækka mun hraðar. Þegar slíkt gerist getur það bent til fjármálalegs óstöðugleika síðar og e.t.v. vandkvæða við að ná verðbólgu-markmiði.

Þegar litið er til fjármálaeftirlits gæti verið æskilegt að endurskoða beitingu reglna sem ósjálfrátt ýta undir sveiflur í eignaverði. Þar á meðal eru reglur sem eru mælikvarði á áhættu er tengist stöðu hagsveiflunnar. Með því að breyta aðferðum við að ákveða framlag í afskriftareikning og hvetja til mats á útlánnum með hliðsjón af hagsveiflunni í heild sinni myndi draga úr sveiflum í útlánnum. Aukin notkun álagsprófa myndi hjálpa við að takmarka óhóflegan útlánavöxt í uppsveiflu.

7 Stjórnunarhættir: Hverjum á að fela ábyrgð á að ná peningalegum og fjármálalegum stöðugleika?

Hér að framan hef ég haldið því fram að peningalegur og fjármálalegur stöðugleiki séu aðskilin en tengd fyrirbæri, og að bæði séu mikilvæg fyrir heilbrigði efnahagslífsins. Ég hef einnig bent á aðferðir sem gætu tekið mið af gagnvirkninni við mótun aðgerða sem stuðla að báðum markmiðum. Til viðbótar þessu mikilvæga atriði eru stjórnunarhættir einnig mikilvægt úrlausnarefni. Hverjum skal fela ábyrgð á hvoru markmiði og hvernig ætti samvinnu þeirra að vera háttáð?

Auðveldara er að svara þessari spurningu með til-liti til peningalegs stöðugleika en fjármálalegs. Nú-orðið er lítil ágreiningur um að peningastefnan eigi að vera í höndum seðlabanka sem býr yfir nægu sjálf-stæði til að framfylgja stefnu verðstöðugleika.

Að því er fjármálalegan stöðugleika varðar liggur þetta ekki jafn ljóst fyrir. Venja var að seðlabankar gegndu þessu hlutverki. Bagehot lýsti fyrstur manna hlutverki Englandsbanka í þessum efnunum með skýrum hætti, en þeirri fyrirmynd var fylgt í mörgum löndum.

Nýlega hefur það hins vegar gerst í sífellt fleiri löndum að bankaeftirlit hefur verið skilið frá peningastefnunni og vistað hjá óháðri stofnun.

Þetta vekur þá spurningu hvaða stjórnsýsluleg uppbygging sé best fallin til að stuðla að fjármálástöðugleika, og hafi verið ákveðið að koma eftirlitinu fyrir hjá sérstakri stofnun, hvernig skal lýsa og framfylgja þeimskyldum seðlabanka sem eftir standa?

Rökin fyrir því að skilja setningu reglna og eftirlit með bönkum frá mótun peningastefnunnar eru að þessi tvö hlutverk séu í eðli sínu ólík. Annað þeirra gæti jafnvel þvælst fyrir hinu að því leyti að áherslur stjórnenda dreifast og framkvæmd annars þeirra gæti leitt til hagsmunaárekstra gagnvart hinu. Þessi staða gæti komið upp t.d. ef seðlabanki sem er ábyrgur fyrir fjármálaeftirliti hneigist til að slaka á aðhaldi peningastefnunnar til þess að ná öðrum markmiðum, svo sem að verja greiðsluhæfi bankastofnana.

Því er einnig stundum haldið fram að hnökror á framkvæmd fjármálaeftirlits seðlabanka gætu skaðað starfsemi bankans þannig að torveldaði framkvæmd peningastefnunnar. Sterkari eru þau rök að nauðsynlegt sé að samhæfa starf trygginga-, verðbréfa- og bankaftirlits og að aukið hlutverk á því sviði myndi færa seðlabanka of langt frá peninga- og bankamálum sem þeir hafa sérþekkingu á. Af þeim sökum kann að vera best að sameina hlutverk fjármálaeftirlits í samþættri stofnun, sem hefur burði til að taka með sambærilegum hætti á fjármálastofnunum af ýmsu tagi.

Á móti þessum rökum, eru einnig sterk rök fyrir því að halda bankaftirliti innan seðlabanka. Seðlabanki á dagleg samskipti við fjármálamarkaðina sem erfitt er að kalla fram í eftirlitsstofnun og jafnvel þótt það tækist fæli það í sér soun á opinberri sérþekkingu. Til þess að gera sér grein fyrir miðlunarferli

peningastefnunnar þurfa seðlabankar að hafa skýra mynd af efnahagsreikningi bankakerfisins. Þegar fjármálakerfið er undir álagi er samhæfing yfirvalda á sviði fjármálaeftirlits og peningamála óhjákvæmileg, sem er auðveldara að koma við undir einu þaki.

Önnur rök fyrir því að halda fjármálaeftirliti innan seðlabanka er sjálfstæði gagnvart pólitískum þrýstingi. Í flestum löndum njóta seðlabankar umtalsverðs sjálfstæðis og virðingar, sem þeir hafa áunnið sér með ærnum tilkostnaði á löngum tíma. Það hefur gert þeim kleift að ráða til sín vel hæft starfsfólk. Að færa eftirlit til stofnunar sem í upphafi yrði veikari myndi stefna þessum ávinningi í hættu. Charles Goodhart hefur haldið því fram að þessi rök eigi sérstaklega við í nýmarkaðsríkjum.

Framangreint vekur upp þá spurningu hvort líta beri á hlutverk bankaftirlits sem jafngilt eftirliti með fjármálastöðugleika. Ég held að svo sé ekki, og ekki aðeins vegna þess að bankakerfið sé aðeins einn þáttur fjármálakerfisins. Að stuðla að fjármálastöðugleika felur í sér meira en einfaldlega ábyrgja stjórn einstakra fjármálastofnana. Að auki felur það í sér að forðast þjóðhagslegt misvægi, sem gæti ef ekkert er aðhafst skapað fjármálalega spennu og brotist fram í skörpum sveiflum í eignaverði og þar með hugsanlega skapað áraun á fjármálastofnanir. Það felur einnig í sér að gefa gaum markaðsöflum sem miðla erfiðleikum í gegnum kerfið þegar það verður fyrir ytri áföllum.

Draga má í efa að eftirlitsaðilar með fjármálakerfinu, sem bera ábyrgð á að tryggja ábyrgja stjórn fjármálastofnana á sínu sviði, séu nægilega vel í stakk búnir til að fást við fjármálalegan óstöðugleika í svo víðum skilningi. Reyndar er þetta sennilega ástæða þess að flestir seðlabankar sem hafa ekki lengur bankaftirlit með höndum í orðsins fyllstu merkingu hafa haldið áfram að líta á fjármálastöðugleika í víðari skilningi þess orðs sem eina af skyldum sínum.

Ekki er auðvelt að skilgreina hvað felst í þessum skyldum sem eftir standa. Nokkra hugmynd um það gefur tilurð og innihald fjármálastöðugleikaskýrslna sem rutt hafa sér braut ásamt verðbóluskýrslum sífellt fleiri seðlabanka. Eftirlit með fjármálastöðugleika í þessum skilningi virðist fela í sér þá skyldu að rýna í framvindu á fjármálamörkuðum sem hugsanlega gæti reynst ósjálfbær, að skoða áhrif kerfisbreytinga á fjármálamarkaði og nýrra fjármálaafurða á framvindu markaða og skoða þróun efnahagsreikninga einstakra geira og stofnana.

Ýmsir seðlabankar hafa jafnframt lagt sig fram um að skilgreina skyldur sínar ef svo bæri undir að kerfislæg hættu stafaði að fjármálakerfinu. Í hópi helstu landa heims virðist nálgun Breta vera heildstæðust. Þar hittast með skipulegum hætti fjármálaeftirlitið (FSA), Englandsbanki og fjármálaráðuneytið á ýmsum stigum stjórnáráðuneytis. Í sérstökum samningi er samskiptaháttunum lýst og skyldum þegar kreppu ber að höndum. Fjárhagslega aðstoð yrði að veita fyrir tilstuðlan Englandsbanka, mat á stöðu einstakra stofnana kæmi einkum frá fjármálaeftirlitinu og ákvörðun um opinberar fjárveitingar frá fjármálaráðuneytinu.

Á evrusvæðinu og í Bandaríkjunum eru skyldurnar ekki skilgreindar jafn skýrt. Í tilfelli þessara hagstjórnarsvæða er raunar eðlilegt að spyrja hvort unnt yrði að finna lausn tímanlega ef svo bæri við að fjármálastöðugleika væri ógnað vegna stórrar fjármálastofnunar sem komin væri í þrot. Að skýra nánar skyldur einstakra opinberra aðila er mikilvægt verkefni sem ólukið er á sviði fjármálastöðugleika. Erfitt er að fá kastljósinu beint að slíkum úrlausnarefnum þegar horfur á óstöðugleika fjármálakerfisins virðast fjarlæggar. Þegar slíkur óstöðugleiki kemur upp gæti það hins vegar verið orðið of seint.

Jón Steinsson¹

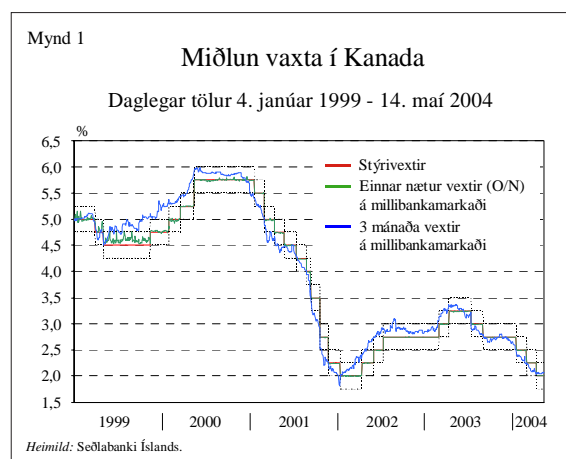
Stjórnþæki peningamála og skilvirkni peningamarkaðarins

Á undanföllum árum hafa tengsl stýrivaxta Seðlabankans við skammtíma vexti á peningamarkaði verið mun veikari en víða annars staðar. Í þessari grein er leitast við að skilja orsakir þessa og hvað Seðlabankinn getur gert til þess að minnka frávik skammtíma vaxta frá stýrivöxtum bankans. Fjallað er um framkvæmd peningamála erlendis og sérstök áhersla lögð á áhrif rafrænna greiðslukerfa sem tekin hafa verið í gagnið víða erlendis á undanföllum árum. Settar eru fram tillögur um breytingar á framkvæmd peningamálastefnunar og aðgerðir til þess að auka skilvirkni fjármálakerfisins.

Allt frá því í mars 1998 hefur helsta stjórnþæki Seðlabanka Íslands verið vextir í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir. Fram á vor 2001 notaði bankinn þessa stýrivexti til þess að halda gengi krónunnar innan vikmarka. Þá um vorið tók bankinn upp verðbólgu markmið og hefur síðan þá beitt stýrivöxtunum til þess að ná því markmiði. Ákvarðanir Seðlabankans um breytingar á stýrivöxtunum miðlast út í hagkerfið gegnum fjármálamarkaði. Stýrivextir Seðlabankans hafa áhrif á aðra vexti á peningamarkaði sem aftur hafa áhrif á gengi krónunnar, eignaverð og útlán bankakerfisins. Þessar stærðir hafa loks áhrif á eftirspurn í hagkerfinu, verðbólguvæntingar og verðbólgu. Þetta ferli kallast miðlunarferli peningamálastefnunar og er nánar lýst í grein Þórarins G. Péturssonar (2001).

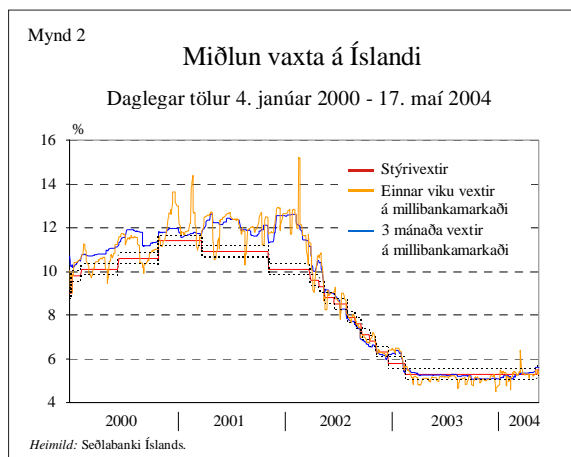
1. Höfundur stundar doktorsnám í hagfræði við Harvardháskóla og starfði á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands sumarið 2004. Höfundur vill þakka Arnóri Sighvatssyni, Bergi Barðasyni, Pierre Duguay, Gerði Ísberg, Hallgrími Ásgeirssyni, Hauki Benediktssyni, Ingunni Bragadóttur, Jóni Oddleifssyni, Kolbrúnu Guðlaugsdóttur, David Longwood, Máu Guðmundssyni, Pálinu Kristinsdóttur, Tómasi Kristinssyni, Tryggva Pálssyni og Þórnari Péturssyni fyrir hjálplegar ábendingar og samtöl sem juku skilning höfundar á viðfangsefni greinarinnar. Höfundur vill þakka Rannsóknarnámssjóði Rannsóknarráðs Íslands fyrir fjárhagslegan stuðning. Þær skoðanir sem hér koma fram eru höfundar og þurfa ekki að endurspegla skoðanir Seðlabanka Íslands.

Mikilvægur liður í miðlun peningamálastefnunar eru tengsl stýrivaxta Seðlabankans og annarra skammtíma vaxta á peningamarkaði. Erlendis fylgja skammtíma vextir á peningamarkaði stýrivöxtum seðlabanka afskaplega náíð. Á mynd 1 sést glögg að í Kanada hafa einnar nætur vextir á millibankamarkaði verið nánast nákvæmlega þeir sömu og stýrivextir Seðlabanka Kanada hvern einasta dag allt frá því í upphafi árs 2000. Fyrir þann tíma voru einnar nætur vextir ögn hærri en stýrivextirnir, en



viku þó aldrei meira frá stýrivöxtunum en 25 grunnpunkta (0,25%). Mynd 1 sýnir að þriggja mánaða vextir á millibankamarkaði í Kanada fylgja einnig stýrivöxtum Seðlabanka Kanada náð. Frávik þeirra frá stýrivöxtunum eru sjaldan meira en 50 grunnpunktar.

Á Íslandi hafa tengsl stýrivaxta Seðlabankans við aðra skammtíma vextir á peningamarkaði verið mun veikari til skemmri tíma en víða annars staðar. Mynd 2 sýnir þróun einnar viku vaxta og þriggja mánaða vaxta á millibankamarkaði.² Á árunum 2000 og 2001 voru vextir á millibankamarkaði mun hærrir en stýrivextir Seðlabankans svo mánuðum skipti. Frávikin voru mest undir lok árs 2001. Þá munaði meira en 200 grunnpunktum á einnar viku vöxtum á millibankamarkaði og stýrivöxtum Seðlabankans. Síðan þá hafa þessi frávik minnkað umtalsvert. Þau eru samt sem áður enn mun meiri en gengur og gerist í öðrum löndum. Þannig voru einnar viku vextir um 50 punktum hærrir en stýrivextir Seðlabankans í byrjun árs 2003 en lækkuðu síðan niður fyrir stýrivextina og voru um 25 punktum fyrir neðan stýrivextina mestallt árið 2003. Af mynd 2 sést einnig að þriggja mánaða vextir á millibankamarkaði virðast fylgja skemmri vöxtum á millibankamarkaði en ekki stýrivöxtum Seðlabankans.



2. Stýrivextir Seðlabanka Íslands voru tveggja vikna vextir fram til 1. júní 2004. Það væri því best ef unnt væri að nota þá í þessum samanburði. Millibankamarkaður með tveggja vikna lán hefur hins vegar einungis verið starfræktur síðan í janúar 2001. Tveggja vikna vextir eru því ekki til fyrir allt það tímabil sem skoðað er á mynd 2. Frá janúar 2001 hafa hins vegar tveggja vikna vextir fylgt einnar viku vöxtum á millibankamarkaði mjög náð.

Frávik vaxta á millibankamarkaði frá stýrivöxtum Seðlabankans eru slæm fyrir að minnsta kosti tvennar sakir. Í fyrsta lagi veikja þau miðlunarferli peningamálastefnunnar og innleiða óþarfa óvissu í ferlið. Peningamálastefnan byggist á því að Seðlabankinn stjórni vöxtum á íslenskum fjármálamörkuðum. Þeim mun betri sem stjórn Seðlabankans er á vaxtastiginu þeim mun auðveldara er fyrir bankann að stýra eftirspurn í hagkerfinu og ná verðbólgu markmiði sínu.

Í annan stað eru frávik vaxta á millibankamarkaði frá stýrivöxtum Seðlabankans vísbending um óskilvirki í fjármálakerfinu. Frávikin þýða að íslenskir bankar fjármagna sig á mismunandi kjörum. Sumir bankar fjármagna sig með endurhverfum viðskiptum við Seðlabankann. Aðrir fjármagna sig hins vegar á millibankamarkaði á allt öðrum kjörum. Þetta eru merki þess að brotalöm sé á því að millibankamarkaðnum takist að miðla fé frá þeim bönkum sem hafa meira laust fé en þeir þurfa til þeirra sem best not hafa fyrir það. Þar sem það er hlutverk Seðlabankans að stuðla að virku og hagkvæmu fjármálakerfi er æskilegt að bankinn geri það sem í hans valdi stendur til þess að millibankamarkaðurinn verði eins hagkvæmur og auðið er.

Á undanförunum árum hafa orðið miklar breytingar á framkvæmd peningamála víða erlendis. Bindiskylda hefur verið lækkuð eða jafnvel afnumin og vægi beinna markaðsaðgerða hefur minnkað. Tekin hafa verið í gagn við fullkomin rafræn greiðslumiðlunarkerfi sem nú leika lykिलlutverk við framkvæmd peningamála.

Þessar breytingar eru svar við auknu vægi rafræna viðskipta og minni eftirspurn eftir grunnfé. Lengi vel stjórnðu seðlabankar vöxtum með markaðsaðgerðum sem höfðu áhrif á magn grunnfjár.³ Þegar lækka átti vexti var grunnfé selt á millibankamarkaði í skiptum fyrir aðrar eignir, svo sem skuldabréf. Aukið framboð grunnfjár leiddi til þess að vextir lækkuðu. Þegar hækka átti vexti var þessu öfugt farið. Seðlabankinn keypti grunnfé fyrir aðrar eignir. Minna framboð grunnfjár leiddi til þess að vextir hækkuðu.

Ör tækniþróun á fjármálamarkaði hefur hins vegar í auknum mæli gert bönkum kleift að flytja fé úr bindiskyldum eignum í eignir sem ekki eru bindi-

3. Grunnfé er skilgreint sem seðlar og mynt auk sjóða og innstæðna innlánsstofnana hjá Seðlabanka.

skyldar. Þar að auki hefur hlutverk seðla og myntar minnkað verulega. Þessi þróun hefur leitt til þess að eftirspurn banka eftir grunnfé hefur farið minnkandi. Margir hagfræðingar hafa haft af því áhyggjur að þessi þróun gæti leitt til þess að seðlabönkum muni reynast erfiðara og erfiðara að stjórna vaxtastiginu uns þeir missa algerlega stjórn á því um leið og eftirspurn eftir grunnfé verður að engu (sjá Friedman, 1999).

Aðrir hafa hins vegar bent á að unnt sé að breyta framkvæmd peningamála þannig að komist verði hjá þessum vanda. Það sem meira er þá hafa nokkrir seðlabankar hrundið slíku kerfi í framkvæmd. Seðlabankar Kanada, Nýja-Sjálands og Ástralíu hafa tekið upp kerfi sem gerir það að verkum að þeir hafa fullkomna stjórn á skammtímavöxtum (sjá mynd 1) þrátt fyrir að þeir framkvæmi nánast engar markaðsaðgerðir og þrátt fyrir að þeir hafi afnumið bindiskyldu og þannig snarminnkað eftirspurn eftir grunnfé.

Rafræn greiðslukerfi og framkvæmd peningamála

Framkvæmd peningamála í Kanada, Nýja-Sjálandi og Ástralíu er um margt frábrugðin þeirri stöðluðu lýsingu sem er að finna í flestum kennslubókum um peningamál.⁴ Í kennslubókum er lykilmunurinn á peningum (grunnfé) og öðrum eignum sá að peningar bera ekki vexti. Eftirspurn eftir þeim byggist á því að þeir auðvelda viðskipti. Nú hafa tækniþróunir á fjármálamörkuðum gert það að verkum að unnt er að nota alls kyns vaxtaberandi eignir til þess að greiða fyrir viðskiptum. Þetta hefur leitt til þess að eftirspurn eftir grunnfé hefur snarminnkað. Seðlabanki Kanada hefur brugðist við þessu með því að greiða vexti af grunnfé í greiðslukerfinu. Annað lykilatíði í lýsingu kennslubóka á framkvæmd peningamála er að seðlabankar stjórna vöxtum með markaðsaðgerðum. Seðlabanki Kanada framkvæmir hins vegar nánast engar markaðsaðgerðir.⁵ Þess í stað heldur hann magni grunnfjár í greiðslukerfinu föstu.⁶ Það er

því ljóst að ekki er unnt að styðjast við frásagnir kennslubóka þegar framkvæmd peningamála í Kanada er lýst. Þess í stað verður kerfinu lýst hér frá grunni.

Eins og fyrr segir leikur greiðslukerfið lykilhlutverk við framkvæmd peningamála í Kanada. Seðlabanki Kanada stjórna vöxtum á millibankamarkaði í raun með því að stjórna inn- og útlánsvöxtum í greiðslukerfinu. Til þess að skilja sambandið milli vaxta á millibankamarkaði og vaxta í greiðslukerfinu og til þess að skilja hvernig Seðlabanki Kanada getur haft fullkomna stjórn á vöxtum á millibankamarkaði án þess að framkvæma markaðsaðgerðir skulum við líta nánar á hvernig greiðslukerfið virkar.

Í stórum dráttum virkar greiðslukerfið þannig að bankar hafa viðskiptareikning í greiðslukerfinu og allar stærri greiðslur milli banka eiga sér stað í greiðslukerfinu. Tökum lítið dæmi. Gefum okkur að Alcan þurfi að greiða Air Canada \$50 milljónir fyrir flugfargjöld og aðra þjónustu. Gefum okkur að Alcan sé í viðskiptum við Bank of Montreal og Air Canada sé í viðskiptum við Royal Bank of Canada. Gefum okkur loks að innstæða bæði Bank of Montreal og Royal Bank of Canada á viðskiptareikningum sínum í greiðslukerfinu sé núll áður en þessi greiðsla á sér stað. Greiðslan er þá greidd á eftirfarandi hátt (sjá mynd 3): Fyrst hefur Alcan samband við Bank of Montreal og biður bankann að framkvæma greiðsluna. Bank of Montreal lækkar þá inneign Alcan hjá sér um \$50 milljónir. Því næst hefur Bank of Montreal samband við Royal Bank of Canada og biður hann að hækka innstæðu Air Canada um \$50 milljónir gegn því að Bank of Montreal hækki innstæðu Royal Bank of Canada í greiðslukerfinu. Samhliða þessu hefur Bank of Montreal samband við Seðlabanka Kanada og biður hann um að lækka innstæðu sína í greiðslukerfinu um \$50 milljónir og hækka innstæðu Royal Bank of Canada um \$50 milljónir.⁷

Í lok allra þessara viðskipta hefur Air Canada fengið greitt. Frá sjónarhóli greiðslukerfisins er hins

4. Framkvæmd peningamála í Kanada, Nýja-Sjálandi og Ástralíu er mjög svipuð. Það sem eftir er greinarinnar mun ég tala um framkvæmdina í Kanada þótt flest eigi við um öll löndin þrjú.

5. Það litla af markaðsaðgerðum sem bankinn framkvæmir er tæknilegs eðlis. Um það verður fjallað sérstaklega.

6. Þegar ég tala um „grunnfé í greiðslukerfinu“ á ég við grunnfé að frátöldum seðlum og mynt.

7. Hefðbundnari leið til þess að lýsa þessum viðskiptum hefði verið að tala um að Bank of Montreal hafi „tekið fé út“ af reikningi Alcan og „lagt það inn“ hjá Royal Bank of Canada, o.s.frv. Slíkt orðalag verður hins vegar ruglingslegt þegar hugsað er nákvæmlega um greiðslukerfi. Þar að auki elur það á hugmyndum um að peningar á einhvers konar pappírformi skipti um hendur, sem er ekki rétt og getur valdið ruglingi.

vegar mikilvægara að Bank of Montreal er komið með neikvæða stöðu í greiðslukerfinu og Royal Bank of Canada með jákvæða stöðu. Reglur greiðslukerfisins kveða svo á að í lok dags þurfi bankar sem eru með neikvæða stöðu í kerfinu að taka daglán hjá Seðlabanka Kanada fyrir stöðu sinni á útlánsvöxtum kerfisins. Bankar sem enda daginn með jákvæða stöðu fá greidda innlánsvexti kerfisins yfir nótt. Seðlabanki Kanada ákvarðar inn- og útlánsvexti greiðslukerfisins þannig að innlánsvextirnir eru ávallt 50 grunnpunktum lægri en útlánsvextirnir.⁸

Mynd 3

Alcan		Air Canada	
Eignir	Skuldir	Eignir	Skuldir
-\$50 millj. í sjóði		+\$50 millj. í sjóði	
Bank of Montreal		Royal Bank of Canada	
Eignir	Skuldir	Eignir	Skuldir
-\$50 millj. á viðskipta-reikningi í greiðslukerfinu	-\$50 millj. innlán hjá Alcan	+\$50 millj. á viðskipta-reikningi í greiðslukerfinu	+\$50 millj. innlán hjá Air Canada

Gefum okkur að vextir af daglánum þennan dag séu 6% og vextir af jákvæðum innstæðum á viðskiptareikningi séu 5,5%. Bank of Montreal vill greiða lægri vexti en 6% af þeim \$50 milljónum sem hann vantar til þess að hafa núllstöðu í greiðslukerfinu. Royal Bank of Canada vill fá meira en 5,5% greidd fyrir þær \$50 milljónir sem hann hefur aflögu. Þetta þýðir að þessir tveir bankar hafa sterkan hvata til þess að eiga viðskipti á millibankamarkaði áður en deginum lýkur. Ef Royal Bank of Canada lánar til dæmis Bank of Montreal \$50 milljónir í eina nótt á millibankamarkaði á 5,75% hagnast báðir bankar. Það sem meira er, báðir bankarnir hafa aftur núllstöðu í greiðslukerfinu.

Ég vil draga athygli lesenda að tvennu við þetta dæmi. Í fyrsta lagi sýnir þetta dæmi að inn- og útlánsvextir í greiðslukerfinu mynda gólf og þak á vexti á

millibankamarkaði. Bankar, sem vantar fé, munu ekki bjóðast til þess að greiða hærri vexti en útlánsvexti greiðslukerfisins þar sem þeir vextir standa þeim til boða hjá Seðlabankanum. Bankar sem hafa fé aflögu geta gengið að innlánsvöxtum greiðslukerfisins vísu og munu því ekki samþykkja að lána fé sitt fyrir minna. Þar sem vextir á millibankamarkaði eru milli inn- og útlánsvaxta greiðslukerfisins hafa bankar hvata til þess að bæta sér upp flæði fjármagns innan dags vegna greiðslna með því að eiga viðskipti á millibankamarkaði. Þetta gera þeir til þess að enda daginn með núllstöðu í greiðslukerfinu svo að þeir þurfi ekki að taka lán hjá seðlabankanum eða liggja með fé inni hjá seðlabankanum. Kerfið tryggir því virkni millibankamarkaðar og einnig það að vextir á millibankamarkaði haldist á milli inn- og útlánvaxta greiðslukerfisins.

Í öðru lagi sýnir dæmið að dæmigerð viðskipti í greiðslukerfinu breyta ekki nettóstöðu bankakerfisins í greiðslukerfinu. Ef einhver banki er með jákvæða stöðu í greiðslukerfinu vegna þess að viðskiptavinir hans hafa greitt minna einhvern daginn en þeim hefur verið greitt eru aðrir bankar í greiðslukerfinu með samsvarandi neikvæða stöðu.⁹ Einungis tvenns konar viðskipti breyta nettóstöðu bankakerfisins í greiðslukerfinu (þ.e. magni grunnfjár í greiðslukerfinu). Þegar breytingar verða á eftirspurn almennings eftir seðlum og mynt, til dæmis fyrir jólin, þurfa innlánsstofnanir að leita til seðlabankans og kaupa seðla og mynt. Bankar greiða fyrir seðla og mynt með lækkun innstæðu sinnar á viðskiptareikningi í greiðslukerfinu. Slík viðskipti breyta því magni grunnfjár í greiðslukerfinu.

Ríkissjóður er sérstakur að því leyti að seðlabankinn er viðskiptabanki hans. Þetta gerir það að verkum að greiðslur ríkissjóðs hafa áhrif á magn grunnfjár í greiðslukerfinu. Tökum dæmi: Gefum okkur að ríkissjóður Kanada hyggist greiða Air Canada \$20 millj-

8. Nánari útlitun á stórgreiðslukerfi Kanada má finna á heimasíðu Seðlabanka Kanada.

9. Lesandinn er ef til vill að velja því fyrir sér hvernig heildarútlán innlánsstofnana geta aukist í slíku kerfi. Hann er þá líklega að falla í þá gryfju að telja að fjármagnið sem er lánað þurfi að vera til í bankanum þegar lánið er veitt. Það er misskilningur, a.m.k. þegar búið er að leggja af bindiskyldu. Ef Bank of Montreal samþykkir að lána Alcan \$200 milljónir gerist það með eftirfarandi hætti: Bank of Montreal hækkar innstæðu Alcan á innlánsreikningi um \$200 milljónir (færsla sem kemur fram á skuldahlið efnahagsreiknings Bank of Montreal) og skráir jafnframt hjá sér að Alcan skuldi sér \$200 milljónir (færsla sem kemur fram á eignahlið efnahagsreiknings Bank of Montreal). Peningar verða því til í einhverjum skilningi við þessi viðskipti.

ónir fyrir flugfargjöld ríkisstarfsmanna einhvern mánuðinn. Þetta gerist þannig að Seðlabanki Kanada hækkar innstæðu Royal Bank of Canada í greiðslukerfinu og Royal Bank of Canada hækkar innstæðu Air Canada hjá sér. Við þessi viðskipti hækkar nettóstaða bankakerfisins í greiðslukerfinu því um \$20 milljónir.

Eins og fyrr segir þá hafa allir bankar í greiðslukerfinu hvata til þess að enda daginn með núllstöðu í greiðslukerfinu. Það er hins vegar einungis mögulegt ef nettóstaðan í kerfinu, þ.e. magn grunnfjár í greiðslukerfinu, er núll. Ef nettóstaðan í kerfinu er neikvæð kemur upp sú staða að einhverjir bankar eru með neikvæða stöðu undir lok dags en engir bankar eru með jákvæða stöðu. Bankarnir sem eru með neikvæða stöðu taka þá að bjóða hærri og hærri vexti á millibankamarkaði þar til að vextirnir á millibankamarkaði eru orðnir jafnháir vöxtum af daglánum. Ef nettóstaðan í kerfinu er jákvæð setur það hins vegar pressu á vexti á millibankamarkaði að lækka þar til að þeir eru jafnir innlánsvöxtum á viðskiptareikningi í greiðslukerfinu.

Seðlabanka Kanada hefur tekist að koma í veg fyrir að vextir á millibankamarkaði flökti með þessum hætti með því að halda nettóstöðu bankakerfisins í greiðslukerfinu fastri. Þetta gerir bankinn með því að framkvæma daglega markaðsaðgerðir sem núlla út áhrif greiðslna eins og ríkissjóðs Kanada í framangreindu dæmi og breytinga á eftirspurn eftir seðlum og mynt á nettóstöðu bankakerfisins í greiðslukerfinu.¹⁰

Eins og mynd 1 sýnir hefur Seðlabanki Kanada haft nánast ótrúlega góða stjórn á skammtímavöxtum á millibankamarkaði frá því að bankinn tók kerfið sem hér er lýst upp í byrjun árs 1999. Síðan í byrjun árs 2000 hafa vextir á millibankamarkaði aldrei nálgast inn- eða útlánsvexti greiðslukerfisins. Þvert á móti hafa þeir haldið mjög nálægt miðju bilsins milli þessara vaxta, en það er einmitt markmið bankans. Þetta þýðir að bankinn hefur aldrei þurft að beita

10. Til þess að byrja með hélt Seðlabanki Kanada magni grunnfjár í greiðslukerfinu föstu í núlli. Það kom hins vegar í ljós að þetta leiddi til þess að vextir á millibankamarkaði flöktu aðeins og voru almennt nokkrum grunnpunktum fyrir ofan miðjuna á bilinu milli inn- og útlánsvaxta í greiðslukerfinu. Af tæknilegum ástæðum vilja bankarnir enda daginn með lága jákvæða stöðu. Síðan í apríl 2001 hefur Seðlabankinn haldið magni grunnfjár í greiðslukerfinu föstu í \$50 milljónum sem hefur reynt betur. Sjá mynd 1.

breytingum á magni grunnfjár í greiðslukerfinu til þess að halda vöxtunum þar sem hann vill að þeir séu. Það sem virðist ef til vill undarlegast er að á dögum þegar bankinn breytir stýrivöxtum sínum hoppa vextir á millibankamarkaði beinustu leið upp í nýtt jafnvægi samdægurs án þess að Seðlabankinn gripri til neinna sérstakra markaðsaðgerða. Þetta er hins vegar alls ekkert undarlegt. Bankarnir hafa hvata til þess að núlla út stöðu sína í greiðslukerfinu með viðskiptum á millibankamarkaði á vöxtum sem eru á milli inn- og útlánsvaxta greiðslukerfisins. Raunar má færa rök fyrir því að bankar hafi hvata til þess að eiga þessi viðskipti mitt á milli inn- og útlánsvaxtanna, sjá Woodford (2001). Þegar þessir vextir eru færðir fær-ist sjálfkrafa það vaxtastig sem bankarnir hafa hvata til þess að eiga viðskipti á.

Eins og fyrr segir, framkvæma seðlabankar Ástralíu og Nýja-Sjálands peningamálastefnu sína með sams konar hætti og Seðlabanki Kanada. Framkvæmd peningamála í Svíþjóð og á evrusvæðinu byggist einnig á sams konar kerfi þótt það sé útfært með eilítið öðrum hætti. Meginmunurinn er sá að í stað þess að stýra einnar nætur vöxtum og framkvæma markaðsaðgerðir á hverjum degi eru stýrivextir ECB og sænska seðlabankans 7 daga vextir og bankarnir framkvæma markaðsaðgerðir með því að bjóða vikulega upp á endurhverf viðskipti til einnar viku. Greiðslukerfi evrusvæðisins og Svíþjóðar er hins vegar í stórum dráttum sams konar. Það lánar bönkum sem enda daginn með neikvæða stöðu fé til einnar nætur á vöxtum sem eru hærri en stýrivextirnir (50 punktum á evrusvæðinu en 75 í Svíþjóð) og greiðir innlánsvexti sem eru lægri en stýrivextirnir af jákvæðum innstæðum sem bankar kunna að hafa í greiðslukerfinu yfir nótt.

Framkvæmd peningamála á Íslandi hefur á undanförunum árum verið að breytast til samræmis við það sem gerist í fyrrgreindum löndum. Nánar tiltekið hefur Seðlabanki Íslands smám saman verið að taka upp kerfi við framkvæmd peningamála sem líkist kerfinu sem Seðlabanki Evrópu og Seðlabanki Svíþjóðar nota. Samt sem áður hefur Seðlabanka Íslands ekki tekist jafnvel upp og seðlabönkum Evrópu, Svíþjóðar, Ástralíu, Nýja-Sjálands og Kanada í því að hefta flökt vaxta á millibankamarkaði og fá þá vexti til þess að fylgja stýrivöxtum Seðlabankans. Hvernig stendur á því? Leitað verður svara við þeirri spurningu hér að neðan.

Hvað veldur því að vextir á millibankamarkaði víkja frá stýrivöxtum Seðlabankans og hvað er til ráða?

Orsakir þess að vextir á millibankamarkaði fylgja ekki stýrivöxtum Seðlabankans jafn vel og víða annars staðar eru líklega tvíþættar. Annars vegar stafar það af því að framkvæmd peningamála á Íslandi er enn frábrugðin framkvæmd peningamála í þeim löndum sem fremst standa á því sviði. Hins vegar kemur það til vegna nokkurra brotalama á fyrirkomulagi fjármálamarkaða almennt hér á landi.

Það eru fyrst og fremst fjögur atriði við framkvæmd peningamála á Íslandi sem á undanförunum árum hafa verið frábrugðin því sem gerist í þeim löndum sem fremst standa:

Stórgreiðslukerfið

Á undanförunum árum hefur greiðslukerfið orðið hornsteinninn í framkvæmd peningamála í Kanada, Nýja-Sjálandi, Ástralíu, Svíþjóð og á evrusvæðinu. Á þessum tíma hefur greiðslukerfið á Íslandi verið í þróun. Þessi þróun er nú langt komin. Þótt annmarkar á greiðslukerfinu kunni að hafa átt þátt í frávikum vaxta á millibankamarkaði frá stýrivöxtum Seðlabankans á undanförunum árum þá er ólíklegt að greiðslukerfið valdi slíkum frávikum á næstu árum.

Greiðslukerfið sem tekið hefur verið upp á Íslandi er í grundvallaratriðum mjög svipað þeim greiðslukerfum sem fyrrnefnd lönd hafa notað síðan á ofanverðum tíunda áratug síðustu aldar. Mikilvægustu þættirnir í greiðslukerfinu sem snúa að framkvæmd peningamálastefnunnar eru: 1) Það að veð séu tekin fyrir öllum neikvæðum stöðum þannig að einn aðili í kerfinu geti lent í erfiðleikum án þess að það hafi áhrif á greiðslur í kerfinu. 2) Seðlabankinn ákvarði inn- og útlánsvexti greiðslukerfisins. Aðilar sem enda viðskiptadag með neikvæða stöðu í greiðslukerfinu fái sjálfkrafa lán hjá seðlabankanum á útlánsvöxtum kerfisins. Aðilar sem enda viðskiptadag með jákvæða stöðu í kerfinu fái sjálfkrafa greidda innlánsvexti yfir nótt. 3) Við lok hvers dags, eftir að hætt hefur verið að framkvæma greiðslur, fái aðilar í kerfinu tíma (ef til vill hálf klukkustund) til þess að eiga viðskipti á millibankamarkaði í þeim tilgangi að núlla út stöðu sína í kerfinu svo að þeir þurfi ekki taka daglán eða liggja með fé á viðskiptareikningi yfir nótt. Eini mikilvægi munurinn á íslenska greiðslukerfinu og til dæmis því kanadíska er að í Kanada tryggir seðla-

bankinn allar greiðslur ef sú ólíklega staða kemur upp að fleiri en einn aðili í kerfinu lendi í erfiðleikum. Þessi regla ásamt þeim veðum sem tekin eru á að tryggja fullkomið öryggi greiðslna.

Bilið milli inn- og útlánsvaxta í greiðslukerfinu

Bilið milli daglána Seðlabanka Íslands og vaxta á viðskiptareikningi hefur verið nálægt 500 grunnpunktum á undanförunum árum. Eins og fyrr segir mynda daglávextir og vextir á viðskiptareikningi þak og gólf sem vextir á millibankamarkaði fara ekki út fyrir.¹¹ Hið stóra bil milli þessara vaxta á Íslandi veitir skammtímavöxtum mikið svigrúm til þess að flökta. Í Kanada, Nýja-Sjálandi og Ástralíu er þetta bil 50 grunnpunktar. Á evrusvæðinu er það 100 grunnpunktar og í Svíþjóð 150 grunnpunktar. Þessi þröngu bil tryggja að skammtímavextir víkja aldrei langt frá stýrivöxtum seðlabanka þessara landa. Góð skammtímastýring grunnfjár í greiðslukerfinu í þessum löndum hefur auk þess í för með sér að skammtímavextir haldast nálægt miðju bilsins og kemur þannig í veg fyrir að bankar leiti í miklum mæli til seðlabankans eftir skammtímafjármögnun umfram bindiskyldu.

Auk þess að veita vöxtum á millibankamarkaði mikið svigrúm til þess að flökta þá leiðir hið víða bil milli inn- og útlánsvaxta í íslenska greiðslukerfinu til þess að bilið milli kaup- og sölutilboða á millibankamarkaði er miklu meira en gengur og gerist í öðrum löndum. Bilið milli kaup- og sölutilboða á einnar viku vöxtum á íslenska millibankamarkaðinum er að jafnaði á bilinu 25-40 grunnpunktar. Í öðrum löndum er þetta bil örfáir grunnpunktar, sums staðar 0-1 grunnpunktur. Þetta mikla bil á íslenska millibankamarkaðinum orsakast af þeirri áhættu sem felst í því að undir lok bindiskyldutímabils þarf banki að taka daglán eða liggja með fé inni á viðskiptareikningi í Seðlabankanum ef hann skortir fé eða hefur gnótt fjár í greiðslukerfinu.¹² Þar sem daglávextir og vextir á viðskiptareikningi eru jafn langt frá stýrivöxtum Seðlabankans og raun ber vitni er þessi áhætta mikil.

11. Vextir á millibankamarkaði á Íslandi hafa farið út fyrir gluggann sem daglávextir og vextir á viðskiptareikningi mynda. Fjallað verður um orsakir þessa hér að neðan.

12. Á öðrum tímum en undir lok bindiskyldutímabils getur bankinn leyft innstæðu sinni á bindireikningi að flökta frá þeirri meðaltalsupphæð sem hann á að liggja með.

Þess vegna krefjast bankar talsverðrar þóknunar fyrir að eiga viðskipti á millibankamarkaði sem opnar fyrir slíka áhættu.

Veruleg þrenging á bilinu milli vaxta á daglánum og vaxta á viðskiptareikningi Seðlabankans væri því mikilvægur þáttur í því að minnka frávik vaxta á millibankamarkaði frá stýrivöxtum Seðlabankans. Slík þrenging er einnig mikilvæg þar sem hún myndi auka skilvirkni millibankamarkaðar með því að minnka bilið milli kaup- og sölutilboða.

Skammtímastýring grunnfjár í greiðslukerfinu

Breytingar á skammtímastýringu grunnfjár í greiðslukerfinu er annar lykilþáttur í því að minnka frávik vaxta á millibankamarkaði frá stýrivöxtum Seðlabankans. Í dag framkvæmir Seðlabanki Íslands vikulega endurhverf viðskipti til einnar viku. Breytingar á magni grunnfjár í greiðslukerfinu milli þessara vikulegu markaðsaðgerða sem koma til vegna greiðslna ríkisins, bindiskyldu og eftirspurnar eftir seðlum og mynt valda flökti í vöxtum á millibankamarkaði innan viku, sérstaklega þó þær sem eiga sér stað skömmu fyrir lok bindiskyldutímabils.

Tvær leiðir eru færar til þess að leysa þetta vandamál: 1) Sænska leiðin: Í Svíþjóð annast Seðlabanki Svíþjóðar ekki lengur greiðslur ríkisins. Sænska ríkið er þess í stað, eins og aðrir, í viðskiptum við viðskiptabanka í Svíþjóð. Þar að auki hefur Seðlabanki Svíþjóðar afnumið bindiskyldu. Þetta tvennt leiðir til þess að breytingar á magni grunnfjár innan viku eru mun minni en þær yrðu ella sem aftur minnkar flökt vaxta á millibankamarkaði. 2) Leið Kanada, Ástralíu og Nýja-Sjálands: Í Kanada, Ástralíu og Nýja-Sjálandi er þetta vandamál leyst þannig að Seðlabankinn framkvæmir daglegar markaðsaðgerðir. Seðlabanki Íslands gæti til dæmis boðið daglega upp á endurhverf viðskipti til einnar nætur á stýrivöxtum bankans. Eða hreinlega keypt og selt verðbréf daglega með það að markmiði að halda grunnfé í greiðslukerfinu föstu. Í fljótu bragði virðist ekkert því til fyrirstöðu að bankinn haldi áfram að bjóða vikulega upp á endurhverf viðskipti til einnar viku þótt hann taki einnig að bjóða daglega upp á endurhverf viðskipti til einnar nætur. Tilkoma daglegu uppboðanna myndi þó draga verulega úr mikilvægi vikulegu uppboðanna.

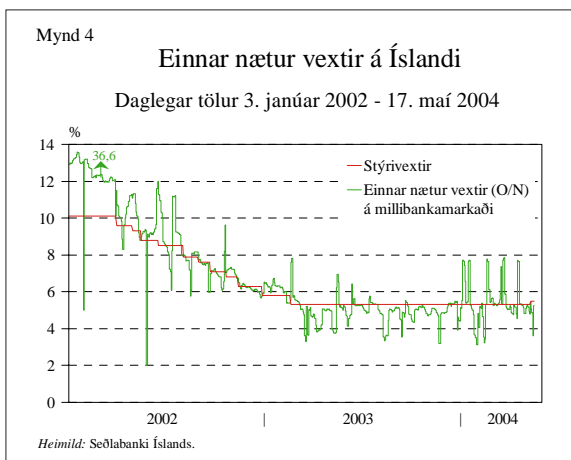
Bindiskylda

Á undanförunum árum hafa þau ríki sem fremst standa í framkvæmd peningamála flest annaðhvort afnumið bindiskyldu eða tekið að greiða sambærilega vexti af bindireikningum og fást á millibankamarkaði. Seðlabanki Íslands hefur ekki gengið jafn langt í breytingum á bindiskyldunni hér á landi. Seðlabankinn hefur þó gert verulegar breytingar á reglum um bindiskyldu með það að markmiði að minnka það óhagræði sem bankakerfinu hlýst af henni. Bindiskyldan hefur verið lækkuð verulega og Seðlabankinn hefur tekið að greiða vexti af bindireikningum. Vextir af bindireikningum í Seðlabanka Íslands eru þó enn lægri en stýrivextir bankans á hverjum tíma.

Vaxtamunurinn milli vaxta á bindireikningum og stýrivaxta Seðlabankans er í raun þóknun sem bankarnir greiða Seðlabankanum fyrir þjónustu við fjármálakerfið. Eins og fjallað var um fyrr í þessari grein eru seðlabankar hættir að nota bindiskyldu til þess að hafa áhrif á vöxt útlána í bankakerfinu. Eina hlutverk bindiskyldunnar í dag er því það að hún er tekjulind fyrir Seðlabankann. Hækkun vaxta á bindireikningum myndi hafa neikvæð áhrif á afkomu Seðlabankans. Erlendis skipta slíkar tekjur ekki máli þar sem í stærri hagkerfum eru tekjur seðlabanka mun hærra en rekstrarkostnaður þeirra jafnvel þótt bindiskylda sé ekki fyrir hendi. Aðrar tekjulindir Seðlabanka Íslands eru hins vegar mun minni sakir þess hvað íslenska hagkerfið er lítið.¹³ Af þessum sökum er ekki jafn auðvelt fyrir Seðlabanka Íslands að afnema bindiskyldu eða hækka vexti á bindireikningum til jafns við stýrivexti bankans. Forsenda slíkra aðgerða er að þær ógni ekki fjárhagslegu sjálfstæði Seðlabankans.

Bindiskyldan hefur þann ókost að hún veldur flökti á skammtímavöxtum á millibankamarkaði síðustu daga fyrir lok bindiskyldutímabila (sjá mynd 4). Hjá þessu vandamáli má hins vegar komast með bættri skammtímastýringu grunnfjár á þeim nótum sem fjallað var um hér að ofan og einnig með þrengingu bilsins milli inn- og útlána í greiðslukerfinu. Bindiskyldan á hins vegar ekki þátt í að orsaka þau stóru frávik vaxta á millibankamarkaði frá stýrivöxtum Seðlabankans sem áttu sér stað á árunum 2000 og 2001.

13. Hinar tvær helstu tekjulindir Seðlabanka Íslands eru tekjur af útgáfu seðla og myntar og hagnaður af ávöxtun eigin fjár bankans. Tekjur af útgáfu seðla og myntar á Íslandi eru óverulegar sakir smáðar hagkerfisins. Tekjur sem koma til vegna ávöxtunar eigin fjár bankans eru mun meiri.



Frávik skammtímavaxta á millibankamarkaði frá stýrivöxtum Seðlabankans eiga hins vegar ekki aðeins rætur sínar að rekja til þess hvernig framkvæmd peningamála er háttáð hér á landi. Íslenskur fjármálamarkaður er sérstakur að því leyti að mjög fáir aðilar eiga aðild að honum. Þetta getur gert það að verkum að fákeppnisvandamál og önnur vandamál sem hafa með smæð markaðarins að gera komi upp og leiði til þess að hann virki ekki eins vel og fjármálamarkaðir í öðrum löndum. Fjögur atriði af þessu tagi eru oft nefnd til sögunnar þegar frávik skammtímavaxta á millibankamarkaði frá stýrivöxtum Seðlabankans eru skýrð: 1) Banka sem skortir lausafé vantar veðhæfar eignir til þess að geta átt endurhverf viðskipti við Seðlabankann. 2) Banki vill ekki eiga endurhverf viðskipti við annan banka þar sem slík viðskipti upplýsa mótaðilann um eign hans á ákveðnum verðbréfum sem nýst getur mótaðilanum þegar hann á í viðskiptum með slík bréf. 3) Óveðtryggðar lánaheimildir bankanna hvers hjá öðrum eru lágar og anna ekki eftirspurn. 4) Bankakerfið í heild skortir veðhæfar eignir til þess að nota í endurhverfum viðskiptum við Seðlabankann.

Þessi vandamál eru langt frá því að vera óyfir- stíganleg. Þrjár minni háttar breytingar á fyrirkomulagi fjármálamarkaða á Íslandi myndu að líkindum ráða bót á þeim:

Endurhverf viðskipti milli banka og gjaldskrá Kauphallar Íslands

Það á ekki að vera vandamál að einn banka skorti veðhæfar eignir þar sem hann ætti að geta átt endur-

hverf viðskipti við annan banka til þess að afla sér slíkra eigna.¹⁴ Það á heldur ekki að vera vandamál að óveðtryggðar lánaheimildir banka hvers hjá öðrum séu lágar. Í stað þess að lána hver öðrum óveðtryggt eiga bankarnir að geta átt endurhverf viðskipti hver við annan. Slík viðskipti eru í raun ígildi veðtryggðra lána en hafa þann kost að þau eru einfaldari í framkvæmd en lán með veði. Íslenskir bankar ættu í rauninni að geta leyst stærstan hluta þeirra vandamála sem hrjáð hafa fjárstýringu þeirra á undanföllum árum með því að eiga endurhverf viðskipti hver við annan og við aðrar íslenskar fjármálastofnanir.

Af þessum sökum er við fyrstu sýn afskaplega einkennilegt að íslenskar fjármálastofnanir skuli ekki eiga endurhverf viðskipti sín á milli í meira mæli en raun ber vitni. Þegar betur er að gáð eru nokkrar brotalamir á skipulagi íslenskra fjármálamarkaða sem koma í veg fyrir að íslenskar fjármálastofnanir geti átt endurhverf viðskipti sín á milli í þeim mæli sem þær ættu að gera.

Alvarlegasta hindrunin sem kemur í veg fyrir að bankar eigi endurhverf viðskipti hver við annan er þóknunin sem bankarnir þurfa að greiða Kauphöll Íslands þegar slík viðskipti eru framkvæmd. Þóknun Kauphallarinnar vegna viðskipta með verðbréf önnur en hlutabréf er 0,0045% af viðskiptaupphæðinni. Í endurhverfum viðskiptum þarf bæði kaup- og sölu- aðilinn að greiða þennan kostnað tvisvar þar sem endurhverf viðskipti eru í raun tvönn viðskipti. Þetta lága hlutfall er ekki viðskiptahindrun í viðskiptum þar sem kaupandinn hefur hug á því að eiga bréfin sem hann er að kaupa í einhvern tíma. Það er hins vegar mikil hindrun í endurhverfum viðskiptum til einnar nætur eða einnar viku eins og þeim sem bankar þurfa að framkvæma sem hluta af skammtímafjárstýringu. Ábatinn af slíkum viðskiptum er einungis lítið brot af heildarupphæð viðskiptanna þar sem þau eru til svo skamms tíma. Þóknun Kauphallarinnar getur því gert það að verkum að þessi

14. Hér er lykilatriði að viðskiptabankar geta notað allt kyns eignir sem veð í endurhverfum viðskiptum sín á milli þótt Seðlabankinn skilgreini þær ekki sem veðhæfar eignir. Seðlabankinn skilgreinir veðhæfar eignir mjög þröngt. Einungis ríkisskuldabréf, ríkistryggð skuldabréf, húsbref og bréf sem eru gefin út af fyrirtækjum sem hafa alþjóðlegt lánshæfismat yfir ákveðnu lágmarki eru tekin sem veð af Seðlabankanum. Þetta gerir það að verkum að banki A, sem á t.d. hlutabréf en á ekki nóg af bréfum sem unnt er að nota sem veð í Seðlabankanum, getur gert endurhverf viðskipti við banka B sem á meira en nóg af slíkum eignum.

viðskipti svara ekki kostnaði. Ef svo er veldur hún því að skammtímafjárstýring banka verður mun erfiðari en hún ella væri.

Tökum einfalt dæmi. Síðan í október 2003 hefur Seðlabankinn boðið bönkum að kaupa 14 daga innstæðubréf (7 daga eftir 1. júní 2004) á vöxtum sem eru að jafnaði um 20 grunnpunktum lægri en vextir af endurhverfum viðskiptum. Í apríl 2004 var einhver banki (köllum hann banka A) sem var að jafnaði að kaupa innstæðubréf fyrir 10 ma.kr. á 5,1% vöxtum á meðan annar banki (banki B) átti í endurhverfum viðskiptum á 5,3% vöxtum fyrir mun hærri upphæð. Þessir bankar hefðu báðir getað hagnast á því að eiga innbyrðis viðskipti á vöxtum milli 5,1% og 5,3%. Hagnaður hvors banka fyrir sig hefði verið gróflaga 400 þúsund krónur fyrir hvert 14 daga tímabil (ef miðað er við að þeir hefðu átt viðskipti á 5,2% og viðskiptakostnaður væri óverulegur). Heildarþóknun Kauphallarinnar við slík viðskipti hefði hins vegar verið um 1,8 m.kr. Viðskiptakostnaðurinn var því margfalt hærri en ábatinn af viðskiptunum.

Sú staðreynd að gjaldskrá Kauphallarinnar gerir það að verkum að það svarar ekki kostnaði fyrir banka að eyða slíkum vaxtamun þótt hann sé upp á tugi grunnpunkta á stóran þátt í því að flókt vaxta á millibankamarkaði frá stýrivöxtum Seðlabankans er jafn mikið og raun ber vitni. Hundrað- til þúsundföld lækkan á gjaldskrá Kauphallarinnar þegar um endurhverf viðskipti til skamms tíma er að ræða er mikilvægur liður í því að bæta fjárstýringu innan bankakerfisins og minnka frávik vaxta á millibankamarkaði frá stýrivöxtum Seðlabankans.

Endurhverf viðskipti við lífeyrissjóði

Á árunum 2000 og 2001 virtist stundum eins og bankakerfið í heild skorti veðhæfar eignir. Þannig voru skammtíma vextir á millibankamarkaði stundum hærri en daglánavextir Seðlabankans þótt öllum bönkum sem áttu veðhæf bréf stæði til boða að fjármagna sig í Seðlabankanum á daglánavöxtum. Það er merki um mjög óskilvirka fjárstýringu á íslenskum fjármálamarkaði að slík staða hafi komið upp. Það var alltaf nóg til af veðhæfum bréfum í landinu. Bankarnir sem skorti veðhæf bréf hefðu til dæmis átt að geta orðið sér úti um veðhæf bréf með því að eiga endurhverf viðskipti við lífeyrissjóði sem áttu mikið magn slíkra bréfa.

Það var ekki einungis þóknun Kauphallarinnar sem kom í veg fyrir að slík viðskipti ættu sér stað í meira mæli en raun bar vitni. Endurhverf viðskipti eru að hluta framvirkir samningar þar sem samningur er gerður um síðari hluta viðskiptanna þegar fyrri hlutinn er framkvæmdur. Lög um lífeyrissjóði banna lífeyrissjóðum að stunda viðskipti með framvirka samninga nema þegar slíkir samningar eru notaðir til þess að verja sjóðina fyrir áhættu. Lífeyrissjóðir mega því t.d. kaupa framvirka samninga til þess að eyða þeirri gengisáhættu sem eign þeirra í erlendum hlutabréfum ber með sér. Almennt mega þeir hins vegar ekki eiga endurhverf viðskipti við banka sem vantar veðhæfar eignir þar sem slík viðskipti verja sjóðina almennt ekki fyrir áhættu heldur er tilgangur slíkra viðskipta að hagnast á þörf bankanna fyrir veðhæfar eignir.

Rökin fyrir því að lífeyrissjóðum sé almennt bannað að eiga viðskipti með framvirka samninga eru að slíkum samningum fylgir oft mikil áhætta sem erfitt er fyrir utanaðkomandi að átta sig á. Þetta á hins vegar ekki við um endurhverf viðskipti við banka til skamms tíma. Slíkir samningar fela í sér mjög litla áhættu. Þeir ættu því að vera ákjósanleg leið fyrir lífeyrissjóði til þess að auka ögn ávöxtun sína með hagkvæmum hætti (þ.e. án þess að of mikil áhætta fylgi því). Frelsi lífeyrissjóða til þess að eiga endurhverf viðskipti við banka er þar að auki mikilvægt fyrir fjármálakerfið í heild. Slík heimild myndi gera það að verkum að fjármálakerfið hefði aðgang að mun stærra safni af veðhæfum eignum. Að svo miklu leyti sem skortur á veðhæfum eignum háir íslenska fjármálakerfinu mundi slík heimild því auka skilvirkni þess.

Nafnlaus endurhverf viðskipti milli banka

Önnur hindrun sem kemur í veg fyrir að bankar eigi endurhverf viðskipti sín á milli er að þeir vilja ekki upplýsa hver annan um stöðu sína í einstökum flokkum verðbréfa.¹⁵ Það vilja þeir ekki gera þar sem það setur þá í verri stöðu hvern gagnvart öðrum þegar þeir eiga annars konar viðskipti með slík verðbréf.

15. Endurhverf viðskipti eiga sér stað þannig að aðili A selur aðila B einhver verðbréf í skiptum fyrir peninga (eða einhver önnur verðbréf) og semur á sama tíma um að hann muni kaupa þessi sömu verðbréf aftur af aðila B eftir að tiltekinn tími hefur liðið. Eftir að þessi viðskipti hafa átt sér stað veit því aðili B að aðili A á þessi tilteknu verðbréf.

Þetta vandamál eiga bankarnir að geta leyst með því að eiga endurhverf viðskipti með bréf sem þeir hafa fengið í endurhverfum viðskiptum frá öðrum bönkum. Ef bankarnir gerðu slíkt í nægilegum mæli gæti banki A ekki ályktað að banki B ætti ákveðin bréf sem banki A notar í endurhverfum viðskiptum. Allt eins líklegt væri að þau bréf væru fengin í endurhverfum viðskiptum frá öðrum banka.

Þessi lausn hefur þó þann ókost að bankarnir þyrftu að eiga mikið af viðskiptum sem hefðu einungis þann tilgang að fela það hvaða bréf þeir raunverulega ættu. Önnur lausn sem kemst hjá þessu felst í því að settur yrði á stofn formlegur markaður þar sem bankar gætu átt nafnlaus endurhverf viðskipti hver við annan. Stofnun slíks markaðar er líklega besta leiðin til þess að tryggja að bankar veigri sér ekki við að eiga endurhverf viðskipti hver við annan.

Niðurlag

Frávik vaxta á millibankamarkaði frá stýrivöxtum Seðlabankans eru mun meiri hér á landi en í þeim löndum sem best tekst til við framkvæmd peningamála. Orsakir þess eru tvíþættar. Annars vegar er framkvæmd peningamála hér á landi enn frábrugðin framkvæmdinni í þeim löndum sem fremst standa. Hins vegar eru enn nokkrar mikilvægar brotalamir á fyrirkomulagi fjármálamarkaða hér á landi.

Hér hefur verið bent á nokkur atriði sem einfalt væri að færa til betri vegar og myndu til samans að öllum líkindum leiða til þess að frávik vaxta á millibankamarkaði frá stýrivöxtum Seðlabankans myndu minnka verulega eða hverfa alveg án þess þó að bankar leituðu í meira mæli eftir fjármögnun hjá Seðlabankanum. Í fyrsta lagi þarf að minnka bilið milli daglánavaxta og vaxta á viðskiptareikningi Seðlabankans. Í dag er þetta bil 450 grunnpunktar. Æskilegt er að það verði minnkað niður í 50-150

grunnpunkta. Í öðru lagi þarf Seðlabankinn að bæta skammtímastýringu grunnfjár í greiðslukerfinu. Hér er bent á tvær leiðir til þess að gera þetta. Einfaldast væri að Seðlabankinn tæki að framkvæma daglegar markaðsaðgerðir. Hin leiðin er sú að minnka til muna flókt grunnfjár með því að færa viðskipti ríkissjóðs til viðskiptabanka og leggja niður bindiskyldu. Í þriðja lagi þarf Kauphöll Íslands að lækka þóknarir vegna endurhverfra skammtímaviðskipta hundrað- til þúsundfalt. Þetta myndi gera bönkum kleift að eiga endurhverf viðskipti sín á milli til skamms tíma og þar með auðvelda mjög fjárstýringu bankanna til skamms tíma. Í fjórða lagi er æskilegt að lögum um lífeyrissjóði verði breytt þannig að lífeyrissjóðum verði heimilt að stunda endurhverf viðskipti við banka til skamms tíma. Í fimmta lagi þarf að koma á fót formlegum markaði þar sem bankar geta átt nafnlaus endurhverf viðskipti hver við annan.

Mynd 2 sýnir að frá því í maí 2002 hafa vextir á millibankamarkaði fylgt stýrivöxtum Seðlabankans mun betur en þeir gerðu á uppsveifluárunum 2000 og 2001. Þetta gæti gert það að verkum að einhverjir álykti að stór frávik vaxta á millibankamarkaði heyri sögunni til og efni þessarar greinar sé því ekki sérlega mikilvægt. Ýmislegt hefur breyst til batnaðar hvað varðar stórgreiðslukerfi Seðlabankans og önnur atriði sem lúta að framkvæmd peningamálastefnunnar á síðustu árum. Þessar breytingar minnka líkurnar á jafn stórum frávikum næst þegar reynir verulega á kerfið. Frávik vaxta á millibankamarkaði frá stýrivöxtum Seðlabankans hafa þó haldið áfram að vera allt upp undir 100 grunnpunkta á síðustu tveimur árum. Slík frávik og flóktið á vöxtum á millibankamarkaði sem fylgir þeim valda því að íslenskir fjármálamarkaðir eru ekki eins skilvirkir og þeir gætu verið. Þær úrbætur sem lagðar eru til í þessari grein væru mikilvægt skref í átt að því að auka skilvirkni íslenskra fjármálamarkaða.

Heimildir

Friedman, Benjamin, (1999). The Future of Monetary Policy: The Central Bank as an Army with Only a Signal Corps?, *International Finance* 2, 231-338.

Woodford, Michael, (2001). Monetary Policy in the Information Economy, í bókinni *Economic Policy for the Information Economy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 2001.

Þórarinn G. Pétursson, (2001). Miðlunarferli peningastefnunnar, *Peningamál*, 2001/4.

Viðauki Framkvæmd peningamála í öðrum löndum

Seðlabankar flestra OECD-ríkja framkvæma peningamálastefnu sína með mjög svipuðum hætti. Útfærslan er þó mismunandi varðandi nokkur atriði. Hér er framkvæmd peningamála í Ástralíu, Bandaríkjunum, Bretlandi, Kanada, Noregi, Nýja-Sjálandi, Svíþjóð, á evrusvæðinu og á Íslandi borin saman.

Grunnhugsunin í framkvæmd peningamála á öllum þessum svæðum er sú sama og lýst er fyrir Kanada í þessari grein. Daglánavextir og innláns- vextir hjá seðlabankanum setja gólf og þak á flókt einnar nætur vaxta. Seðlabankinn tilkynnir stýri- vaxtastig sem er í flestum tilfellum mitt á milli dag- lánvaxta og innlánsvaxta viðkomandi seðlabanka. Seðlabankinn framkvæmir síðan markaðsaðgerðir og býður upp á endurhverf viðskipti sem miða að því að vextir á millibankamarkaði fylgi stýrivöxtum seðla- bankans náð.

Í töflu 1 er yfirlit yfir nokkur af helstu útfærslu- atriðum í framkvæmd peningamála á þessum svæð- um. Stýrivextir á flestum þessum svæðum eru vextir yfir eina nótt. Stýrivextir á Íslandi, á evrusvæðinu og í Svíþjóð eru 7 daga vextir. Í Bretlandi eru stýrivextir

seðlabankans 14 daga vextir. Seðlabankar þessara svæða framkvæma markaðsaðgerðir annaðhvort dag- lega eða vikulega. Seðlabankar Íslands, Evrópu og Svíþjóðar framkvæma markaðsaðgerðir vikulega. Seðlabankar hinna landanna framkvæma hins vegar markaðsaðgerðir daglega. Talsverður munur er á því hversu stórt bil er milli daglánvaxta og innlánsvaxta hjá seðlabönkum þessara svæða. Ef frá eru talin Ísland og Bandaríkin, er þetta bil þó alls staðar milli 50 og 200 grunnpunkta. Flest svæðin sem hér eru borin saman hafa lagt niður bindiskyldu. Þó hafa tvö stærstu svæðin, Bandaríkin og evrusvæðið, og tvö minnstu svæðin, Ísland og Noregur, haldið í bindi- skyldu.

Þessi útfærsluatriði hafa áhrif á það hversu vel seðlabönkum þessara landa tekst að halda niðri frá- vikum milli vaxta á millibankamarkaði og stýrivaxta viðkomandi seðlabanka. Þar skiptir hins vegar einnig máli hversu markviss skammtíma stýring seðlabank- anna á grunnfé í greiðslukerfinu er. Ástralía, Nýja- Sjáland, Kanada og Svíþjóð hafa náð bestum árangri hvað þetta varðar.

Tafla 1 Framkvæmd peningamála í nokkrum ríkjum – nokkur útfærsluatriði

<i>Land</i>	<i>Stýrivextir</i>	<i>Bilið milli inn- og útlána í greiðslukerfinu (grunnpunktar)</i>	<i>Tíðni markaðs- aðgerða</i>	<i>Bindi- skylda</i>	<i>Frávik vaxta á millibanka- markaði frá stýrivöxtum seðlabankans</i>
Ástralía.....	yfir nótt	50	daglegar	Nei	ekkert
Bandaríkin.....	yfir nótt	Breytilegt ¹	daglegar	Já	stöðugt
Bretland.....	14 daga	200-300 ²	daglegar	Nei	stöðugt
Kanada.....	yfir nótt	50	daglegar	Nei	ekkert
Noregur.....	yfir nótt	200	daglegar	Já	stöðugt
Nýja-Sjáland.....	yfir nótt	50	daglegar	Nei	ekkert
Svíþjóð.....	7 daga	150	vikulegar	Nei	ekkert
Evrusvæðið.....	7 daga	100	vikulegar	Já	í lok bindi- skyldutímabíla
Ísland.....	7 daga	450	vikulegar	Já	stöðugt

1. Innlánsvextir Seðlabanka Bandaríkjanna eru alltaf núll. Útlánsvextir bankans eru hins vegar 100 grunnpunktum hærra en stýrivextir hans.

2. Englandsbanki framkvæmir nokkrar umferðir af markaðsaðgerðum á hverjum virkum degi. Fyrstu tvær umferðir fara fram á stýrivöxtum bankans. Í þriðju umferð býður bankinn upp á innlán sem eru á vöxtum sem eru 100 grunnpunktum lægri en stýrivextir bankans og útlánsvexti sem eru 100 grunnpunktum hærra. Í fjórðu umferðinni hækka þessi frávik í 150 grunnpunkta.

Gjaldmiðillinn og íslenska fjármálakerfið

Byggt á erindi sem flutt var á afmælisráðstefnu Sparisjóðs Svarfdæla, 1. maí 2004

Í þessari grein verður litið yfir sögu íslenska fjármálakerfisins í 120 ár og varpað fram spurningum um framtíðina. Tilefnið er 120 ára afmæli Sparisjóðs Svarfdæla sem stofnaður var 1. maí 1884. Hann var einn af fyrstu sparisjóðunum í landinu og er með þeim elstu sem enn eru fullstarfandi.² Óhjákvæmilega verður farið hratt yfir sögu en þó verður reynt að varpa ljósi á nokkra lykilþætti.

Hvernig var umhorfs í íslenskum efnahags- og peningamálum þegar Sparisjóður Svarfdæla var stofnaður árið 1884? Ísland var eitt fátækasta og vanþróaðasta land Vestur-Evrópu. Undir lok 19. aldar var landsframleiðsla á mann lægst meðal þeirra landa sem nú eru talin til Vestur-Evrópu að Finnlandi einu undanskildu.³ Ísland var um þær mundir hluti af peningakerfi Danmerkur sem var í myntbandalagi með hinum Norðurlöndunum og hafði verið það síðan 1873. Norrænu myntirnar voru á gullfæti, þ.e. voru innleysanlegar fyrir gull á föstu verði. Af þessu leiddi að fjármagnshreyfingar milli Íslands og Danmerkur voru óheftar. Innlent fjármálakerfi var hins vegar ákaflega vanþróað. Árið 1880 voru ekki aðrar fjár-

málastofnanir í landinu en fimm sparisjóðir.⁴ Í alþjóðlegum samanburði er oft horft til hlutfalls peningamagns og sparifjár í innlánsstofnunum af landsframleiðslu við mat á þróunarstigi fjármálakerfa. Peningamagn og sparifé samanstendur af seðlum og mynt í umferð og innstæðum í bönkum og sparisjóðum. Það er því mælikvarði á umfang peningaviðskipta og þess fjár sem er til ráðstöfunar hjá innlánsstofnunum til útlána til arðbærra verkefna. Þetta hlutfall var ekki nema 5% um það leyti sem Sparisjóður Svarfdæla var stofnaður, enda voru stöðugar kvartanir um skort á peningum og lánsfé í landinu á þessum tíma.⁵

Frá 1884 hafa íslenskur efnahagur og fjármálakerfi tekið heljarstökk. Þjóðartekjur á mann eru þær sjöttu hæstu í heimi. Íslenskt efnahagslíf er tengt hinu alþjóðlega nánnum böndum. Fjármagnshreyfingar til og frá landinu hafa verið nánast óheftar síðan í byrjun árs 1995. Ísland hefur sjálfstæðan seðlabanka sem stýrir peningamálum landsmanna og eigin gjaldmiðil, og er verðgildi hans ákvarðað á markaði.

Þessi þróun hefði ekki átt sér stað án vaxtar og viðgangs fjármálakerfisins. Miðað við stærð landsins er það nú mjög öflugt. Yfir 100 fjármálastofnanir eru starfandi í landinu, þar með taldir 4 viðskiptabankar, 24 sparisjóðir, 51 lífeyrissjóður og 15 tryggingarfélag. Nútíma fjármálamarkaðir, svo sem skuldbréfamarkaður, hlutabréfamarkaður, peningamarkaður og gjaldeyrismarkaður, hafa orðið til, þótt þeir

1. Höfundur var aðalhafgræðingur Seðlabanka Íslands þegar erindið var flutt en er nú aðstoðarframkvæmdastjóri peninga- og hagfræðisviðs Alþjóðagreiðslubankans í Basel. Skoðanir sem fram koma eru höfundar og þurfa ekki að vera skoðanir Alþjóðagreiðslubankans í Basel eða Seðlabanka Íslands.

2. Saga sparisjóðanna er rakin af Haraldi Hannessyni (1984). Samkvæmt upplýsingum í grein Gunnars Karlssonar (1975) mun fyrsti sparisjóðurinn á landinu hafa verið *Sparnaðarsjóður búlausra* í Skútustaðahreppi sem stofnaður var af vinnufólki árið 1858. Hann var hins vegar lagður niður árið 1864.

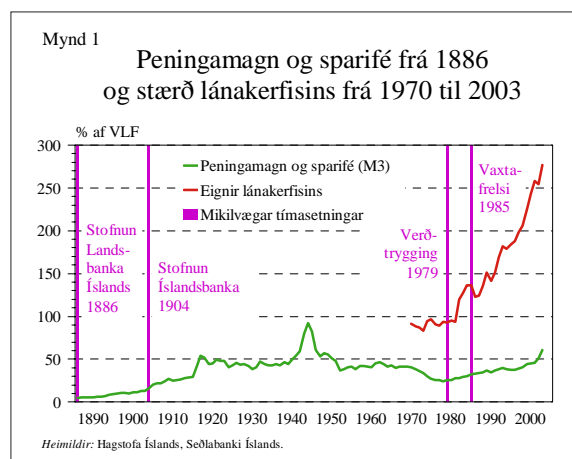
3. Sjá Guðmundur Jónsson (1999), *Hagvöxtur og iðnvæðing – Þróun landsframleiðslu á Íslandi 1870-1945*.

4. Sjá *Hagskinna* (1997).

5. Þetta hlutfall er um þessar mundir að meðaltali um 27% meðal vanþróuðustu þróunarríkja og fer mjög sjaldan niður fyrir 10%.

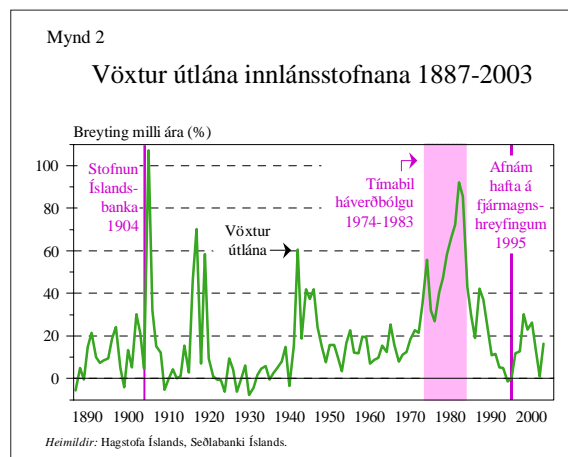
hafi í sumum tilfellum ekki öðlast nútímalegt form fyrr en á síðasta áratug. Peningamagn og sparifé nemur nú um 60% af landsframleiðslu og skuldir lánakerfisins í heild, þ.e. innlánsstofnana að viðbættum lífeyrissjóðum, erlendu lánsfé og fleiru, nema nú nærri þrefaldri landsframleiðslu. Sú stærð er líklega sambærilegri við hlutfall peningamagns og sparifjár árið 1884 sem nam 5% landsframleiðslu. Sýnir það hversu stórt stökk þjóðin hefur tekið í þessum efnun.

Hér verður ekki gefið tæmandi svar við spurningunni um hvernig þetta átti sér stað. Almenn er viðurkennt að þróun fjármálakerfis og efnahagslegar framfarir verði að fara saman þótt stundum sé deilt um hvort komi á undan, hænan eða eggjð. Hér að framan var nefnt að peningamagn og sparifé hafi numið um 5% af landsframleiðslu um það leyti sem Sparisjóður Svarfdæla var stofnaður. Mynd 1 sýnir hvernig þetta hlutfall hefur þróast síðan og jafnframt sýnir hún hvernig stærð lánakerfisins í heild hefur þróast frá árinu 1970. Stofnun viðskiptabankanna tveggja sem höfðu heimild til seðlaútgáfu, þ.e. Landsbanka Íslands 1886 og Íslandsbanka 1904, hafði mjög hvetjandi áhrif á þessa þróun, en einnig átti fjölgun sparisjóða hlut að máli. Hlutfallið náði 50% skömmu fyrir 1920 og hélst nálægt 50% fram á sjötta áratuginn að slepptri mikilli hækkun á stríðsárunum. Með vaxandi verðbólgu og neikvæðum raunvöxtum á áttunda áratugnum fór það hins vegar hríðlækkandi og náði lágmarki undir 1980. Þá höfðu um nokkra hríð magnast áhyggjur af því að verðbólgan væri byrjuð að grafa undan innlendu fjármálakerfi og möguleikum þess til



að fjármagna atvinnulíf landsmanna, enda fór hlutfeld erlends lánsfjár í lánakerfi landsmanna ört vaxandi. Þróuninni var hins vegar snúið við með verðtryggingu 1979 og síðar vaxtafrelsi um miðjan niunda áratuginn. Lánakerfið stækkaði síðan ört á tíunda áratugnum með umbótum á fjármálakerfinu og miklum vexti lífeyrissjóða.

Þróunin var hins vegar ójöfn eins og sést á mynd 2. Stundum var útlánavöxtur á eðlilegu róli miðað við litla verðbólgu og vaxandi hagkerfi. Stundum var útlánavöxtur lítill sem bæði stuðlaði að og endurspegladi erfiðleika í atvinnulífi. Einnig komu tímabil óhóflegrar útlánaþenslu sem annaðhvort leiddu af sér fjármáalegan óstöðugleika, þar sem gæði útlána reyndust ekki sem skyldi, eða fóru saman við mikla verðbólgu eins og á árunum 1974-1983. Síðasta útlánaþensla varð í kjölfar afnáms hafta á fjármagnshreyfingum og skipulagsbreytinga í fjármálakerfinu og fór að lokum saman við mikið ójafnvægi í þjóðarbúskapnum á árunum 1998-2001.

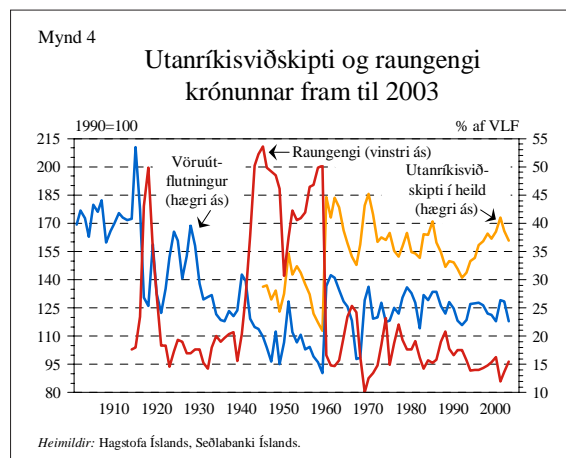
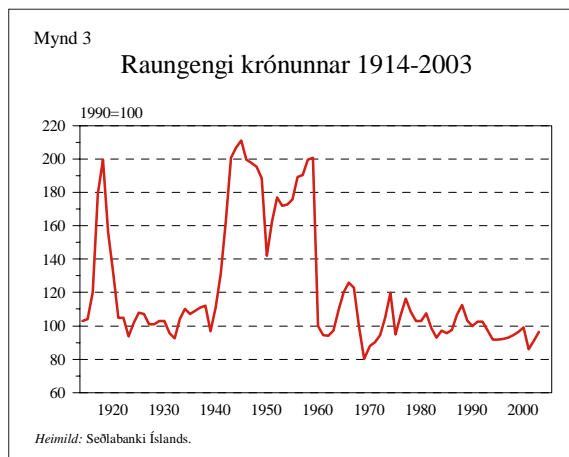


Ákvarðanir um gjaldmiðilinn og stefnan í gengismálum hafa augljóslega mikil áhrif á þróun efnahagsmála og fjármálakerfisins. Í upphafi var nefnt að Ísland hafi verið hluti af Norræna myntbandalaginu um það leyti sem Sparisjóður Svarfdæla var stofnaður. Það leið hins vegar undir lok þegar gullinnlausn Norðurlandamýntanna var afnumin við upphaf fyrri heimsstyrjaldarinnar. Íslenska krónan hélt þó jafngildi við dönsku krónuna þar til 1922 þegar hún var sett á flot. Þar með hófst í raun sjálfstæð tilvist íslensku krónunnar. Krónan flaut síðan fram til 1925 þegar hún var fest gagnvart bresku pundi. Sú

ákvörðun var upphafið að einu lengsta fastgengis-tímabili í sögu íslensku krónunnar, eða þar til að gengi hennar var fellt um 18% vorið 1939. Í kjölfarið var gengi krónunnar fest við Bandaríkjadal og hélst sú skipan mála fram undir árslok 1973, þótt margar stjórnvaldsákvörðaðar gengisbreytingar yrðu á tímabilinu. Á háverðbólguárunum 1974-1983 var krónan nánast á floti þótt því hafi verið stýrt af stjórnvöldum. Frá 1983 tóku hins vegar við tilraunir til að nota a.m.k. tímabundna gengisfestu til að draga úr verðbólgu sem var að fara úr böndum um þær mundir.⁶ Verðbólgu var síðan náð niður á svipað stig og í viðskiptalöndum með margvíslegum aðgerðum í lok niunda og í upphafi tíunda áratugarins en þar lék lykilhlutverk ákvörðun um að festa gengið í desember 1989 á raunhæfu gengi.⁷ Þegar hömlum á fjármagnshreyfingar var að fullu létt af um miðjan tíunda áratuginn varð Ísland fyrir sömu reynslu og flestar aðrar þjóðir, að erfðara varð að halda gengi stöðugu og gat sú stefna á stundum auðveldlega stangast á við markmið um verðstöðugleika. Því var sveigjanleiki í gengismálum smám saman aukinn á síðustu árum tíunda áratugarins og að lokum var gengi krónunnar sett á flot í mars 2001. Seðlabanka Íslands var þá sett verðbólgu markmið og honum veitt fullt sjálfstæði til að beita tækjum sínum til að ná því, fyrst með samkomulagi hans og ríkisstjórnar og síðan með lögum

frá Alþingi. Íslendingar hafa því reynt nánast allt í gengismálum. Þróunin var frá myntbandalagi og verðstöðugleika til flotgengis með verðstöðugleika en miklum óstöðugleika inn á milli. Ekki er víst að síðasti kaflinn í þessari sögu hafi verið skrifaður.

Þrátt fyrir allar sviptingarnar virðist raungengi krónunnar hafa sveiflast í kringum stöðugt miðgildi, eins og sést á mynd 3, ef undan eru skilin tímabil tveggja heimsstyrjalda þegar möguleikar landsins til utanríkisviðskipta rýrnuðu verulega. Mynd 4 sýnir hins vegar að vöruútflutningur minnkaði stöðugt í hlutfalli við landsframleiðslu fram undir 1960. Framan af endurspeglar það þó líklega almenna efnahagsþróun og aukna velmegun með tilheyrandi vexti heimamarkaðar fremur en ranga gengisstefnu. Of hátt raungengi eftir að seinni heimsstyrjöldinni lauk og fram að gengislækkun í upphafi tímabils viðreisnarstjórnarinnar virðist hins vegar hafa hamlað utanríkisviðskiptum, enda fóru vöruútflutningur og utanríkisviðskipti í heild (meðaltal útflutnings og innflutnings vöru og þjónustu) í hlutfalli við landsframleiðslu upp á nýtt og hærra stig í framhaldi af þessari gengislækkun.

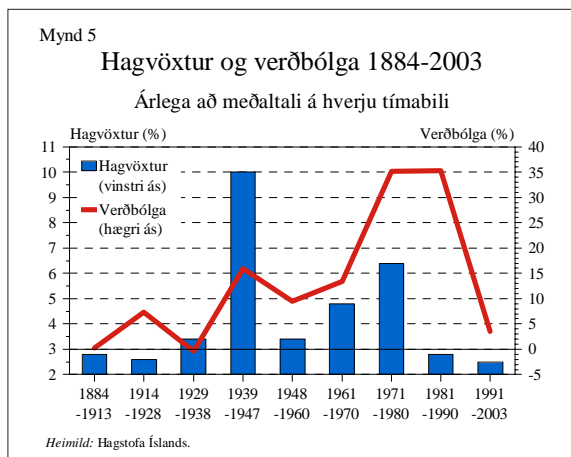


6. Um sögu gengismála sjá m.a. Jóhannes Nordal og Ólaf Tómasson (1985) og Arnór Sighvatsson, Má Guðmundsson og Þórarin G. Pétursson (2000).

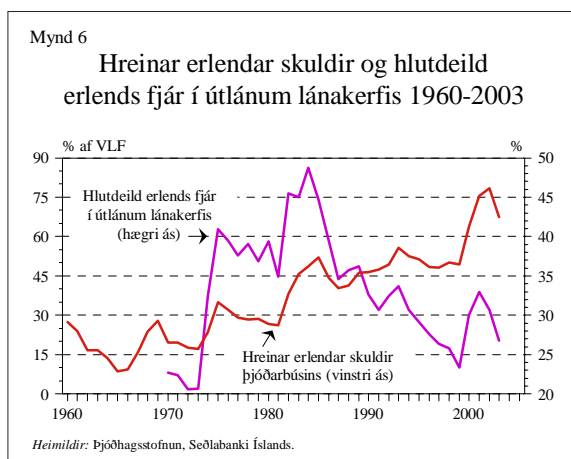
7. Varðandi verðbólgu og verðbólguhjöðnun á Íslandi og þátt gengisstefunnar sjá Andersen, Palle, og Má Guðmundsson (1998).

Eins og fram hefur komið hefur íslenska þjóðin þróast frá því að vera ein sú fátækasta í Evrópu í að vera sú sjötta ríkasta í heimi. En þróunin hefur verið ójöfn eins og mynd 5 sýnir og óstöðugleiki var lengi landlægur. Að heimsstyrjöldinni síðari slepptri var hagvöxturinn mestur á sjötta og sjöunda áratugnum en það var einnig á þessu tímabili sem verðbólgan fór vaxandi og slapp um hríð úr böndum. Nú er hagræfið þróað og því ekki hægt að reikna með að

hagvöxtur geti verið eins hraður og áður. Að slepptum tímabundnum innflutningi vinnuafis má ætla að hagvöxtur hér á landi geti verið rúm 3% á ári án þess að spenna og verðbólguþrýstingur myndist.

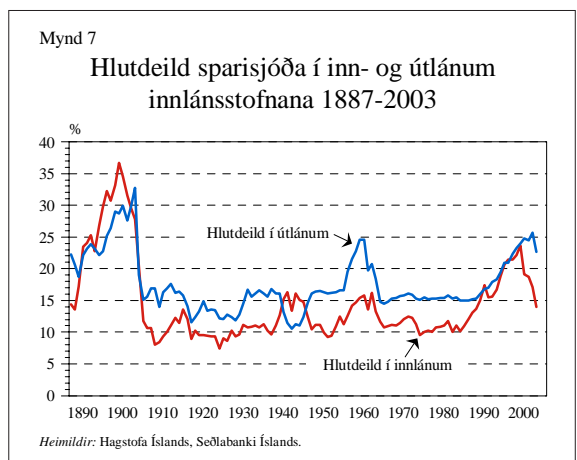


Hagvöxtur undanfarinna áratuga fór saman við síhækkandi erlendar skuldir í hlutfalli við landsframleiðslu, eins og sést á mynd 6. Það endurspeglar að miklu leyti viðvarandi viðskiptahalla á tímabilinu. Það þarf ekki að vera óeðlilegt í ljósi mikillar uppbyggingar á þessum árum og ungs aldurs þjóðarinnar, en auðvitað er sá sem skuldar viðkvæmari fyrir áföllum en sá sem skuldar ekki. Hins vegar er athyglisvert að þrátt fyrir þessa þróun hefur hlutdeild erlendar fjármögnunar lánakerfisins farið minnkandi síðan um miðjan níunda áratuginn og endurspeglar það öran vöxt upphladsins innlands fjársparnaðar á



vegum innlendra fjármálastofnana. Stingur þetta nokkuð í stúf við umræður um meint minnkandi vægi íslensku krónunnar.

Hvernig hefur sparisjóðunum reitt af í þessari þróun? Reyndar nokkuð vel, eins og sést á mynd 7. Eftir að Íslandsbanki hinn eldri hafði náð föttestu á árunum undir 1910 varð hlutdeild þeirra í innlánum í kringum 15% og hélst með nokkrum undantekningum á því róli fram undir 1990. Síðan hafa sparisjóðirnir sótt í sig veðrið.



Eftir þessa sögulegu yfirferð er ekki úr vegi að huga að framtíðinni í ljósi þess sem á undan er gengið. Ekki er hægt að segja annað en að verðbólgu- markmið og flotgengisstefna sem tekin var upp í mars 2001 hafi reynst vel. Verðbólgu- markmiðið náðist undir lok árs 2002 og þótt verðbólga hafi nýverið vaxið nokkuð er hún enn innan þolmarka og skýrist að minnsta kosti að hluta af tímabundnum ytri þáttum eins og mikilli hækkun olíuverðs. Á sama tíma stuðlaði gengisþróunin að betra jafnvægi í þjóðarþúinu og sá mikli viðskiptahalla sem myndaðist í lok síðustu uppsveiflu hvarf á árinu 2002. Eftir að gengisaðlöguninni lauk í kjölfar kerfisbreytingarinnar hefur gengisflökt verið töluvert minna en t.d. gengur og gerist um stærri gjaldmiðla.

Þrátt fyrir þetta er ekki hægt að fullyrða að Ísland hafi náð endastöð í gengismálum. Ljóst er að því fylgdu margvíslegir kostir fyrir Ísland að verða hluti af myntbandalagi Evrópu. Þar má nefna örvun utanríkisviðskipta sakir þess að stór hluti þeirra yrði án gengisáhættu. Ýmsar hagrannsóknir benda til þess að aukin utanríkisviðskipti örvi hagvöxt, a.m.k. um hríð.

Þá hefði aðgangur að stórum fjármálamarkaði án gengisáhættu margvíslegan ávinning í för með sér. Samkeppni myndi aukast og kostnaður minnka án þess að það væri endilega á kostnað aukinnar áhættu fyrir fjármálakerfið í heild. Ástæðan er sú að hættan á séríslenskri gjaldeyriskreppu yrði úr sögunni og íslenska fjármálakerfið ætti aðgang að mun víðara öryggisneti en það á nú. En slíku skrefi fylgdu einnig ýmsir ókostir og sá mestur að möguleikinn á sjálfstæðri peningastefnu til að bregðast við séríslenskum áföllum eða búhnykkjum yrði ekki lengur til staðar. Ljóst er að þetta skref verður ekki stigið nema með aðild Íslands að Evrópusambandinu. Það felur hins vegar í sér pólitíska ákvörðun sem tekur til mun fleiri þátta en gengis- og peningamála. Hitt er svo annað mál að komi til þess að þetta skref verði stigið

verðum við að sumu leyti í sömu sporum og þegar Sparisjóður Svarfdæla var stofnaður fyrir 120 árum.

Hvað má þá segja um framtíð íslenskra fjármála- stofnana? Um þessar mundir standa íslenskir bankar í útrás til annarra landa og hafa vaxið af þeim sökum meira en áður var talið mögulegt. Verði Ísland hluti af evrusvæðinu mun það hafa í för með sér aukna samkeppni fyrir íslenskar fjármálastofnanir en einnig aukna möguleika á alþjóðlegum landvinningum. Hins vegar er mjög líklegt að áfram verði þörf fyrir staðbundnar fjármálastofnanir sem þekkja einstaklinga og lítil og meðalstór fyrirtæki á sínu svæði og hafa yfirburði í að meta láns hæfi þeirra. Lítið er því til fyrirstöðu að þær heiti sparisjóðir, en til að lifa af þurfa sparisjóðir eins og aðrir að laga sig að síbreytilegum aðstæðum.

Heimildir

Andersen, Palle, og Már Guðmundsson (1998), Inflation and disinflation in Iceland, *Central Bank of Iceland Working Paper No. 1*.

Arnór Sighvatsson, Már Guðmundsson og Þórarinn G. Pétursson (2000), Optimal exchange rate policy: The case of Iceland, *Central Bank of Iceland Working Paper No. 8*.

Guðmundur Jónsson (1999), *Hagvöxtur og iðnvæðing – Þróun landsframleiðslu á Íslandi 1870-1945*, Þjóðhagsstofnun.

Gunnar Karlsson (1975), Fyrsti sparisjóður á Íslandi?, í *Afmælisrit Björns Sigfússonar*.

Hagskinna. Sögulegar hagtölur um Ísland. Hagstofa Íslands. Ritstjórar Guðmundur Jónsson og Magnús S. Magnússon (Reykjavík, 1997).

Haraldur Hannesson (1984), Um upphaf sparisjóðsstarfsemi á Íslandi, í *Afmælisrit Sparisjóðs Svarfdæla 1884-1984*. Hjörtur E. Þórarinnsson sá um útg. Dalvík, Sparisjóður Svarfdæla. Bls. 10-25.

Jóhannes Nordal og Ólafur Tómasson (1985), Frá floti til flots, í *Klemensarbók*, Sigurður Snævar (ritstj.), Félag viðskipta- og hagfræðinga.

Peningastefnan og stjórnþæki hennar

Markmið peningastefnunnar

Markmið stefnunnar í peningamálum er stöðugt verðlag. Hinn 27. mars 2001 var tekið upp formlegt verðbólgu­markmið sem hér segir:

- Seðlabankinn stefnir að því að árleg verðbólga, reiknuð sem árleg hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%.
- Víki verðbólga meira en ±1½% frá settu marki ber bankanum að gera ríkisstjórninni grein fyrir ástæðu fráviksins, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hvenær hann telur að verðbólgu­markmiðinu verði náð að nýju. Greinargerðina skal birta opinberlega.
- Ársfjórðungslega birtir Seðlabankinn verðbólgu­spá tvö ár fram í tímann og gerir grein fyrir henni í *Peningamálum*.

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

Helstu stjórnþæki peningastefnunnar

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

Föst viðskiptaform:

- *Viðskiptareikningar* geyma óráðstafað fé lánastofnana. Þeir eru uppgjorsreikningar vegna greiðslujöfnunar milli innlánsstofnana og milli­bankaviðskipta, þar á meðal viðskipta við Seðla­bankann. Vextir þessara reikninga mynda gólf fyrir daglánavexti á millibankamarkaði.
- *Daglán* eru veitt að ósk lánastofnana og tryggð með sömu verðbréfum og hæf eru í endurhverfum viðskiptum (sjá síðar). Vextir daglána mynda þak yfir daglánavexti á millibankamarkaði.

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

Yfirlit vaxta Seðlabankans 31. ágúst 2004

Viðskiptaform	Vextir nú (%)	Síðast breytt	Breyting (pró­sentur)	Vextir fyrir ári (%)
Viðskiptareikningar	3,75	6. júlí '04	0,50	2,8
Daglán	8,25	12. júlí '04	0,25	7,7
Innstæðubréf (til 90 daga)...	5,75	12. júlí '04	0,50	4,8
Bindiskylda.....	5,00	12. júlí '04	0,50	4,1
Endurhverf viðskipti.....	6,25	12. júlí '04	0,50	5,3

Varúðarreglur um lausafjárhlutfall og gjaldeyrisjöfnuð

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

Lausafjárhlutfall

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

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

Gjaldeyrisjöfnuður

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

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

Annáll efnahags- og peningamála

Maí 2004

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

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

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

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

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

Hinn 19. maí staðfesti alþjóðlega matsfyrirtækið Fitch Ratings lánsþæfiseinkunnir ríkissjóðs Íslands, AA- fyrir langtímaskuldbindingar í erlendri mynt, AAA fyrir langtímaskuldbindingar í íslenskum krónum og F1+ fyrir skammtímaskuldbindingar í erlendri mynt. Horfur um breytingar á matinu eru stöðugar.

Júní 2004

Hinn 1. júní var tilkynnt að bankastjórn Seðlabanka Íslands hefði ákveðið að hækka vexti bankans í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir um 0,25 prósentur í 5,75% hinn 8. júní. Aðrir vextir bankans hækkuðu hinn 11. júní.

Hinn 7. júní staðfesti alþjóðlega matsfyrirtækið Moody's lánsþæfiseinkunnir ríkissjóðs Íslands, Aaa fyrir langtímaskuldbindingar í erlendri og innlendri mynt og P-1 fyrir skammtímaskuldbindingar í erlendri og innlendri mynt. Horfur um breytingar á matinu eru stöðugar.

Hinn 7. júní var tilkynnt að KB banki hf. hefði stofnað eignastýringarfyrirtæki í Lundúnum, New Bond Street Asset Management LLP (skammstafað NBS). Starfsemi nýja fyrirtækisins felst í að byggja upp sérhæft skuldabréfa- og lánasafn fyrir KB banka hf. auk stýringar á sérhæfðum sjóðum fyrir þriðja aðila. Samkvæmt fréttinni er stefnt að því að NBS verði með tvo milljarða evra í stýringu innan tveggja ára.

Hinn 14. júní var kunngert að KB banki hf. hefði keypt danska bankann FIH A/S af Swedbank. FIH sérhæfir sig í fjármögnun fyrirtækja í Danmörku af öllum stærðum. Við kaupin mun efnahagur KB banka hf. tvöfaldast. Fyrirvari var gerður við kaupin um samþykki fjármálaeftirlita í Danmörku og á Íslandi. Kaupverðið var 1,0 ma.evra að jafnvirði ríflega 84 ma.kr.

Hinn 14. júní tilkynntu alþjóðlegu matsfyrirtækin Moody's og Standard & Poors að Íbúðalánasjóður fengi sama lánsþæfismat og ríkissjóður Íslands. Matið var rökstutt með þeirri ábyrgð sem sjóðurinn nýtur frá íslenska ríkinu.

Hinn 18. júní tilkynnti Kauphöllin í Stokkhólmi að KB banki hf. væri eitt af 13 nýjum félögum í Attract 40 vísitölunni. Val félaga í vísitöluna byggist á veltu bréfa og verður endurskoðað í árslok 2004.

Hinn 18. júní tilkynnti KB banki hf. að gengið hefði verið frá útgáfu víkjandi skuldabréfa að fjárhæð um 450 milljónir evra, eða um 40 ma.kr., til fjármögnunar á kaupum bankans á FIH. Til eiginfjárbáttar A töldust 150 milljónir evra en afgangurinn til eiginfjárbáttar B.

Hinn 18. júní var tilkynnt að aðild Deutsche Bank AG London að Kauphöll Íslands hefði verið samþykkt af stjórn Kauphallarinnar.

Júlí 2004

Hinn 1. júlí komu til framkvæmda breytingar á Íbúðalánasjóði sem samþykktar höfðu verið á Alþingi 28. maí. Útgáfu hús- og húsnæðisbréfa var hætt og gefin voru út ný bréf, íbúðabréf sem eru jafngreiðslubríf til 20, 30 og 40 ára með tveimur gjalddögum á ári. Helstu breytingar voru að lántakendur fæ láan greidd í peningum í stað þess að fá afhent húsbref. Samtímis var eigendum helstu flokka húsbrefa og húsnæðisbréfa boðið að skipta á þeim og íbúðabréfum og var eldri bréfum að andvirði 338 ma.kr. skipt.

Hinn 1. júlí lækkuðu vextir á íbúðabréfum Íbúðalánasjóðs um 0,3 prósentur, í 4,8%. Hinn 1. ágúst lækkuðu vextirnir aftur um 0,3 prósentur í 4,5% og um 0,15 prósentur í 4,35% hinn 1. september. Þessi mikla lækkun ræðst af lækkandi ávöxtunarkröfu íbúðabréfa á markaði.

Hinn 5. júlí samþykktu hluthafar í KB banka hf. hlutfjárukningu til forgangsréttarhafa að 110.137.128 hlutum. Söluverð var 360 kr. á hlut og heildarvirði aukningarinnar 39.649.366.080 kr.

Einnig var samþykkt að veita stjórn bankans heimild til viðbótaraukningar hlutfjár um 110 milljónir hluta án forgangsréttar.

Hinn 5. júlí var tilkynnt að bankastjórn Seðlabanka Íslands hefði ákveðið að hækka vexti bankans í endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir um 0,5 prósentur í 6,25% hinn 6. júlí. Aðrir vextir bankans hækkuðu hinn 11. júlí.

Hinn 14. júlí var tilkynnt um árlega endurskoðun gengisskráningarvogar krónunnar í ljósi utanríkisviðskipta ársins 2003. Hin nýja vog tók gildi 16. júlí.

Ágúst 2004

Hinn 9. ágúst var hlutfé KB banka hf. í Kauphöll Íslands hækkað um sem nam kr. 1.101.371.280 að nafnverði, sem skiptist í 110.137.128 hluti. Skráð hlutfé félagsins á aðallista Kauphallar Íslands eftir hækkinguna var kr. 5.506.856.400 að nafnverði, eða 550.685.640 hlutir.

Hinn 12. ágúst gerði Íslandsbanki hf. tilboð í hlutfé Kredittbanken A/S í Noregi á verðinu 7,25 norskar krónur á hlut. Tilboðið nam rúmum 3,5 ma.kr. fyrir allt hlutfé í bankanum. Stjórn Kredittbanken mælti með tilboðinu við hluthafa en það var háð fyrirvara um samþykki 90% hluthafa og samþykki fjármálaeftirlita í Noregi og á Íslandi.

Hinn 23. ágúst tilkynnti KB banki hf. að hann hygðist bjóða viðskiptavinum sínum verðtryggð húsnæðislán til 40 ára með 4,4% fasta vexti að uppfylltum ákveðnum skilmálum. Í kjölfarið buðu hinir viðskiptabankarnir og sumir sparisjóðir og lífeyrisjóðir áþekk lán. Vextirnir sem boðnir voru lækkuðu síðan niður í 4,2% undir lok mánaðarins í kjölfar útboðs Íbúðalánasjóðs á íbúðabréfum.

Tölur og myndir

Tölur og myndir miðast við talnalegar upplýsingar sem fyrir lágu hinn 31. ágúst 2004 nema tafla 2 sem miðast við 10. september og tölur 6 og 9 sem miðast við 13. september.

Skýringar á merkingu tákna eru á innanverðri kápusíðu.

A Tölur

Tafla 1	Helstu mánaðarlegar vísbendingar	89
Tafla 2	Verðlagsþróun	91
Tafla 3	Gengisþróun	92
Tafla 4	Vextir	93
Tafla 5	Peningastærðir og útlán	94
Tafla 6	Reikningar lánakerfisins	95
Tafla 7	Fjármálamarkaður	96
Tafla 8	Vinumarkaður	96
Tafla 9	Þjóðhagslegt yfirlit	97
Tafla 10	Greiðslujöfnuður	99
Tafla 11	Erlend staða þjóðarbúsins	101
Tafla 12	Yfirlit um fjármál ríkissjóðs	102
Tafla 13	Fjármál hins opinbera	103
Tafla 14	Velta	104
Tafla 15	Raungengi íslensku krónunnar	104
Tafla 16	Fasteignamarkaður og eignaverð	105
Tafla 17	Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja	105
Tafla 18	Afkoma fyrirtækja	106
Tafla 19	Erlendur samanburður	107
Tafla 20	Alþjóðleg hagþróun	107
Tafla 21	Sögulegar hagtölur	108
Tafla 22	Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins	111
Tafla 23	Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum	112

B Myndir

Mynd 1	Vísitala neysliverðs 1999-2004	91
Mynd 2	Vísitala neysliverðs eftir eðli og uppruna 1999-2004	91
Mynd 3	Vísitölur meðalgengis 1999-2004	92
Mynd 4	Gengi helstu gjaldmiðla gagnvart íslenskrri krónu 2001-2004	92

Mynd 5	Ávöxtun á peningamarkaði 1996-2004	93
Mynd 6	Ávöxtun langtímaskuldabréfa 1996-2004	93
Mynd 7	12 mán. %-breyting peningamagns (M3), útlána innlánsstofnana og grunnfjár 1995-2004	94
Mynd 8	Útlánaflokkun innlánsstofnana 1991-2004	94
Mynd 9	Vöxtur útlána lánakerfisins 1994-2004	95
Mynd 10	Flokkun innlendra skulda lánakerfisins 1990-2004	95
Mynd 11	Þróun launa og kaupmáttar 1993-2004	96
Mynd 12	Atvinnuleysi og atvinnuþáttaka 1993-2004	96
Mynd 13	Vöxtur landsframleiðslu, einkaneyslu og fjármunamyndunar 1980-2006	97
Mynd 14	Einkaneysla, samneysla og fjármunamyndun sem % af vergri landsframleiðslu 1980-2006	97
Mynd 15	Ársfjórðungslegur hagvöxtur 1998-2004	98
Mynd 16	Undirþættir hagvaxtar 1998-2004	98
Mynd 17	Vöruútflutningur og vöruinnflutningur 1993-2004	99
Mynd 18	Útflutt og innflutt þjónusta 1993-2004	99
Mynd 19	Ársfjórðungslegur viðskiptajöfnuður 1996-2004	100
Mynd 20	Nokkrir undirþættir fjármagnsjafnaðar 1996-2004	100
Mynd 21	Gjaldeyrisforði og hrein erlend staða Seðlabankans 1996-2004	101
Mynd 22	Erlend staða þjóðarbúsins 1980-2004	101
Mynd 23	Lánsfjárbörf og lántökur ríkis 1991-2004	102
Mynd 24	Mánaðarlegur tekjuafgangur ríkissjóðs 2002-2004	102
Mynd 25	Skuldir og tekjuafgangur hins opinbera 1991-2004	103
Mynd 26	Útgjöld og tekjur hins opinbera 1991-2004	103
Mynd 27	Veltubreyting milli ára 1998-2004	104
Mynd 28	Ársfjórðungslegt raungengi krónunnar 1980-2004	104
Mynd 29	Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum 1980-2003	105
Mynd 30	Hlutabréfaverð 1998-2004	105
Mynd 31	Arðsemi eigin fjár viðskiptabanka og sparisjóða 1995-2004	106
Mynd 32	Eiginfjárlutfall viðskiptabanka og sparisjóða 1995-2004	106
Mynd 33	Verðbólga 1939-2006	110
Mynd 34	Hagvöxtur 1945-2006	110
Mynd 35	Viðskiptajöfnuður 1945-2006	110
Mynd 36	Raungengi 1960-2005	110
Mynd 37	Þjóðhagslegur sparnaður og fjármunamyndun 1960-2006	110
Mynd 38	Raunávöxtun og peningamagn 1960-2003	110
Mynd 39	Hlutfallsleg atvinnuskipting 1970 og 2001	111
Mynd 40	Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir vöruflokkum 1970 og 2003	111
Mynd 41	Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings eftir svæðum 1970 og 2003	112
Mynd 42	Hlutfallsleg skipting vöruinnflutnings eftir svæðum 1970 og 2003	112

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

	Væðlag		Gengi		Ávöxtun (í lok tímabils, %)					Peningastærðir (í lok tímabils) ⁵				
	%breyting vísitölu neysluverðs ¹		%breyt. meðalgengis krónu ^{1,2}		Peningamarkaður		Skuldabréfamarkaður			12 mán. %-breytingar		Útlán		
	sl. 1 m.	sl. 12 m.	sl. 1 m.	sl. 12 m.	Endurhv. verðbréfa kaup	3 mán. REIBOR ³	3 mán. ríkisvixlar	5 ára óverðbr. ríkisbréf	10 ára spari-skrirteini ⁴	25 ára húsbréf ⁴	Grunnté	M3	innlánsstofnana	Erlent lánsstíð ⁶
1998	.	1,7	.	1,6	7,5	8,2	7,6	7,5	4,3	4,7	4,6	15,2	25,6	56,8
1999	.	3,4	.	0,2	9,0	11,7	9,8	9,6	4,7	4,8	75,9	16,9	22,8	15,2
2000	.	5,0	.	-0,1	11,4	12,0	11,5	11,7	5,5	6,3	-10,4	11,2	26,2	33,0
2001	.	6,7	.	-16,7	10,1	12,5	10,0	9,1	5,1	5,9	-14,2	14,9	13,4	-0,2
2002	.	4,8	.	3,0	5,8	6,2	5,8	6,9	4,9	5,2	17,2	15,3	2,0	-0,4
2003	.	2,1	.	6,4	5,3	5,1	4,8	7,5	4,3	4,6	-33,5	23,5	16,5	-5,7
2003														
Janúar	0,4	1,4	2,2	13,3	5,8	6,3	5,8	7,0	4,7	5,0	17,7	12,9	-1,0	9,4
Febrúar	-0,2	1,5	1,8	13,2	5,3	5,5	5,3	7,3	4,8	5,0	28,0	12,3	0,7	12,5
Mars	1,1	2,2	-0,2	12,6	5,3	5,4	5,0	6,9	4,8	5,0	-8,5	12,8	2,5	8,9
Apríl	0,1	2,3	1,2	11,3	5,3	5,3	4,5	7,0	4,6	4,9	2,1	15,6	5,0	12,2
Mai	-0,2	2,2	1,2	8,9	5,3	5,3	4,8	6,6	4,4	4,8	-10,1	18,9	9,2	17,5
Júní	0,1	1,8	-1,9	6,5	5,3	5,3	5,1	6,8	4,3	4,6	-13,8	19,3	10,1	28,4
Júlí	-0,1	1,6	-2,2	2,7	5,3	5,3	5,1	6,8	4,2	4,6	-2,5	14,8	11,5	12,0
Ágúst	-0,1	2,0	-1,9	0,3	5,2	5,2	4,9	6,5	4,0	4,4	5,6	19,6	13,1	28,2
September	0,7	2,2	-0,0	2,3	5,2	5,2	4,5	6,3	4,3	4,6	-5,4	23,0	12,4	17,3
Október	0,5	2,2	0,6	3,2	5,3	5,1	4,6	6,9	4,2	4,6	-1,2	25,5	13,8	-18,9
Nóvember	0,1	2,5	0,5	3,1	5,3	5,1	4,8	7,1	4,3	4,6	-17,2	23,7	13,7	-11,7
Desember	0,3	2,7	0,5	1,7	5,3	5,1	4,8	7,5	4,3	4,6	-33,5	23,5	16,5	-5,7
2004														
Janúar	0,0	2,4	3,3	2,7	5,3	5,3	5,1	7,3	4,4	4,7	-12,5	26,4	20,8	-23,2
Febrúar	-0,3	2,3	1,1	2,0	5,3	5,3	5,4	7,0	4,1	4,6	-30,0	22,5	21,4	-31,3
Mars	0,6	1,8	-1,7	0,5	5,3	5,4	5,0	6,8	3,9	4,4	-28,7	24,5	23,9	-29,9
Apríl	0,6	2,2	-1,5	-2,2	5,3	5,4	5,3	6,8	3,7	4,1	-7,7	21,1	23,5	-13,2
Mai	0,8	3,2	-0,3	-3,7	5,5	5,8	5,6	7,6	4,0	4,3	-32,4	18,4	19,8	-23,7
Júní	0,8	3,9	0,7	-1,1	5,8	6,1	6,0	7,6	3,9	4,2	-11,7	19,0	20,1	-21,5
Júlí	-0,5	3,6	0,3	1,4	6,3	6,5	6,0	7,7	3,9	4,7	23,8	24,7	20,5	-37,6
Ágúst	-	3,7	0,5	3,9	6,3	6,6	6,5	7,7	3,7	4,7	...	...	...	...

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

Tafla 1 (frh.) Helstu mánaðarlegar vísibendingar

	Gjaldeyrismarkaður og gjaldeyrisforði				Útarríkisviðskipti og ytri skilyrði				Vinnurmarkaður		Ríkisfjármál		Eignaverð		
	Gjaldeyrisforði sem hlutfall af: Staða (ma.kr.)	vörui- flutn. ⁷ (ma.kr.)	erl. skt.sk. lánastofn. ⁸ (ma.kr.)	Hrein kaup SÍ á markaði (ma.kr.)	Vöru- skipta- jöfn. (ma.kr.)	Vöru- útflytun- (fob). (ma.kr.)	Vöru- innflutn. (fob) (ma.kr.)	Útlf. verð sj. afurða, 12 má. % -br. ⁹	Rau- gengi isl. krónu ¹⁰	At- vinnu- leysi	Launa- vísitala, 12 má. % -br. ¹¹	Tekjujöfn. ríkis, % af tekjum frá áram. ¹²	12 má. % -breyt. Verð íhúðar- húsn. ¹⁴	Urvælsvísi- tala hluta- bréfa ¹³	Verð íhúðar- húsn. ¹⁴
1998	29,6	2,2	0,8	17,0	-25,5	136,6	162,1	11,8	91,9	2,8	9,4	4,6	9,8	7,8	
1999	35,8	2,6	0,9	12,0	-22,9	144,9	167,8	-4,8	93,6	1,9	6,8	8,7	47,4	22,2	
2000	34,2	2,1	0,6	-13,9	-38,0	149,3	187,3	-3,0	96,2	1,3	6,6	5,9	-19,3	13,3	
2001	36,8	2,1	0,4	-29,5	-6,7	196,4	203,1	1,6	83,6	1,4	8,8	-0,2	-11,2	3,1	
2002	37,4	2,5	0,2	4,5	13,1	204,3	191,2	3,3	88,4	2,5	7,2	-5,6	16,7	7,5	
2003	58,3	3,6	0,3	43,2	-16,9	182,6	199,5	0,4	93,8	3,4	5,6	-3,4	56,4	9,1	
2003															
Janúar	37,1	2,6	0,3	5,5	4,9	16,4	11,4	2,9	93,4	3,8	5,5	-1,5	8,4	9,0	
Febrúar	36,6	2,5	0,2	2,2	2,0	16,1	14,1	3,0	95,0	4,1	5,6	4,3	8,1	8,9	
Mars	36,3	2,5	0,2	2,5	-0,5	16,7	17,3	1,8	94,9	4,0	5,7	9,3	8,3	10,8	
Apríl	38,7	2,7	0,2	2,1	-2,4	14,1	16,5	4,2	95,9	3,9	5,6	8,3	7,5	11,6	
Mai	37,1	2,6	0,2	2,8	-1,7	15,1	16,8	0,5	97,1	3,6	5,6	2,2	14,1	11,4	
Júní	37,1	2,4	0,2	3,5	-3,2	14,3	17,5	-1,6	95,2	3,2	5,6	2,2	14,6	14,8	
Júlí	37,1	2,4	0,2	4,4	-5,0	15,0	20,0	-4,7	93,2	3,0	5,7	-2,3	19,4	13,9	
Ágúst	41,3	2,5	0,2	4,0	-0,9	14,9	15,8	-1,2	91,5	2,9	5,7	-3,7	38,0	14,9	
September ..	46,6	2,9	0,2	4,4	-4,7	14,6	19,2	-	91,6	2,7	5,6	-4,6	39,5	12,6	
Október	52,0	3,1	0,3	4,4	-2,8	15,8	18,6	0,3	92,5	2,8	5,5	-3,4	48,7	12,4	
Nóvember ..	58,0	3,5	0,3	3,8	-0,3	16,0	16,2	1,1	93,1	3,0	5,5	-4,7	52,7	12,7	
Desember ...	58,3	3,6	0,3	3,7	-2,5	13,7	16,2	-1,4	93,6	3,1	5,4	-3,4	56,4	9,1	
2004															
Janúar	56,6	3,4	0,3	7,0	0,2	16,6	16,4	-2,9	96,3	3,7	3,3	-1,2	76,8	8,3	
Febrúar	57,4	3,5	0,3	1,4	0,0	14,1	14,1	-2,3	97,2	3,6	3,3	8,1	89,3	9,2	
Mars	66,9	3,8	0,3	1,8	-0,2	20,1	20,3	-2,7	96,1	3,5	3,8	-0,5	79,8	9,7	
Apríl	65,8	3,7	0,3	1,5	-3,3	16,8	20,0	-5,2	95,6	3,5	4,0	1,0	91,1	13,4	
Mai	66,0	3,8	0,3	1,5	-3,7	14,9	18,6	-3,0	95,5	3,3	4,6	-2,2	82,7	11,4	
Júní	68,7	3,8	0,3	1,8	-6,8	16,3	23,2	-1,7	96,3	3,1	5,1	-2,5	96,9	9,9	
Júlí	68,3	3,8	0,3	1,4	-6,4	16,6	23,0	-0,2	96,8	3,0	5,1	...	105,6	12,6	
Ágúst .....	...	...	...	1,6	...	...	...	...	96,9	...	...	...	92,6	...

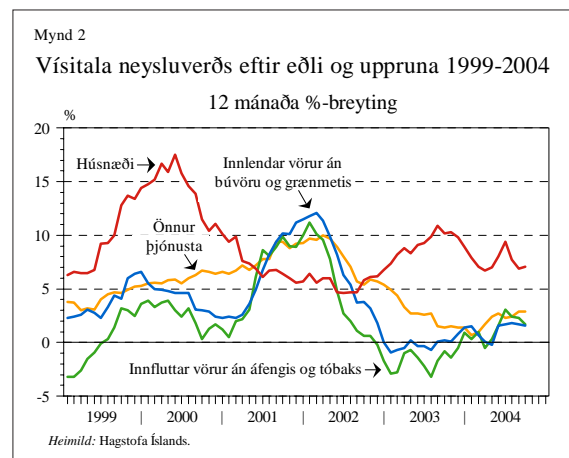
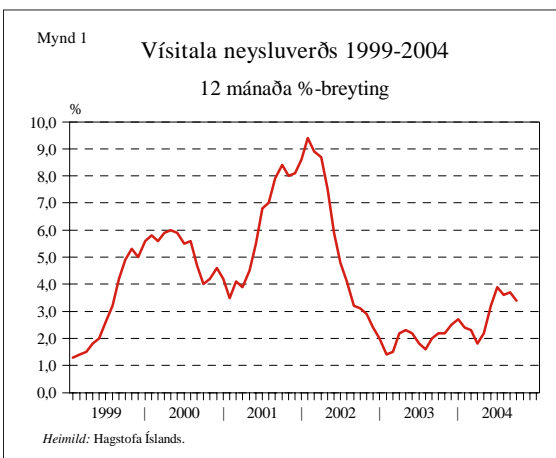
7. Gjaldveisforði í lok tímabils sem hlutfall af innflutningi eins mánaðar, reiknað á fðstu gengi SDR. Miðað er við meðaltal heildarvörumflutnings sl. 12 mánuði. 8. Í nefnara eru erlendir skammtímaskuldbindingar innlánsstofnana og fjárfestingarbanka. 9. Verð í SDR. Arstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 10. Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag á Íslandi og í 17 helstu víðskiptalöndum. 1980 = 100. Meðaltal tímabils. 11. Arstölur eru breyting milli ársmeðaltala. 12. Greiðslugrunnur. 13. Urvælsvísitala frá janúar 1998. Áður þingsvísitala VÞÍ. Arstölur eru breyting yfir ár. 14. Íbúðarhúsnæði á höfuðborgarsvæði (sjó sveitartélg). Arstölur eru breyting yfir ár. *Heimildir:* Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands, Kauphöll Íslands, Ríkisbókhalð, Vinnuálagstofnun, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Verðlagsþróun

	2004								
	jan.	febr.	mars	april	maí	júní	júlí	ágúst	sept.
Vísitala neysluverðs (maí 1988 = 100)	230,1	229,4	230,7	232,0	233,9	235,7	234,6	234,6	235,6
<i>1 mánaðar %-breytingar:</i>									
Vísitala neysluverðs.....	0,0	-0,3	0,6	0,6	0,8	0,8	-0,5	-	0,4
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis	0,5	-0,3	-0,5	0,1	0,8	0,6	0,1	-0,4	0,6
Búvara og grænmeti.....	1,0	-0,5	-0,2	-0,7	1,4	0,5	0,9	1,3	-0,1
Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks.....	-1,6	-0,6	1,2	1,2	0,6	1,1	-1,8	-0,8	0,9
Bensín.....	1,8	-0,5	-2,0	4,1	3,3	6,2	-2,3	3,3	-0,4
Húsnæði	0,1	0,2	0,6	1,0	1,7	1,6	-0,4	0,6	0,7
Opinber þjónusta.....	5,9	-2,3	-	-	0,7	0,1	0,6	0,4	-0,6
Önnur þjónusta.....	-0,1	0,4	0,7	0,2	0,5	-	0,4	0,1	-0,1
Samræmd neysluverðsvísitala ESB ¹	-0,2	-0,3	0,7	0,5	0,8	0,5	-0,3	...	...
<i>12 mánaða %-breytingar:</i>									
Vísitala neysluverðs.....	2,4	2,3	1,8	2,2	3,2	3,9	3,6	3,7	3,4
Innlendar vörur án búvöru og grænmetis	1,5	0,7	0,1	-0,2	1,6	1,7	1,8	1,7	1,6
Búvara og grænmeti.....	-0,1	-0,6	-0,3	-0,4	0,8	1,4	3,6	4,5	4,2
Innfluttar vörur án áfengis og tóbaks.....	0,3	1,0	-0,5	0,3	1,6	3,1	2,4	2,3	1,7
Bensín.....	1,6	1,5	-5,3	-1,0	8,4	18,5	12,7	16,4	13,0
Húsnæði	7,9	7,1	6,7	7,0	8,0	9,4	7,7	6,9	7,1
Opinber þjónusta.....	9,1	6,3	5,9	5,9	6,6	6,7	6,5	6,9	5,0
Önnur þjónusta.....	0,7	1,0	1,7	2,4	2,7	2,3	2,4	2,9	2,9
Samræmd neysluverðsvísitala ESB ¹	1,4	1,4	1,0	1,5	2,4	2,9	2,8	...	...
Vísitala byggingarkostnaðar ²	1,3	1,4	2,6	2,7	5,0	5,0	5,2	5,7	...
Fasteignaverð ³	8,3	9,2	9,7	13,4	11,4	9,9	12,6	...	...
<i>Verðlag erlendis og á heimsmarkaði, 12 mán. %-br.</i>									
Vísitala neysluverðs í Bandaríkjunum	1,9	1,7	1,7	2,3	3,1	3,3	3,0	...	...
Vísitala neysluverðs á evrusvæði ⁴	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4	2,3	2,3	...
Hrávöruverð (án olíu) á heimsmarkaði.....	-9,0	19,2	23,6	57,1	53,4	53,2	53,9	...	...
Oliuverð ⁵	-0,1	-6,0	11,5	33,7	46,4	27,7	34,1	42,8	...

1. Frábrugðin neysluverðsvísitölu Hagstofunnar að því leyti að eigin húsnæði, menntun og heilsugæslu er sleppt. 2. M.v. mælitíma. 3. Núvirt fermetravæð íbúðarhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu (staðgreiðsluverð). 4. Samræmd neysluverðsvísitala (HICP). 5. Brent hráolia.

Heimildir: EcoWin, Fasteignamat ríkisins, Hagstofa Íslands.

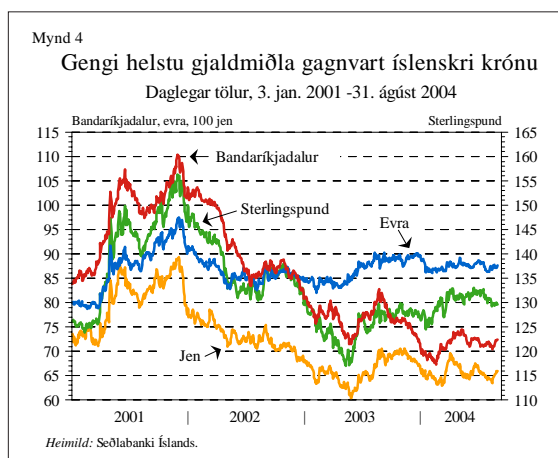
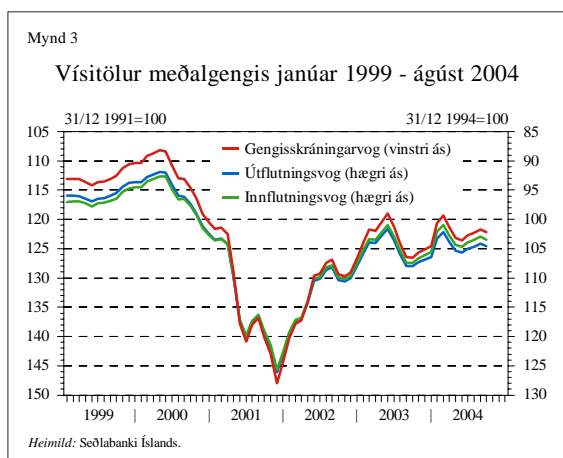


Tafla 3 Gengispróun

Mánaðarmeðaltöl	2003 des.	2004								3 mán. %-br. til 31. ágúst
		jan.	febr.	mars	apríl	maí	júní	júlí	ágúst	
<i>Vísitölur meðalgengis:</i>										
Gengisskráningargvog (31/12 '91 = 100)	124,6	120,6	119,3	121,3	123,2	123,6	122,7	122,3	121,7	0,0
Innflutningsvog (31/12 '94 = 100) ¹	105,6	102,1	100,9	102,7	104,3	104,7	103,9	103,5	103,0	0,0
Útflutningsvog (31/12 '94 = 100) ¹	106,5	103,2	102,2	103,8	105,3	105,7	105,0	104,7	104,2	0,0
<i>Gengisskráning Seðlabanka Íslands:²</i>										
Bandaríkjadalur	73,1	69,4	68,5	71,1	73,1	73,4	72,1	71,5	71,5	-1,1
Evra	89,7	87,6	86,7	87,2	87,6	88,1	87,6	87,7	87,1	0,0
Japanskt jen	0,677	0,653	0,643	0,655	0,679	0,655	0,659	0,654	0,647	-2,1
Sterlingspund	127,7	126,6	128,0	129,9	131,6	131,0	131,8	131,7	130,1	1,3
Dönsk króna	12,05	11,76	11,63	11,70	11,77	11,84	11,78	11,80	11,72	0,0
Norsk króna	10,90	10,18	9,88	10,20	10,56	10,73	10,57	10,36	10,46	2,4
Sænsk króna	9,95	9,58	9,44	9,44	9,55	9,64	9,58	9,54	9,48	0,1

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

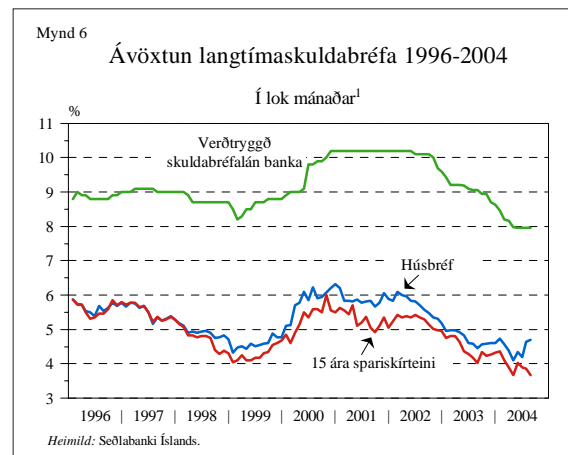
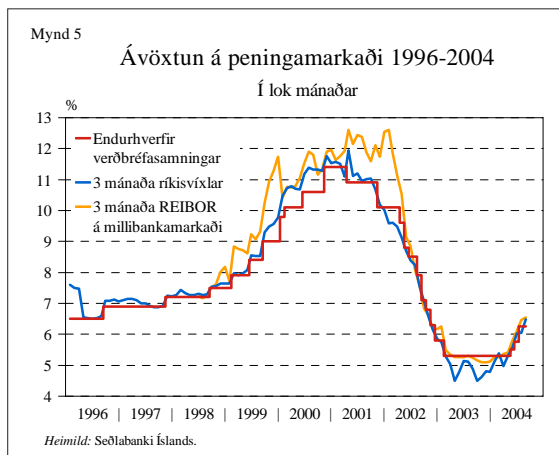
1. Viðskiptavegið gengi gjaldmiðla 17 helstu viðskiptalandanna gagnvart krónunni. 2. Gengi hvers gjaldmiðils gagnvart íslenskrí krónu. Miðað er við miðgengi, þ.e. meðaltal kaup- og sölugengis. 3. Allar breytingar eru reiknaðar á þann hátt að að jákvætt formerki táknar styrkingu krónunnar en neikvætt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



Tafla 4 Vextir

Allar tölur eru í %	Ársmeðaltöl ¹			Í lok mánaðar 2004						
	2001	2002	2003	febr.	mars	apríl	maí	júní	júlí	ágúst
Vextir Seðlabanka Íslands										
Viðskiptareikningar lánastofnana	6,8	5,5	2,9	2,8	2,8	2,8	3,0	3,3	3,8	3,8
Bindiskyldureikningar.....	9,4	7,1	4,2	4,1	4,1	4,1	4,3	4,5	5,0	5,0
Daglán, forvextir	12,3	10,7	7,8	7,7	7,7	7,7	7,9	8,0	8,3	8,3
Endurhverf verðbréfasaup	10,9	8,4	5,4	5,3	5,3	5,3	5,5	5,8	6,3	6,3
Ávöxtun á peningamarkaði²										
REIBOR, yfir nótt.....	12,3	9,3	5,1	5,7	5,2	4,8	5,3	5,7	4,0	6,3
REIBOR, 1 mán.....	12,1	9,0	5,3	5,3	5,3	5,3	5,4	5,8	6,1	6,4
REIBOR, 3 mán.....	12,0	8,9	5,3	5,3	5,4	5,4	5,6	6,1	6,5	6,6
REIBOR, 6 mán.....	11,8	8,8	5,5	5,3	5,4	5,5	5,8	6,5	6,8	6,8
Ríkisvixlar, 3 mán.....	11,0	8,1	5,0	5,4	5,0	5,3	5,5	6,0	6,0	6,5
Ríkisvixlar, 6 mán. ³	10,9	7,9	5,0	5,3	5,1	5,3	5,6	...	...	...
Ávöxtun á skuldabréfamarkaði⁴										
Ríkisbréf allt að 5 ára	10,6	8,1	6,8	7,0	6,8	6,8	7,6	7,6	7,7	7,7
Spariskirteini, 10 ára.....	5,3	5,2	4,4	4,1	3,9	3,7	4,0	3,9	3,9	3,7
Húsbréf, 25 ára ⁵	5,9	5,7	4,7	4,6	4,4	4,1	4,3	4,2	4,7	4,7
Íbúðabréf, 20 ára ⁵ .....	.	.	.	.	.	.	.	.	4,0	3,8
Íbúðabréf, 30 ára ⁵ .....	.	.	.	.	.	.	.	.	3,9	3,7
Íbúðabréf, 40 ára ⁵ .....	.	.	.	.	.	.	.	.	3,8	3,7
Útlánsvextir banka og sparisjóða⁶										
Óverðtrygð skuldabréf, meðalvextir.....	18,0	15,4	12,0	11,5	11,5	11,3	11,3	11,6	12,0	12,1
Verðtrygð skuldabréf, meðalvextir	10,2	10,1	9,1	8,2	8,2	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Vextir skv. 10. gr. laga nr. 25/1987 / laga nr. 38/2001⁷										
Dráttarvextir í íslenskum krónum.....	23,7	21,3	17,3	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,5	17,5

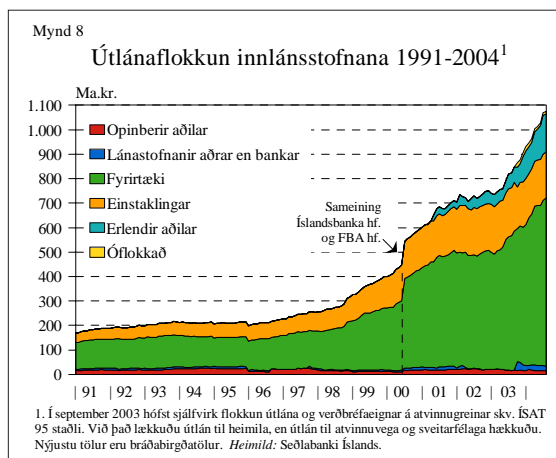
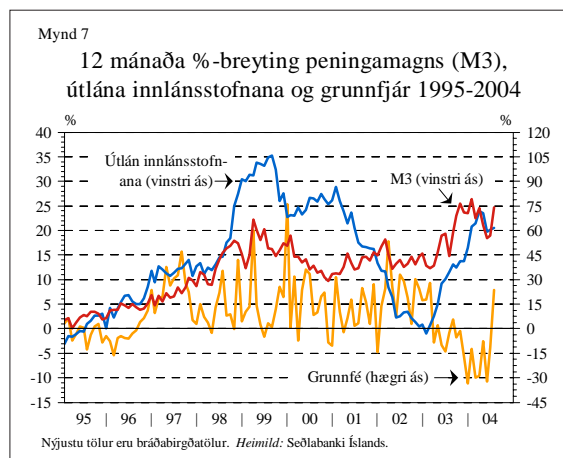
1. Einföld meðaltöl mánaðarlokatalna. Tölur um vexti Seðlabankans eru þó tímavegin meðaltöl. 2. REIBOR eru vextir krónulána á millibankamarkaði. 3. Ríkisvixlar til því sem næst 6 mánaða. 4. Ávöxtun í kaupþilboðum í Kauphöll Íslands. Fyrir verðtrygð skuldabréf er sýnd ávöxtun umfram verðtryggingu. 5. Útgáfu húsbrefta og húsnæðisbréfa var hætt 1. júlí 2004. Gefin voru út ný bréf, íbúðabréf og var meginhluta eldri bréfa skipt í þau. 6. Frá 1. júlí 2001 birtir Seðlabankinn vegna meðalvexti banka og sparisjóða einungis sem tölfraðilegar upplýsingar en ekki til viðmiðunar í ákvæðum lánasamninga. Sjá frétt bankans nr. 26/2001 frá 26. júní 2001. 7. Sýndir eru þeir vextir sem gilda lögfórmlega í mánuðinum, sbr. lög nr. 38/2001. Dráttarvextir gilda í sex mánuði í senn frá 1. júlí 2001. Heimild: Seðlabanki Íslands.



Tafla 5 Peningastærðir og útlán

	Staða í ma.kr. júli '04	%breyting yfir ár			1 mán. breyt. í ma.kr.			12 mán. %breyting		
		2001	2002	2003	maí'04	júní'04	júlí'04	júlí'02	júlí'03	júlí'04
<i>Úr reikningum Seðlabankans</i>										
Erl. eignir til skamms tíma, nettó.....	67,8	.	.	.	0,2	2,7	-0,6	.	.	.
Kröfur á ríkissjóð og ríkisstofnanir, nettó	-16,6	.	.	.	0,5	3,0	9,3	.	.	.
Kröfur á innlánsstofnanir.....	27,4	38,7	27,9	-65,2	-14,6	1,4	3,8	105,0	-19,4	-59,0
Grunnfé.....	46,8	-14,2	17,2	-33,5	-11,9	8,3	16,5	29,0	-2,5	23,8
Seðlar og mynt í umferð.....	8,7	3,6	3,4	9,5	0,3	-0,1	0,6	2,5	8,9	13,6
Sjóður og innstæður innlánsstofnana ..	38,1	-19,2	22,3	-46,7	-12,3	8,3	15,9	36,8	-5,0	26,4
<i>Úr reikningum innlánsstofnana¹</i>										
Seðlabankaliðir, nettó.....	10,7	.	.	.	2,9	6,6	12,1	.	.	.
Skammtímaáætlun, nettó.....	-5,4	.	.	.	10,9	0,8	3,5	.	.	.
Útlán og markaðsverðbréf ²	1.400,6	22,5	3,1	29,6	19,0	55,6	10,9	7,0	15,7	33,0
Útlán ³	1.076,4	19,7	2,6	24,4	13,5	42,4	7,1	4,1	13,5	30,5
Opinberir aðilar.....	14,7	8,1	1,6	-15,2	0,1	0,4	-1,2	23,4	-28,2	2,7
Fjármálastofnanir aðrar en bankar.....	19,8	-45,2	.	.	-0,8	0,5	-0,4	-91,6	.	.
Atvinnuvegir.....	688,6	15,5	2,1	26,6	2,4	19,4	12,8	2,5	19,6	31,5
Einstaklingar.....	187,6	9,9	8,1	15,4	2,6	0,7	-0,8	15,1	1,6	13,7
Erlendir aðilar.....	155,3	.	63,1	118,2	10,1	21,1	-3,0	47,0	48,1	128,6
Markaðsskuldabréf.....	174,1	23,9	-3,4	39,8	5,4	13,7	-8,5	7,1	15,2	24,1
Innlend útlán og markaðsverðbréf.....	1.216,4	17,4	0,9	24,1	10,6	32,7	14,7	6,2	14,1	23,9
Innlend útlán.....	921,0	13,4	2,0	16,5	3,3	21,3	10,1	3,3	11,5	20,5
Innstæður.....	522,2	15,1	15,5	23,8	5,7	12,2	7,3	12,8	14,9	24,9
Verðbréfaútgáfa.....	724,3	48,6	1,7	111,3	54,6	-25,9	22,0	19,7	56,2	115,5
Erlendar skuldir.....	188,6	-0,2	-0,4	-5,7	-22,2	24,4	-31,7	-11,1	12,0	-37,6
<i>Úr reikningum bankakerfisins¹</i>										
Erlendar eignir, nettó.....	216,7	-33,2	-8,3	-199,5	38,6	1,7	2,3	-25,2	-34,6	-315,4
Innlend útlán og markaðsverðbréf.....	1.209,7	17,5	-1,0	23,8	11,6	37,4	26,8	0,8	15,7	25,9
Peningamagn (M1) ⁴	131,9	-2,3	23,8	32,0	5,5	-1,2	13,4	9,6	19,7	36,4
Peningamagn og alm. sparifé (M2) ⁵	241,4	11,0	9,3	29,7	9,0	9,0	17,3	5,6	16,3	34,7
Peningamagn og sparifé (M3) ⁶	530,9	14,9	15,3	23,5	6,0	12,1	7,9	12,6	14,8	24,7
Peningamagn, sparifé og verðbréf (M4) ⁷	1.255,2	27,1	9,5	58,1	60,6	-13,7	29,9	15,1	30,0	64,8

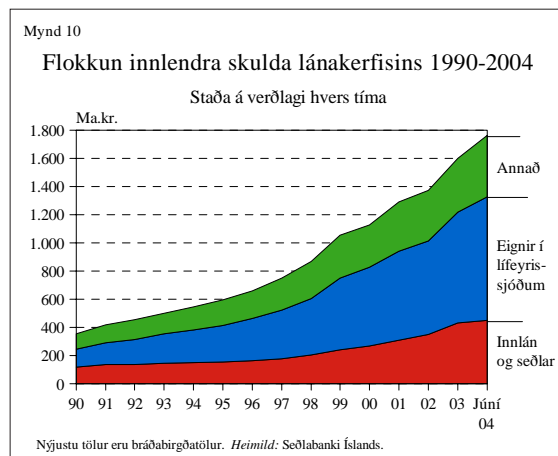
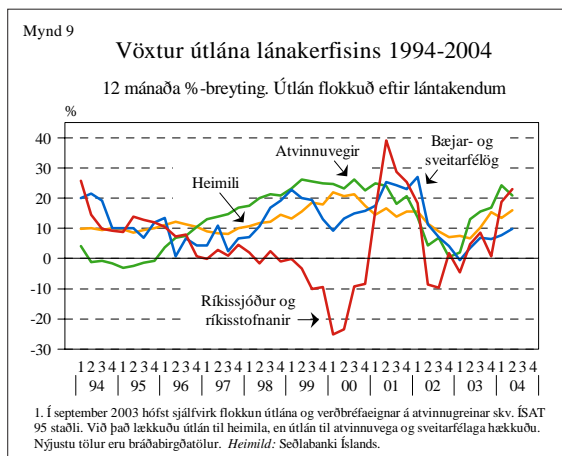
1. Breytingar hafa verið reiknaðar út frá stöðutölum innlánsstofnana og FBA frá mars 1998. Þetta á við um liðina útlán og markaðsskuldabréf, verðbréfaútgáfu, erlent lánsfé og M4. 2. Ríkisvixlar, hlutabréf og eignarleigusamningar meðtaldir. 3. Raðir fyrir flokkun útlána hafa verið umreiknaðar í kjölfar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



Tafla 6 Reikningar lánakerfisins ¹

Staða í ma.kr. Eignir	júni '04	%breyting yfir ár						3 mán. %-br. til loka		
		1998	1999	2000	2001	2002	2003	des. '03	mars '04	júni '04
Innlend útlán og verðbréfaeign.....	2.439,4	15,1	17,3	17,3	19,2	3,2	11,0	1,9	6,1	4,5
Bankakerfi ²	1.183,2	27,2	23,7	44,4	13,8	8,0	24,1	3,6	6,3	6,1
Ýmis lánaþyrntæki.....	620,9	13,2	17,4	-3,8	20,8	-2,0	8,0	2,7	6,0	6,3
Íbúðalánasjóður.....	482,9	7,2	13,9	12,0	18,1	11,5	14,1	3,3	4,0	4,2
Bindiskyld lánaþyrntæki ³	94,3	.	.	-34,9	30,3	-41,4	-19,0	1,6	25,4	21,0
Önnur lánaþyrntæki ⁴	43,7	-78,0	9,2	17,2	16,1	9,0	0,8	-1,5	-0,9	2,3
Lífeyrissjóðir.....	681,2	8,9	17,9	4,6	16,4	12,2	12,5	3,5	4,3	4,7
Tryggingarsjóður.....	68,4	9,6	10,1	24,1	12,2	6,3	14,8	12,1	5,8	0,6
Verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir ⁵	221,1	123,5	24,1	-14,0	22,3	39,2	47,0	4,8	11,8	7,1
Útlönd.....	1.348,2	19,3	24,0	39,6	30,0	-4,3	30,5	9,2	7,3	9,6
Lánasjóðir ríkisins.....	340,5	-3,7	2,2	0,0	31,9	-3,0	-1,8	-1,8	3,6	-1,2
Milli samtala.....	4.463,6	15,5	18,3	18,4	21,7	3,1	19,4	4,7	6,3	6,3
frá dragast innbyrðis viðskipti.....	-2.024,2	16,0	19,9	20,4	25,8	3,0	32,0	8,5	6,5	8,6
Eignir = skuldir.....	2.439,4	15,1	17,3	17,3	19,2	3,2	11,0	1,9	6,1	4,5
Skuldir										
Innlendar skuldir.....	1.760,4	16,1	21,0	7,2	14,2	6,6	16,4	5,2	6,5	3,5
Innlán og seðlar.....	451,1	15,7	16,6	11,1	14,9	13,4	23,1	4,0	3,6	0,9
Skuldabréf og víxlar.....	244,8	30,2	23,0	9,9	6,6	0,1	34,6	3,7	4,4	8,0
Tryggingarsjóður.....	54,8	5,8	9,1	11,5	15,6	4,4	4,7	-2,9	12,4	-1,4
Lífeyrissjóðir.....	874,9	15,2	27,4	9,9	13,7	4,9	18,4	6,0	5,9	5,0
Eigið fé lánastofnana.....	250,1	5,7	-1,9	14,3	26,0	19,4	19,7	11,3	4,8	7,7
Annað, nettó.....	-115,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Erlendar skuldir, nettó.....	679,0	12,6	6,6	50,3	30,6	-3,7	-0,9	-6,0	5,1	7,1
Flokkun útlána og verðbréfaeignar lánakerfisins:⁶										
Ríkissjóður og ríkisstofnanir.....	175,4	-0,9	-9,5	-8,4	25,4	1,7	0,7	-4,4	11,4	3,0
Bæjar- og sveitarfélög ⁷	118,2	19,3	13,1	15,9	23,0	4,1	6,5	1,6	1,0	3,4
Atvinnuvegir ⁷	1.332,7	20,8	24,9	22,5	20,7	0,6	16,9	0,2	9,2	5,3
Heimili ⁷	813,2	14,6	18,0	17,6	15,5	7,0	15,3	6,0	1,2	3,6

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 Byggðastofnun. 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.



Tafla 7 Fjármálamarkaður

Í lok tímabils	Staða í ma.kr.			1 mán. %-breytingar			12 mán. %-breytingar		
	2002	2003	júní'04	apríl'04	maí'04	júní'04	apríl'04	maí'04	júní'04
Peningamarkaður ¹	29,2	36,3	38,2	-11,3	15,1	-11,9	-7,6	1,7	4,8
Skuldabréfamarkaður ²	759,8	1.175,1	1.379,3	1,4	0,4	4,1	77,6	73,1	58,6
þar af spariskírteini ríkissjóðs.....	55,8	53,1	49,6	-1,7	-1,4	1,1	-0,1	-3,6	-3,2
þar af húsbref.....	259,2	307,7	343,7	1,2	1,2	5,5	17,5	18,0	23,2
Hlutabréfamarkaður.....	529,3	658,8	854,7	3,2	-1,8	8,0	49,4	44,4	55,4
Hlutdeildarskírteini verðbréfasjóða.....	133,1	198,1	242,6	4,3	1,3	2,5	54,6	51,0	45,2

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

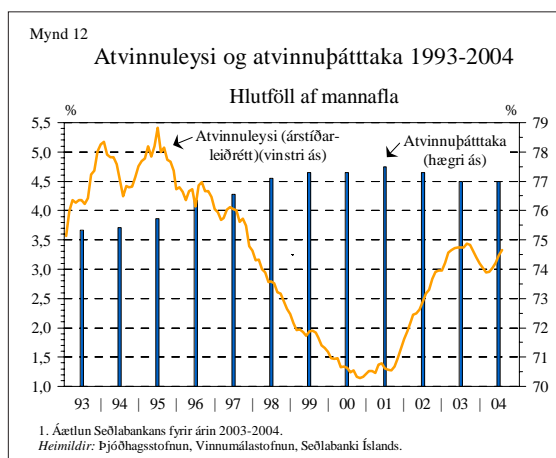
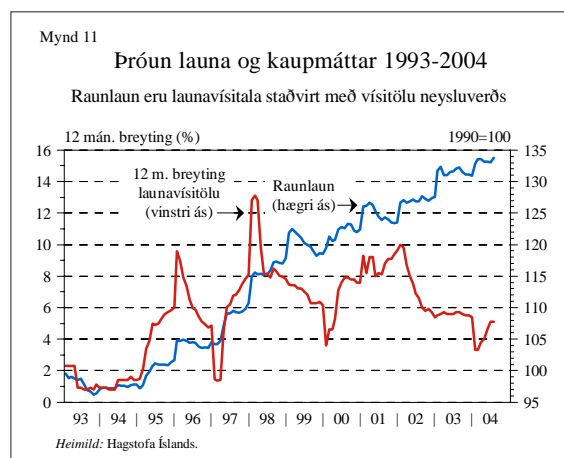
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 8 Vinnumarkaður

Breytingar vísitalna eru í % en aðrar breytingar sýna fjölgun/fækkun leyfa og starfa	Meðaltöl			1 mán. breyting			12 mán. breyting		
	2002	2003	júlí'04	maí'04	júní'04	júlí'04	júlí'02	júlí'03	júlí'04
Launavísitala (1990=100).....	195,0	205,9	216,5	0,8	0,6	0,1	6,6	5,7	5,1
Raunlaun (1990=100) ¹	127,5	131,8	133,8	0,0	-0,1	0,6	2,4	4,0	1,4
Fjöldi nýrra atvinnuleyfa.....	3.637	3.299	311	79	40	-20	-45	93	-74
Laus störf hjá vinnumiðlunum um land allt.....	221	459	801	107	4	65	-307	322	197
Höfuðborgarsvæðið.....	66	104	264	-26	55	61	-259	20	174
<i>Meðaltal tímabils</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>maí'04</i>	<i>júní'04</i>	<i>júlí'04</i>	<i>júlí'02</i>	<i>júlí'03</i>	<i>júlí'04</i>
Fjöldi atvinnulausra.....	2.009	3.631	4.893	4.900	4.877	4.712	3.530	4.669	4.712
Atvinnuleysi (hlutfall af mannafla).....	1,4	2,5	3,4	3,3	3,1	3,0	2,3	3,0	3,0
Árstíðarleidd atvinnuleysi (hlutfall af mannafla)	.	.	.	3,1	3,2	3,3	2,6	3,4	3,3

Ársfjórðungslegar mælingar	Meðaltöl			3 mán. %-breyting			12 mán. %-breyting		
	2002	2003	II'04	IV'03	I'04	II'04	II'02	II'03	II'04
Launavísitala (1990=100).....	195,0	205,8	214,8	0,5	2,0	1,5	7,5	5,6	4,6
Laun á almennum vinnumarkaði.....	178,6	188,5	196,0	0,5	1,1	2,2	5,7	5,5	4,2
Laun opinb. starfsmanna og bankamanna.....	221,9	234,5	245,5	0,5	3,5	0,4	10,2	5,9	4,9

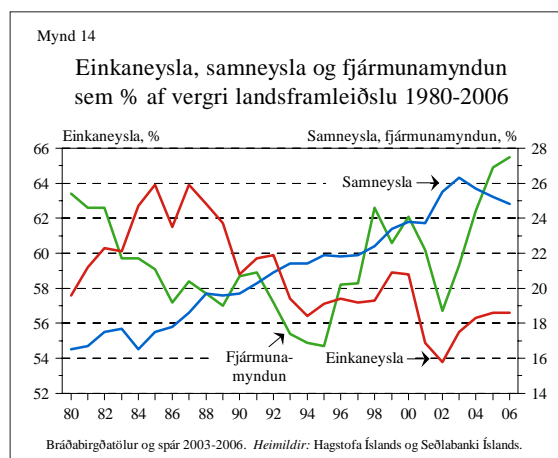
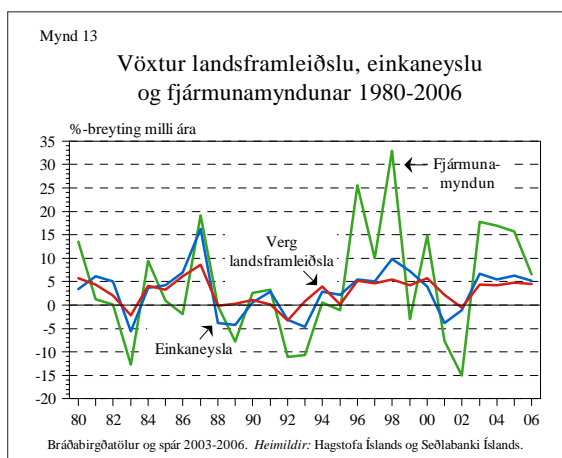
1. Staðvirk með neysluverðsvisitölu. Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands



Tafla 9 Þjóðhagslegt yfirlit - árlegar tölur

Milljarðar króna						Áætlun	Spá ¹		
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Verg landsframleiðsla (VLF), verðlag hvers árs	569,3	609,6	662,6	744,2	779,3	810,8	866,3	945,0	1.024,3
Viðskiptajöfnuður, verðlag hvers árs	-39,5	-42,6	-67,1	-30,1	8,9	-32,8	-76,1	-107,9	-122,8
VLF á föstu verði ársins 1990.....	428,2	446,0	471,5	481,8	479,3	500,2	522,1	546,8	571,5
VÞF á föstu verði ársins 1990.....	418,5	436,6	457,6	465,5	474,3	495,3	511,0	532,8	554,1
<i>Magnbreytingar milli ára í %</i>									
Einkaneysla	9,9	7,3	4,0	-3,8	-1,1	6,7	5½	6¼	5¼
Samneysla.....	3,4	4,9	4,3	3,2	4,1	3,3	½	2	2
Fjármunamyndun.....	32,9	-3,0	14,8	-7,6	-15,1	17,7	17	15¾	6½
Atvinnuvegir.....	45,8	-5,1	14,9	-15,2	-22,7	26,1	30¼	24¾	7¼
Íbúðarhúsnæði	1,3	0,3	15,2	17,8	5,2	13,3	12	4	3
Hið opinbera	23,4	2,7	14,0	-1,7	-12,2	-0,4	-17	-8½	9
Þjóðarútgjöld	13,4	4,2	6,8	-4,2	-2,9	8,0	7	7¾	5
Útflutningur vöru og þjónustu.....	2,1	4,0	5,0	7,7	3,6	0,3	5	4	6
Vöruútflutningur	-2,6	7,1	-1,3	7,2	6,6	-1,2	5	3¼	7¾
Þjónustuútflutningur	13,8	-2,5	19,3	8,6	-1,9	3,3	4½	5½	2½
Innflutningur vöru og þjónustu	23,5	4,2	8,0	-9,0	-2,5	9,6	11¾	11½	7
Vöruinnflutningur.....	24,3	3,2	2,8	-10,0	-3,4	7,3	13	14½	7½
Þjónustuinnflutningur	21,2	6,9	21,5	-6,9	-0,8	14,5	9½	4½	5
Verg landsframleiðsla (VLF).....	5,5	4,2	5,7	2,2	-0,5	4,3	4¼	4¼	4½
Verg þjóðarframleiðsla (VÞF)	5,6	4,2	4,7	2,3	0,4	4,5	4¼	4¼	4
Vergar þjóðartekjur.....	7,8	4,0	3,7	1,9	2,1	2,7	3½	4¾	4¼
Viðskiptakjör vöru- og þjónustuviðskipta.....	5,6	-0,8	-2,7	0,3	0,5	-4,2	-3	1¼	¼
<i>Hlutföll af VLF (%)</i>									
Einkaneysla	57,3	58,9	58,8	54,9	53,8	55,5	56¼	56¼	56½
Fjármunamyndun.....	24,6	22,6	24,1	22,2	18,7	21,3	24½	26¾	27½
Viðskiptajöfnuður	-6,9	-7,0	-10,1	-4,0	1,1	-4,1	-8¾	-11½	-12
Þjóðhagslegur sparnaður	17,8	15,6	14,3	17,9	19,8	17,0	15½	15½	15½

1. Spá Seðlabankans í júní 2004. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



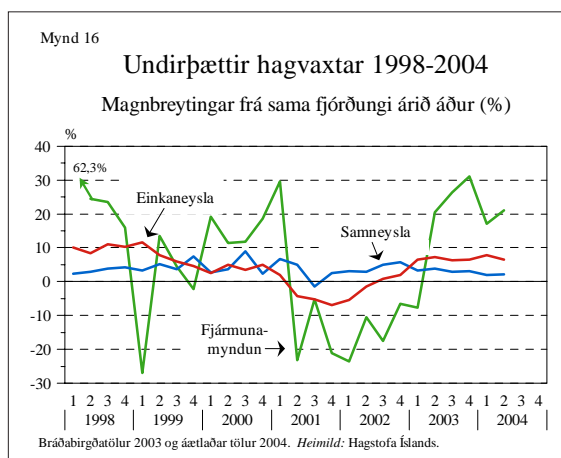
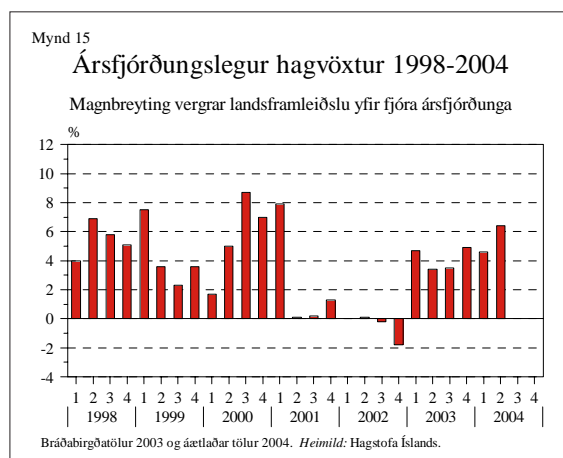
Tafla 9 (frh.) Þjóðhagslegt yfirlit - ársfjórðungstölur

Milljarðar króna	Einka- neysla	Sam- neysla	Fjármuna- myndun	Þirgða- breyt.	Þjóðar- gjöld	Út- flutn.	Inn- flutn.	Verg lands- framleiðsla
2001: 2. ársfj.	103.401	43.990	38.085	53	185.529	71.684	-74.897	182.316
2001: 3. ársfj.	101.103	44.372	44.955	622	191.051	84.146	-84.131	191.066
2001: 4. ársfj.	107.597	47.148	39.884	-20	194.610	82.602	-73.478	203.734
2002: 1. ársfj.	99.009	47.809	35.501	-339	181.980	76.495	-71.239	187.236
2002: 2. ársfj.	106.479	49.355	36.124	-896	191.061	79.239	-75.333	194.967
2002: 3. ársfj.	103.758	49.408	37.145	825	191.136	80.789	-75.342	196.583
2002: 4. ársfj.	109.902	52.297	36.797	229	199.224	72.279	-70.995	200.508
2003: 1. ársfj.	105.489	51.505	33.026	-858	189.162	71.143	-67.337	192.968
2003: 2. ársfj.	114.190	53.357	42.536	-369	209.715	67.615	-78.305	199.025
2003: 3. ársfj.	111.147	52.906	48.001	27	212.082	80.177	-87.375	204.884
2003: 4. ársfj.	119.171	55.859	48.867	-3.396	220.501	68.876	-78.503	210.874
2004: 1. ársfj.	114.920	54.342	38.968	3.274	211.503	72.574	-77.433	206.644
2004: 2. ársfj.	125.004	56.605	53.408	-1.677	233.340	76.465	-94.520	215.285

Magnbreyting frá sama fjórðungi árið áður (%)

2001: 2. ársfj.	-4,3	5,0	-23,2	-0,3	-7,7	2,7	-16,4	0,1
2001: 3. ársfj.	-5,2	-1,5	-5,2	0,8	-3,7	1,2	-8,1	0,2
2001: 4. ársfj.	-6,9	2,5	-21,1	-2,2	-10,4	13,7	-19,8	1,3
2002: 1. ársfj.	-5,5	3,1	-23,5	1,7	-6,9	3,1	-14,0	0,0
2002: 2. ársfj.	-1,5	2,9	-10,6	-0,7	-3,2	11,8	2,4	0,1
2002: 3. ársfj.	0,8	4,9	-17,5	0,3	-2,5	2,4	-3,2	-0,2
2002: 4. ársfj.	1,9	5,8	-6,6	0,2	1,2	-2,1	6,7	-1,8
2003: 1. ársfj.	6,5	3,2	-7,6	0,0	2,9	5,1	0,4	4,7
2003: 2. ársfj.	7,3	3,9	20,5	0,6	9,8	-5,1	10,5	3,4
2003: 3. ársfj.	6,3	3,0	26,3	-0,7	9,0	2,5	16,0	3,5
2003: 4. ársfj.	6,5	3,1	31,0	-1,0	9,3	-1,2	10,8	4,9
2004: 1. ársfj.	7,9	1,9	17,1	0,2	8,5	3,8	14,3	4,6
2004: 2. ársfj.	6,5	2,2	21,0	-0,1	8,7	7,4	12,9	6,4

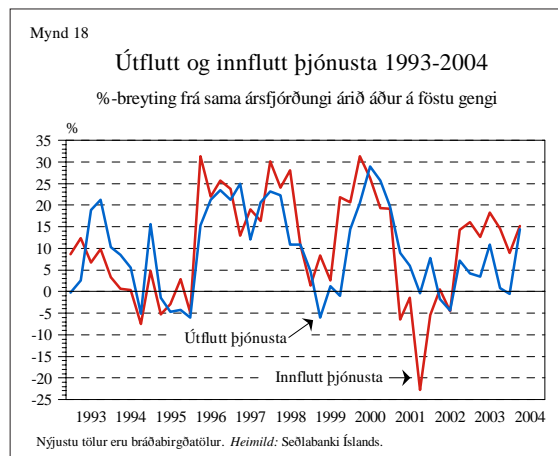
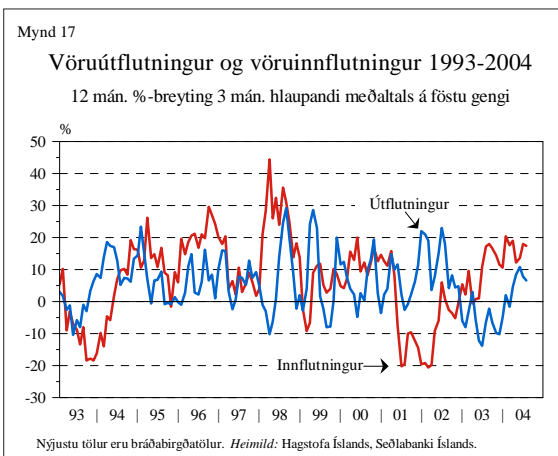
Heimild: Hagstofa Íslands.



Tafla 10 Greiðslujöfnuður¹ (frh. á næstu síðu)

Vöruviðskipti	Milljarðar króna					Breyting frá fyrra ári ² í % m.v.		
	2000	2001	2002	2003	Jan.-júlí '04	3 mán.	6 mán.	12 mán.
Vöruskiptajöfnuður	-38,0	-6,7	13,1	-16,9	-20,2	.	.	.
Útfluttar vörur f.o.b.....	149,3	196,4	204,3	182,6	115,6	5,8	6,6	0,8
Útfluttar vörur án skipa og flugvéla	146,1	193,1	202,0	181,2	115,2	6,0	6,9	1,9
Sjávarafurðir	94,5	121,8	128,6	113,7	70,6	-1,2	4,6	0,2
Ál og kísiljárn	31,6	44,4	43,5	40,3	24,8	16,5	6,2	0,2
Aðrar iðnaðarvörur	15,1	19,0	14,5	21,6	15,8	14,9	13,4	8,4
Innfluttar vörur f.o.b.	187,3	203,1	191,2	199,5	135,7	18,1	16,0	16,8
Innfluttar vörur án skipa og flugvéla	177,5	190,1	180,0	195,7	131,2	11,8	15,1	17,6
Neysluvörur	59,3	60,8	59,5	66,3	43,4	13,3	16,1	.
Fjárfestingarvörur (án flutn.tækja)...	44,3	44,4	38,6	46,1	30,9	7,4	17,4	23,5

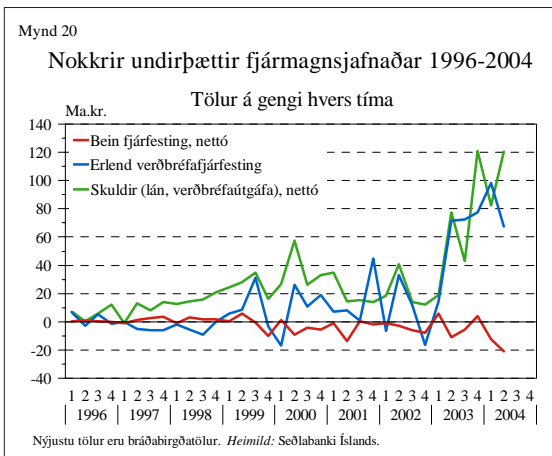
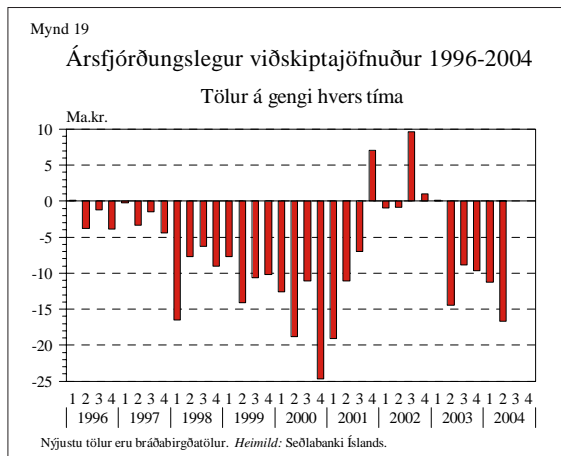
Þjónustu- og þáttaviðskipti	Milljarðar króna					Breyting frá fyrra ári ² í % m.v.		
	2000	2001	2002	2003	2. ársfj.2004	3 mán.	6 mán.	12 mán.
Þjónustujöfnuður	-9,5	1,7	1,8	-7,8	-4,5	.	.	.
Útflutt þjónusta, alls.....	82,4	106,5	104,5	105,2	28,5	14,8	8,1	7,8
Samgöngur.....	40,8	50,9	51,7	51,3	16,5	30,2	25,6	16,8
Ferðalög	18,0	22,9	22,8	24,5	6,0	8,1	10,6	12,8
Önnur þjónusta	23,6	32,7	30,0	29,4	6,0	-9,2	-20,5	-10,9
Innflutt þjónusta, alls	-91,9	-104,8	-102,7	-113,0	-33,0	16,0	13,5	15,7
Samgöngur	-32,7	-37,1	-39,3	-40,0	-12,2	31,4	23,6	16,3
Ferðalög	-37,1	-36,4	-33,4	-39,8	-12,5	24,1	26,1	26,7
Önnur þjónusta	-22,1	-31,3	-30,0	-33,2	-8,2	-9,1	-9,9	2,4
Jöfnuður þáttatekna	-19,4	-24,9	-8,1	-8,0	1,7	.	.	.
Tekjur	11,6	16,9	27,9	28,8	12,5	97,5	39,1	7,0
Laun	5,5	5,8	5,4	6,2	1,2	-18,8	-8,6	2,5
Vextir.....	3,5	3,4	4,9	4,4	1,8	68,0	69,9	26,0
Ávöxtun hlutafjár ³	2,6	7,8	17,6	18,2	9,4	153,2	49,8	4,1
Gjöld	-31,0	-41,9	-36,0	-36,7	-10,7	8,9	13,3	9,6
Laun	-0,8	-0,5	-0,7	-0,5	-0,2	15,5	41,8	13,9
Vextir.....	-28,5	-41,1	-34,2	-31,7	-9,1	9,2	4,4	0,6
Ávöxtun hlutafjár ³	-1,6	-0,3	-1,1	-4,6	-1,5	6,4	69,1	101,8
Rekstrarframlög	-0,8	-1,0	1,2	-1,2	-0,3	18,5	-5,0	-211,8
Viðskiptajöfnuður.....	-67,1	-30,1	8,9	-32,8	-16,7	.	.	.



Tafla 10 Greiðslujöfnuður (frh.)¹

	Milljarðar króna					Breyting frá fyrra ári ² í ma.kr. m.v.		
	2000	2001	2002	2003	2. ársfj. '04	3 mán.	6 mán.	12 mán.
Fjármagnsjöfnuður	71,9	18,6	2,9	28,4	15,6	.	.	.
Fjárframlög	-0,2	0,4	-0,1	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5
Fjármagnshreyfingar ⁴	72,2	18,3	3,1	28,8	15,9	-1,2	7,8	29,6
Hreyfingar án forða	66,4	13,1	17,3	55,6	-	-30,4	-37,8	-15,2
Bein fjárfesting, nettó	-17,5	-16,4	-17,8	-6,9	-20,9	-9,5	-27,6	-15,5
Erlendis	-31,0	-33,7	-29,6	-26,8	-21,6	-18,0	-34,7	-32,2
Á Íslandi	13,4	17,3	11,8	19,9	0,7	8,5	7,1	16,7
Verðbréfavíðskipti, nettó	39,4	60,8	22,2	236,0	67,3	-6,1	79,0	234,3
Erlend verðbréf	-50,4	-5,6	-30,0	-45,3	-8,8	-2,4	-19,5	-29,0
Hlutfæ	-49,9	-5,8	-25,7	-40,6	-7,4	-2,4	-19,3	-30,2
Skuldaskjöl	-0,4	0,2	-4,3	-4,7	-1,4	0,1	-0,2	1,2
Innlend verðbréf	89,8	66,5	52,2	281,3	76,1	-3,7	98,4	263,3
Hlutfæ	-3,4	4,3	1,5	-2,6	-1,0	0,9	2,8	0,7
Skuldaskjöl	93,1	62,2	50,7	283,9	77,0	-4,6	95,6	262,5
Aðrar fjármagnshreyfingar, nettó ⁴	44,6	-30,9	4,4	-176,9	-27,6	17,3	-33,4	-158,5
Eignir	-7,1	-47,1	-30,4	-148,7	-70,9	-28,4	-45,6	-140,1
Skuldir	51,7	16,2	34,8	-28,1	43,2	45,6	12,2	-18,3
Gjaldeyrisforði (- aukning)	5,8	4,8	-5,7	-23,4	-2,9	-2,8	-10,1	-30,7
Skekkjur og vantið, nettó	-4,8	11,5	-11,9	4,4	1,1	.	.	.
<i>Liðir til skýringa:</i>								
Skuldabréf, lán o.fl., nettó	143,0	36,3	45,1	78,9	45,1	9,7	50,1	73,9
Eignir	-0,5	-42,1	-40,4	-176,9	-75,2	-31,3	-56,0	-171,8
Seðlabankinn	7,0	4,8	-5,7	-23,3	-3,0	-2,9	-10,2	-30,8
Hið opinbera	-	-	-	-	-	-	-	-
Innlánsstofnanir	-4,1	-18,5	-33,3	-155,7	-69,3	-30,7	-41,0	-143,6
Aðrir	-3,5	-28,4	-1,4	2,1	-2,9	2,4	-4,8	2,6
Skuldir	143,5	78,4	85,4	255,8	120,3	41,0	106,2	245,7
Seðlabankinn	9,4	-5,8	4,8	-15,9	-0,0	6,0	11,8	5,7
Hið opinbera	16,2	42,2	17,5	-4,8	-7,2	-7,8	2,9	-3,3
Innlánsstofnanir	73,9	12,9	54,2	264,1	121,1	46,0	96,1	242,2
Aðrir	44,0	29,1	8,9	12,4	6,4	-3,2	-4,6	1,1

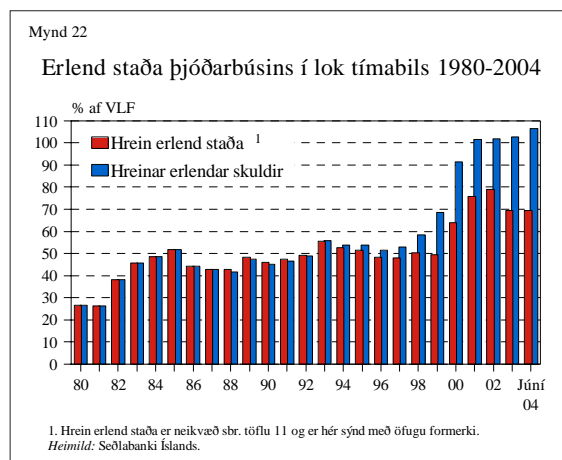
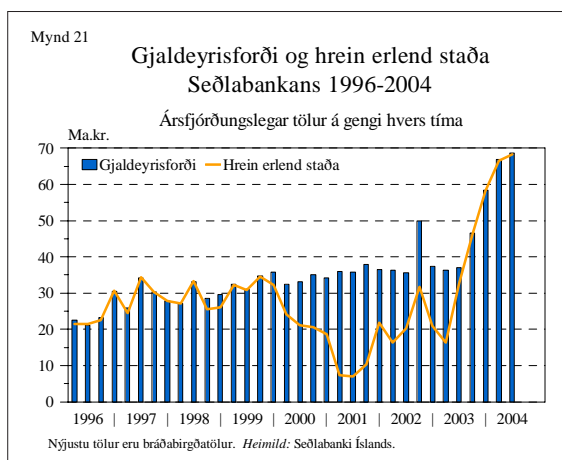
1. Nýjstu tölur eru bráðabirgðatölur. 2. Breytingar á undirliðum vöruskipta- og þjónustujafnaðar eru sýndar í % en á undirliðum fjármagnsjafnaðar sem krónur. Allar breytingar eru reiknaðar á föstu gengi. 3. Arðgreiðslur og endurfjárfesting hagnaðar í beinni fjárfestingu. 4. Flæði til landsins er með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



Tafla 11 Erlend staða þjóðarbúsins

Ma.kr.	Staða í lok tímabils								
	1999	2000	2001	2002	2003	sept. '03	des. '03	mars '04	júní '04
Hrein staða við útlönd	-302,3	-448,7	-587,5	-570,2	-550,1	-578,8	-550,1	-566,2	-596,6
Erlendar eignir	244,1	315,8	421,5	395,4	676,8	537,4	676,8	747,2	841,7
Bein fjárfesting	33,0	56,2	86,8	87,5	118,7	108,3	118,7	127,2	146,7
Eigið fjármagn	16,6	41,0	66,8	67,6	107,3	94,6	107,3	106,4	122,9
Lán til tengdra félaga	16,4	15,2	19,9	19,9	11,5	13,7	11,5	20,8	23,8
Erlend markaðsverðbréf	138,8	186,3	202,9	159,7	241,7	210,2	241,7	269,0	281,8
Hlutabréf	125,4	179,7	188,4	149,3	226,1	195,6	226,1	252,6	263,9
Skuldaskjöl	13,4	6,6	14,6	10,4	15,5	14,6	15,5	16,3	17,9
Aðrar fjáreignir en forði	36,6	39,1	95,2	111,1	258,3	172,6	258,3	284,3	344,7
Gjaldeyrisforði	35,8	34,2	36,6	37,2	58,1	46,4	58,1	66,7	68,5
Erlendar skuldir alls	546,4	764,5	1.009,0	965,7	1.226,9	1.116,1	1.226,9	1.313,5	1.438,3
Bein fjárfesting á Íslandi	34,9	41,5	70,8	63,3	74,9	61,8	74,9	76,5	81,7
Eigið fjármagn	25,3	33,1	63,4	55,9	54,9	55,7	54,9	56,2	61,0
Lán frá tengdum félögum	9,6	8,5	7,4	7,4	20,1	6,1	20,1	20,3	20,6
Innlend markaðsverðbréf	227,4	346,7	468,0	468,3	754,7	664,8	754,7	879,1	956,9
Hlutafé	6,0	1,2	5,6	7,9	5,9	5,0	5,9	7,0	8,1
Skuldaskjöl	221,4	345,5	462,4	460,4	748,8	659,8	748,8	872,1	948,8
Aðrar erlendar skuldir	284,2	376,2	470,2	434,1	397,2	389,5	397,2	357,8	399,7
Löng lán	229,2	289,0	377,0	296,2	251,5	269,7	251,5	234,5	248,4
Skammtímaskuldir	55,0	87,2	93,2	137,8	145,7	119,8	145,7	123,3	151,3
<i>Ýmsar kennitölur</i>									
Áhættufjármagn, nettó	117,6	193,1	198,7	165,5	264,0	237,0	264,0	296,3	320,8
Skuldabréf, lán o.fl., nettó	-419,9	-641,8	-786,2	-735,8	-814,1	-815,7	-814,1	-862,6	-917,4
Seðlabankinn	32,2	18,6	21,7	20,8	58,1	46,2	58,1	66,5	68,3
Hið opinbera	-138,2	-167,4	-239,6	-226,9	-218,6	-221,9	-218,6	-225,1	-217,1
Innlánsstofnanir	-145,2	-329,5	-377,4	-368,0	-483,0	-476,6	-483,0	-541,3	-602,3
Aðrir gearar	-168,6	-163,4	-191,0	-161,7	-170,6	-163,5	-170,6	-162,7	-166,3
<i>Hlutföll af landsframleiðslu (%)¹</i>									
Hrein erlend staða	-49,4	-63,8	-75,7	-78,9	-69,3	-70,9	-69,3	-65,5	-69,4
Hreinar erlendar skuldir ²	68,6	91,2	101,2	101,8	102,6	100,0	102,6	99,8	106,6
Vergar erlendar skuldir ²	82,5	102,5	120,1	123,8	144,5	128,6	144,5	142,3	156,8
Langtímaskuldir	67,1	83,6	97,4	94,7	109,7	98,0	109,7	112,8	122,0
Skammtímaskuldir	15,4	18,9	22,7	29,1	34,8	30,6	34,8	29,5	34,8

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

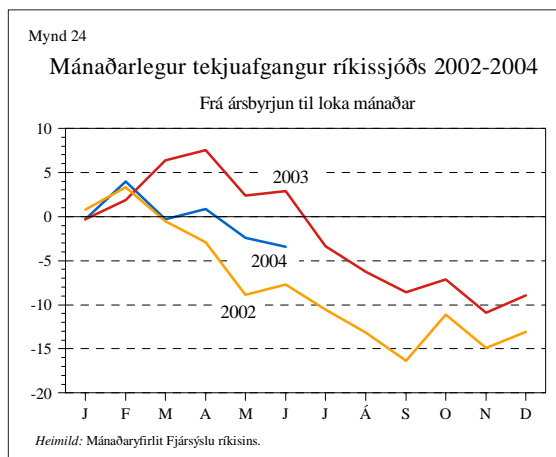
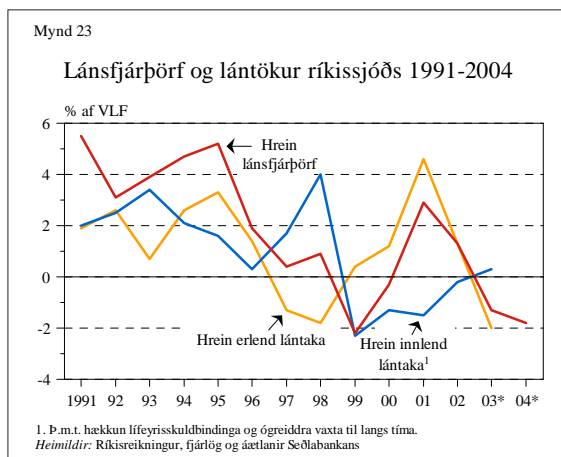


Tafla 12 Yfirlit um fjármál ríkissjóðs¹

Fjárhæðir eru í ma.kr.	Rekstrargrunnur (skv. ríkisreikn.)			Jan.-des.		%breyt. milli ára	Mars-júní		%breyt. milli ára
	2000	2001	2002	2002	2003		2003	2004	
Tekjur.....	224,7	237,4	259,2	233,8	259,8	11,1	86,4	84,8	-1,8
Gjöld.....	229,0	228,7	267,3	246,8	268,7	8,9	85,4	92,2	7,9
Afgangur.....	-4,3	8,6	-8,1	-13,0	-8,9	.	1,0	-7,4	.
Viðskiptareikningar, nettóinnheimta	6,0	-6,1	-14,4	1,7	9,8	.	-0,5	-1,2	.
Lánveitingar, nettó (innstreymi).....	3,3	-12,6	11,3	10,6	6,5	.	1,5	6,3	.
Hlutafjárviðskipti og stofnfé.....	-3,2	-11,5	0,7	-3,4	4,5	.	4,0	-0,2	.
Afgangur fyrir lántökur.....	1,9	-21,5	-10,5	-4,1	11,8	.	6,0	-2,4	.
Lífeyrissjóðir og ógreiddir vextir ²	7,6	-18,8	-4,2	-9,0	-7,5	.	-2,5	-5,4	.
Hreinar, formlegar lántökur.....	-8,2	41,6	13,5	10,6	-6,0	.	0,8	2,5	.
Stuttar innlendar.....	-3,9	6,0	0,0	0,0	8,5	.	5,0	-0,8	.
Langar innlendar.....	-12,5	1,8	3,0	0,1	1,6	.	2,9	5,2	.
Erlendar.....	8,2	33,9	10,5	10,5	-16,0	.	-7,2	-2,0	.
Greiðslujöfnuður.....	1,3	1,4	-1,2	-2,5	-1,6	.	4,2	-5,3	.
<i>Helstu tekna- og útgjaldaliðir</i>									
Tekjur alls.....	224,7	237,4	259,2	233,8	259,8	11,1	86,4	84,8	-1,8
Tekjuskattur einstaklinga.....	44,1	52,5	55,1	52,6	55,8	6,1	18,1	20,4	12,8
Aðrir tekju- og eignarskattar ³	25,3	27,0	27,5	25,5	28,1	10,4	4,6	7,2	54,7
Virðisaukaskattur.....	71,9	72,1	76,3	73,6	80,3	9,0	24,6	28,1	14,0
Vörugjöld og innflutningsskattar ⁴	18,1	15,9	15,4	15,6	17,5	12,4	5,5	7,2	29,3
Tryggingagjöld.....	19,7	21,9	23,4	22,6	25,2	11,5	8,3	9,3	12,7
Aðrir skattar ⁵	21,5	22,3	22,9	22,1	23,7	6,8	6,6	6,9	5,1
Vextir, arður og leiga.....	13,2	16,6	18,7	11,3	11,0	-3,2	5,0	4,1	-16,4
Eignasala/endurmat fyrirtækja.....	3,8	1,1	11,7	4,4	11,6	164,9	11,8	0,0	-100,0
Aðrar tekjur ⁶	7,1	7,9	8,3	6,0	6,7	11,1	2,0	1,7	-16,2
Gjöld alls ⁷	229,0	228,7	267,3	246,8	268,7	8,9	85,4	92,2	7,9
Rekstrargjöld.....	102,0	91,7	116,8	106,7	120,6	13,1	40,3	43,1	7,1
Rekstrar- og neyslutilfærslur.....	91,6	96,1	112,6	101,7	108,7	6,9	33,0	36,0	9,2
Fjármagnskostnaður.....	15,2	17,9	16,0	17,8	14,9	-16,0	4,5	6,8	50,5
Viðhald.....	5,3	5,7	6,1	4,9	5,0	2,1	1,7	1,3	-18,7
Fjárfesting.....	14,9	17,3	15,8	15,8	19,4	23,4	6,0	4,9	-19,0

1. Fyrstu þrjú dalkar á rekstrargrunni skv. ríkisreikningi, hinir sex skv. greiðslubókhaldi. 2. Fólgin lántaka í uppsöfnun lífeyrisskuldbindinga og spariskirteina-vaxta. 3. Gjald í framkvæmdasjóð aldraðra, fjármagnstekjuskattur, tekjuskattur félaga, eignarskattur, erfðafjárskattur, stimpilgjöld. 4. Vörugjald, vörugjöld af bensíni, vörugjöld af ökutækjum, almenn innflutningsgjöld. 5. M.a. bifreiðagjöld og tekjur af áfengi. 6. Dómsmálagjöld, leyfisgjöld, sektir o.fl. 7. Breytt bókun gjalda gerir samanburð milli 2003 og 2004 varhugaverðan.

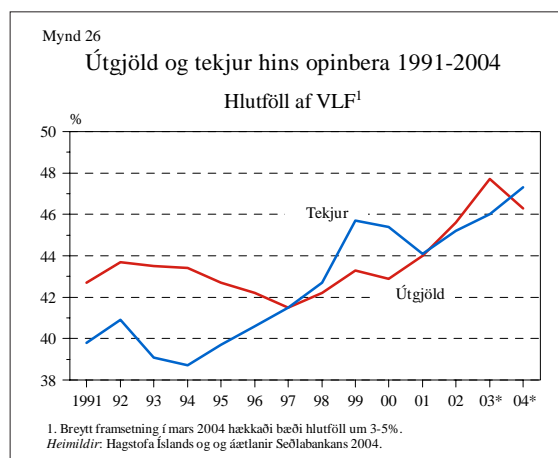
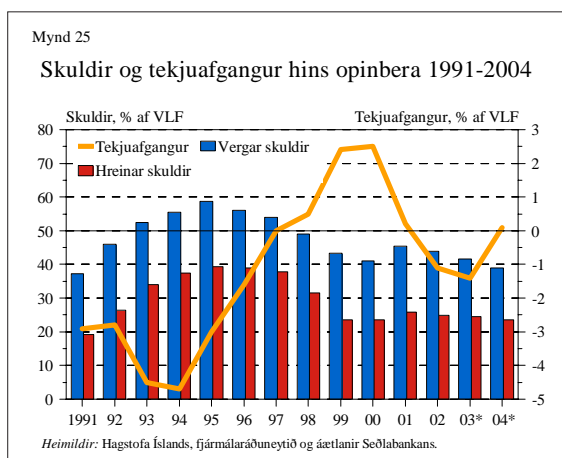
Heimildir: Ríkisreikningur og mánaðaryfirlit Fjársýslu ríkisins.



Tafla 13 Fjármál hins opinbera¹

Í milljörðum króna									Brb.	Áætlun
Hið opinbera	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ²	2004
Tekjur.....	179,7	197,2	213,2	242,9	278,6	301,1	328,5	352,0	373	414
Útgjöld.....	193,1	205,0	213,3	240,0	264,0	284,6	327,2	355,4	387	405
Tekjuafgangur/halli.....	-13,4	-7,7	-0,1	2,8	14,6	16,6	1,3	-3,4	-14	9
Hreinar skuldir.....	179,3	191,5	196,5	180,7	147,0	158,7	199,3	182,2	164	156
Vergar skuldir.....	267,6	274,4	279,4	280,5	271,5	278,0	354,6	340,7	329	315
<i>Ríkissjóður</i>										
Tekjur.....	141,3	155,7	162,4	183,9	213,8	228,7	245,4	257,3	278	306
Útgjöld.....	152,9	163,0	159,6	177,8	198,2	211,7	240,9	262,0	289	299
Tekjuafgangur/halli.....	-11,6	-7,3	2,7	6,2	15,6	16,9	4,6	-4,7	-11	7
Hreinar skuldir.....	155,4	168,2	172,3	151,3	118,8	127,4	168,8	130,6	133	124
Vergar skuldir.....	232,6	239,2	241,6	237,8	226,0	228,5	298,3	281,1	270	254
<i>Sveitarfélög</i>										
Tekjur.....	40,9	46,9	55,5	62,9	69,9	77,7	89,5	101,2	107	115
Útgjöld.....	42,3	47,4	58,5	67,2	72,8	80,3	94,8	101,4	106	115
Tekjuafgangur/halli.....	-1,4	-0,4	-3,0	-4,3	-2,9	-2,6	-5,3	-0,2	1	0
Hreinar skuldir.....	25,1	24,2	25,0	30,1	28,7	31,7	30,7	32,8	31	31
Vergar skuldir.....	35,6	35,7	38,4	43,3	46,1	49,8	56,6	60,2	60	61
<i>Hið opinbera, % af VLF</i>										
Tekjur.....	39,7	40,6	41,5	42,7	45,7	45,4	44,1	45,2	46,0	47,3
Útgjöld.....	42,7	42,2	41,5	42,2	43,3	42,9	44,0	45,6	47,7	46,3
Tekjuafgangur/halli.....	-3,0	-1,6	0,0	0,5	2,4	2,5	0,2	-0,4	-1,6	1,0
Hreinar skuldir.....	39,3	39,0	37,8	31,6	23,5	23,5	25,8	23,2	20,0	17,5
Vergar skuldir.....	58,7	55,9	53,8	49,0	43,4	41,1	45,8	43,4	40,1	35,4

1. Hið opinbera er ríki, sveitarfélög og almannatryggingar. Tekjur og gjöld eru hér samkvæmt uppgjöri Þjóðhagsstofnunar samkvæmt þjóðhagsreikningakerfi Sameinuðu þjóðanna. Stærstu frávikin frá ríkisreikningi eins og hann er framsettur frá og með 1998 eru að: a) einungis eru færð útgjöld vegna lífeyris ríkisstarfsmanna sem nemur hækun lífeyrisskuldbindinga vegna atburða á viðkomandi ári; b) afskriftir skattakrafna eru ekki færðar til gjalda heldur er varúðarafskrift vegna ofálagningar dregin frá tekjum; c) eignasala er ekki færð til tekna heldur með eignahreyfingum. 2. Ósamræmi er milli talna um tekjur og gjöld hins opinbera og undirlíða fyrir ríki og sveitarfélög 2003. Tekjur og gjöld hins opinbera eru samkvæmt birtum tölum Hagstofunnar, sem byggðar eru m.a. á óbirtum Ríkisreikningi. Hagstofan hefur ekki birt tölur um skuldir eða um tekjur og gjöld ríkis og sveitarfélaga 2003. Þessar stærðir eru hér áætlaðar út frá þeim gögnum sem tiltæk voru þegar *Peningamál* fóru í prentun. *Heimildir:* Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, áætlanir Seðlabankans.



Tafla 14 Velta¹

M.kr.	Janúar-apríl			%breyting frá fyrra ári, janúar-apríl		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Samtals iðnaður	98.731	98.731	106.646	-14,9	-1,8	5,7
Iðnaður án fiskiðnaðar	63.147	63.147	68.025	-5,8	-1,8	5,4
Iðnaður án fiskiðnaðar og stóriðju	49.558	49.558	54.958	-3,5	-1,8	8,6
Smásöluverslun (án eldsneytis)	54.657	54.657	58.836	1,5	0,1	7,3
Heildsala	87.641	91.331	108.805	-2,7	3,5	17,9
Heildsala án eldsneytis	75.244	78.692	95.839	-2,4	4,7	21,4
Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð	19.324	21.838	27.902	-21,5	10,9	25,1
Samtals	398.090	392.162	449.667	2,0	-3,3	12,2
Samtals án eldsneytis	385.693	379.524	436.701	1,2	-1,5	14,7

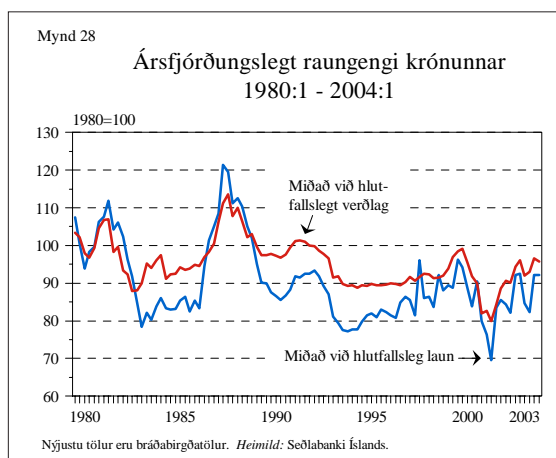
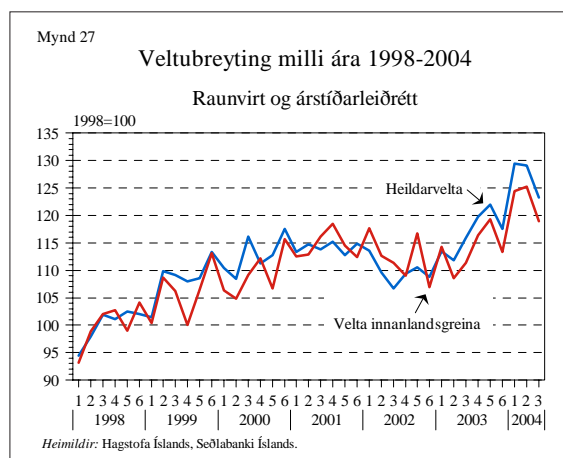
1. Byggt á virðisaukaskattskýrslum. 2. Reiknað út frá veltu staðvirtri með neysluverðsvisitölu eða neysluverðsvisitölu án húsnæðis og bensíns.
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 15 Raungengi íslensku krónunnar¹

Raungengi (1980 = 100)	Meðalstaða árs					2. ársfj. 2004	%breyt. frá fyrra ári		
	1999	2000	2001	2002	2003		IV '03	I '04	II '04
m.v. hlutfallslegt neysluverðlag	93,6	96,2	83,6	88,4	93,8	95,8	1,1	3,7	-0,7
m.v. hlutfallslegan launakostnað á einingu	89,5	90,8	79,2	83,9	87,9	92,1	-2,9	12,1	0,0

%breyting frá fyrra ári	Brb.							Áætlun	
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Nafngengi	0,0	1,2	1,5	0,0	0,2	-16,6	2,5	6,2	1,2
Erlent verðlag	2,0	2,1	1,6	1,6	2,3	2,2	1,8	2,1	1,3
Innlent verðlag	2,3	1,8	1,7	3,4	5,1	6,6	4,8	2,1	3,3
Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag	0,3	0,9	1,6	1,8	2,9	-13,1	5,7	6,1	3,2
Erlend framleiðni	1,5	1,5	1,2	1,2	1,9	1,2	1,0	1,1	1,4
Innlend framleiðni	2,1	2,0	2,9	1,4	3,3	1,1	-0,1	5,1	2,0
Erlend laun	3,5	3,2	3,0	3,3	3,2	3,3	3,1	3,0	2,8
Innlend laun	5,2	5,8	7,1	5,5	5,7	8,0	5,8	5,5	5,0
Raungengi miðað við hlutfallsleg laun	1,1	3,3	4,1	1,7	1,4	-12,7	5,9	4,8	2,7

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



Tafla 16 Fasteignamarkaður og eignaverð

Fasteignamarkaður ¹	2001	2002	2003	júli'04	1 mán. %-br.		12 mán. %-breytingar		
					júní'04	júli'04	júli'02	júli'03	júli'04
Verðvísitala íbúðarhúsnæðis á höfuðb.svæði ² ...	151,8	158,9	177,7	202,6	1,1	1,3	3,7	13,4	11,3
Verð í fjölbýli á höfuðborgarsvæði ³	156,0	161,1	180,7	202,7	1,4	0,5	3,4	14,3	10,0
Afgreidd húsbref, markaðsvirði (ma.kr.) ⁴	28,6	32,2	49,6	...	36,1	...	5,2	31,6	...
Fjöldi afgreiddra umsókna Íbúðalánasjóðs ⁵	2.846	2.535	3.271	218	28,1	-4,5	-21,1	28,1	44,4
<i>Verð veiðiheimilda (meðalverð tímabils, kr./kg.)</i>									
Verð varanlegra þorskheimilda (kr./kg.).....	709	930	1.223	1.080	-	-	42,9	20,0	-10,0
Verð skammtíma þorskheimilda (kr./kg.).....	117	156	132	120	-4,2	4,3	29,2	-19,4	-4,0
<i>Hlutfjármarkaður</i>									
Vísitölur, 31. des. 1997 = 1.000	Í árslok				31. ágúst 2004	%breyting til 31. ágúst 2004			
Úrvalsvísitala.....	2000	2001	2002	2003	2004	1 m.	3 m.	6 m.	12 m.
Heildarvísitala aðallista.....	1.305,9	1.159,0	1.352,0	2.114,3	3.390,2	8,9	27,2	29,0	92,6
Atvinnugreinavísitölur, 31/12 1997 = 100	1.303,3	1.180,8	1.436,2	2.075,2	3.180,4	8,3	23,5	25,3	80,0
Sjávarútvegur.....	74,5	86,7	107,3	100,0	111,0	1,9	2,5	5,8	12,3
Fjármál og tryggingar.....	163,4	157,9	164,3	252,4	457,4	10,6	33,1	40,9	112,2
Samgöngur.....	117,6	80,5	118,8	139,4	232,6	7,2	24,1	25,4	79,3
Iðnaður og framleiðsla.....	156,3	120,3	142,8	172,8	264,1	2,6	22,0	32,5	65,9

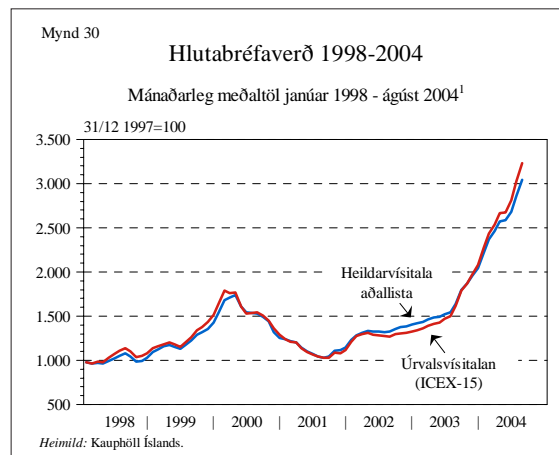
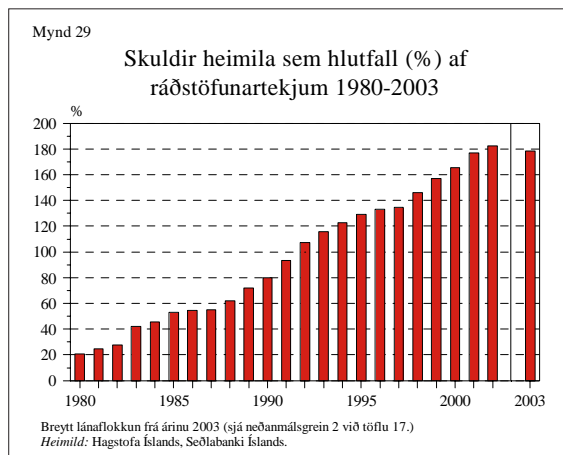
1. Breytingar eru reiknaðar út frá 3 mán. hreyfanlegum meðaltölum. 2. Janúar 1994=100. Staðgreiðsluverð. 3. Janúar 1996=100. 4. Breytingar eru reiknaðar út frá tölum sem eru staðvartar með vísitölu fasteignaverðs á höfuðborgarsvæði. 5. Til nýbygginga og endurbóta.

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

Tafla 17 Eignir og skuldir heimila og fyrirtækja

Í ma.kr. nema annað sé tekið fram	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Áætlun		%br. milli ára '02-'03
							2002	2003	
Íbúða- og bifreiðaeign heimila ¹	648,8	676,0	724,1	842,6	953,2	1.043,9	1.108,3	1.235,8	11,5
Eignir heimila í lífeyrissjóðum.....	302,0	345,6	398,2	507,3	557,3	640,1	664,6	786,0	18,3
Skuldir heimila við lánakerfið ²	350,7	386,2	442,6	510,6	613,8	710,4	758,6	776,0	15,3
Skuldir heimila sem % af ráðstöfunartekjum ² ...	133,4	134,7	146,1	157,3	165,4	176,8	182,4	178,5	.
Skuldir fyrirtækja við lánakerfið ²	359,2	420,7	509,4	668,8	813,3	962,3	978,9	1.185,6	21,1
Skuldir sjávarútvegsfyrirtækja.....	116,1	123,5	139,7	160,3	165,2	195,5	191,9	185,5	-3,3

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

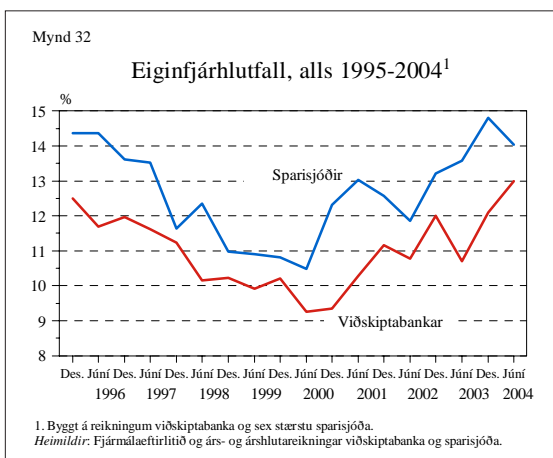
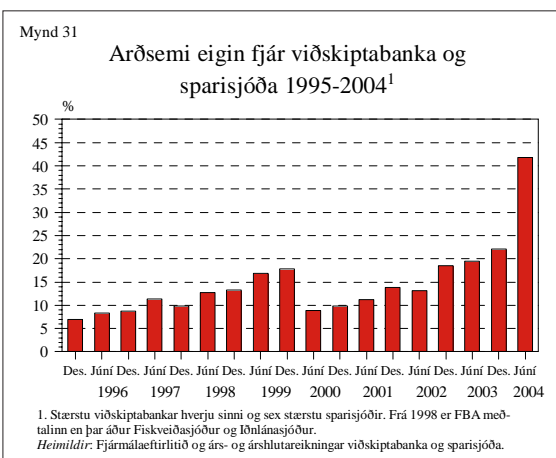


Tafla 18 Afkoma fyrirtækja

Úr reikn. hlutafélaga í Kauphöll Íslands ¹ Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna	Jan.-des.		% af veltu		Jan.-júní		Breyting '03-'04	% af veltu	
	2002	2003	2002	2003	2003	2004		2003	2004
Hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnsliði	33,4	34,8	11,6	10,9	18,2	23,9	5,7	12,5	13,8
Sjávarútvegsfyrirtæki	10,8	8,4	23,6	21,1	4,9	5,7	0,8	22,5	22,9
Samgöngur	2,6	3,2	10,6	10,8	0,6	1,9	1,3	5,2	9,2
Upplýsingatekni	8,1	9,8	22,7	23,7	4,5	5,8	1,3	22,7	23,6
Iðnaður og framleiðsla	8,7	9,9	13,4	11,2	6,4	8,8	2,4	17,4	19,1
Hagnaður eftir skatta	16,7	16,1	6,5	5,1	8,6	9,2	0,6	5,9	5,3
Sjávarútvegsfyrirtæki	8,7	3,5	19,0	8,8	2,9	1,9	-1,0	13,2	7,4
Samgöngur	2,3	4,4	9,6	14,6	0,1	0,3	0,2	1,1	2,2
Upplýsingatekni	1,2	1,6	3,5	3,8	0,7	2,3	1,6	3,5	9,2
Iðnaður og framleiðsla	5,3	5,8	8,1	6,6	4,3	4,6	0,3	11,6	10,0
Eiginfjárlutfall fyrirtækja í Kauphöll Íslands	37,0	35,5	.	.	33,4	32,2	.	.	.
Arðsemi eigin fjár félaga í Kauphöll Íslands	13,0	15,5	.	.	11,2	13,1	.	.	.
Fjöldi hlutafélaga í úrtaki	24	24	.	.	31	31	.	.	.

Úr reikningum viðskiptabanka og sparisjóða ² Allar fjárhæðir eru í milljörðum króna	2000	2001	2002	% -breyting		Jan.-júní		% -breyt. '03-'04	
				2003	'02-'03	2003	2004		
Hreinar vaxtatekjur	21,1	29,4	29,6	36,0	21,6	16,6	22,2	33,7	
Aðrar rekstrartekjur	13,4	10,3	27,9	45,6	63,5	19,6	40,8	108,1	
Hreinar rekstrartekjur	34,6	39,6	57,5	81,6	41,9	36,2	63,0	74,0	
Rekstrargjöld	22,7	25,4	34,1	44,9	31,5	20,9	27,0	29,2	
Framlag í afskriftareikning	4,0	7,4	9,3	13,2	41,9	5,9	6,7	13,0	
Matsverðsbreytingar	1,7	-	-	-	-	-	-	-	
Tekju- og eignarskattur	1,9	-0,1	1,2	2,9	144,1	1,6	4,3	165,9	
Hagnaður ársins	4,4	6,9	12,5	18,6	48,4	7,7	21,3	176,5	
Heildareignir í lok tímabils	789,7	941,0	1.161,1	1.597,3	37,6	1.345,3	1.886,3	40,2	
Eigið fé í lok tímabils	49,1	60,8	84,5	113,5	34,4	86,2	133,2	54,5	
% í lok tímabils									
Arðsemi eigin fjár	9,8	13,9	18,5	22,5	.	19,9	41,5	.	
Kostnaðarlutfall ³	65,6	64,0	59,4	55,0	.	57,8	42,9	.	
Eiginfjárlutfall alls	9,7	11,3	12,2	12,3	.	10,9	13,1	.	
Eiginfjárlutfall án víkjandi lána	6,6	8,0	9,1	9,2	.	8,1	9,0	.	

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



Tafla 19 Erlendur samanburður

Skv. nýjstu upplýsingum fyrir hvert land:	ESB-25	E-12	USA	UK	Japan	Svíþjóð	Noregur	Finnland	Danmörk	Ísland
Verðbólga sl. 12 mán.	2,3	2,3	3,0	3,0	-0,1	0,6	-0,1	-0,1	-0,4	3,7
Atvinnuleysi ¹	9,0	9,0	5,4	4,8	4,9	5,7	4,5	9,0	6,2	3,3
Hagvöxtur ²	2,2	2,0	2,8	3,7	4,5	3,3	2,9	2,5	2,5	4,9
Óverðtryggðir langtímavextir (nafnávöxtun) ³	.	3,5	3,5	5,0	0,7	4,0	3,6	3,4	3,7	7,7
Verðtryggðir langtímavextir (raunávöxtun) ³	.	.	0,9	1,9	.	1,8	.	.	.	3,7
Skammtímavextir ⁴ .....	.	2,0	1,6	4,9	0,0	2,0	1,9	2,1	2,0	6,5
<i>Fyrir árið 2003 (nema annað sé tilgreint):</i>										
VLF/mann m.v. kaupm.jafnvægi US\$ (ppp) ⁵	.	25,6	36,1	27,9	26,9	27,3	35,5	26,5	29,2	28,4
Vergur sparnaður, % af VLF, 2002 ⁶ .....	.	.	14,6	14,7	25,7	21,6	30,8	24,2	22,7	15,8
Jöfnuður hins opinbera, % af VLF .....	.	-2,7	-4,8	-3,2	-8,0	0,5	9,0	2,1	1,2	-1,4
Vergar skuldir hins opinbera, % af VLF .....	.	76,2	62,8	51,6	157,3	61,5	34,4	51,6	50,1	41,3
Útgjöld hins opinbera, % af VLF .....	.	49,0	35,7	42,6	37,7	58,2	48,4	50,6	56,1	47,9
Viðskiptajöfnuður, % af VLF .....	.	0,4	-4,9	-1,7	3,1	6,3	13,0	5,7	3,0	-5,6

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

Tafla 20 Alþjóðleg hagþróun

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Bráðab. 2003	Spár 2004	2005	
<i>Hagvöxtur, % á ári¹</i>										
Heimsframleiðsla	4,2	2,8	3,7	4,7	2,4	3,0	3,9	4,6	4,4	
Evrusvæði	2,3	2,9	2,8	3,5	1,6	0,9	0,4	1,8	2,1	
Bretland	3,3	3,1	2,8	3,8	2,1	1,7	2,3	3,3	2,6	
Bandaríkin	4,5	4,2	4,4	3,7	0,5	2,2	3,1	4,4	3,6	
Japan	1,8	-1,2	0,2	2,8	0,4	-0,3	2,7	4,3	1,9	
Önnur nýmarkaðs- og þróunarriki ² ..	5,3	3,0	4,0	5,9	4,1	4,6	6,1	6,0	5,9	
Vöxtur heimsverslunar, % á ári	10,4	4,4	5,9	12,5	0,1	3,1	4,5	6,8	6,6	
<i>Verðbólga³</i>										
Evrusvæði	1,6	1,1	1,1	2,0	2,4	2,3	2,1	2,1	1,8	
Bretland	1,8	1,6	1,4	0,8	1,2	1,3	1,4	1,5	1,8	
Bandaríkin	2,3	1,5	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	2,4	
Japan	1,7	0,6	-0,3	-0,9	-0,8	-0,9	-0,2	-0,1	0,0	
<i>Atvinnuleysi</i>										
Evrusvæðið	10,8	10,2	9,4	8,5	8,0	8,4	8,8	8,9	8,7	
Bretland	7,1	6,3	6,0	5,5	5,1	5,2	5,0	2,8	2,7	
Bandaríkin	4,9	4,5	4,2	4,0	4,8	5,8	6,0	5,5	5,3	
Japan	3,4	4,1	4,7	4,7	5,0	5,4	5,3	4,8	4,6	
<i>Jöfnuður hins opinbera, % af VLF⁴</i>										
Evrusvæðið	-2,6	-2,3	-1,3	0,1	-1,7	-2,3	-2,7	-2,8	-2,7	
Bretland	-2,2	0,1	1,1	3,9	0,7	-1,6	-3,2	-2,9	-2,9	
Bandaríkin	-0,8	0,4	0,9	1,6	-0,2	-3,3	-4,8	-4,7	-3,9	
Japan	-3,8	-5,5	-7,2	-7,5	-6,1	-7,9	-8,0	-7,1	-6,6	
<i>Langtímavextir⁵</i>										
Evrusvæðið	5,9	4,7	4,6	5,4	5,0	4,9	4,1	4,1	4,7	
Bretland	7,1	5,5	5,1	5,3	4,9	4,9	4,5	5,1	5,6	
Bandaríkin	6,4	5,3	5,6	6,0	5,0	4,6	4,0	4,5	5,3	
Japan	2,4	1,5	1,7	1,7	1,3	1,3	1,1	1,4	1,7	

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 neysliverðs. 4. Hlutfall af vergri landsframleiðslu. Tekjufjöfnuður hins opinbera; ríkis, sveitarfélaga og almannatrygginga. 5. Ávöxtun 10 ára ríkisskuldabréfa. Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Consensus Forecasts, OECD.

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

	Verðlag ¹		Gengi		Íxtrir		Peningastærðir		Hlutfall gjaldeyrisforða og vöruinnfl. ⁵	Erlendar skuldir % af VLF ⁶	Hagvöxtur	
	Visitala neysluverðs ¹	Verðbólga	Méðal gengisvísitala ²	Raugengi krónu ³ m.v. neysluverð	Méðalv. spari- skirteina ⁴	Alm. skuldabréflán banka (raunáv.) óverðtr.	% - breyting yfir ár	Útlán Útlán innlánsst. lánakerfis				
1975	1,4	49,4	7,5	92,4	3,9	-15,7	29,0	32,1	46,4	1,3	42,8	0,7
1976	1,8	32,4	8,5	103,3	5,8	-7,4	32,5	26,8	32,2	2,2	40,7	6,0
1977	2,4	30,3	9,7	113,1	3,5	-9,5	43,9	40,5	41,8	2,0	37,6	8,8
1978	3,5	44,0	13,9	105,3	3,3	-13,4	48,7	47,3	62,8	2,6	39,2	5,9
1979	5,0	44,5	18,7	100,0	3,5	-15,4	55,9	58,1	46,4	2,5	39,7	4,9
1980	8,1	61,8	25,9	100,0	3,5	-8,3	65,4	66,4	71,1	2,4	35,9	5,7
1981	12,2	50,8	34,7	104,4	3,2	-1,7	70,5	72,2	54,1	3,0	36,5	4,3
1982	18,4	51,0	54,5	95,8	3,5	-9,4	58,0	92,0	100,2	2,1	46,4	2,1
1983	33,9	84,2	100,0	90,3	3,8	-14,2	78,7	85,6	82,9	2,5	57,2	-2,2
1984	43,7	29,2	116,3	94,7	7,0	3,4	33,4	43,0	40,2	2,1	60,2	4,1
1985	57,9	32,4	148,7	93,2	6,9	-2,3	47,6	29,7	35,2	2,8	63,6	3,3
1986	70,2	21,3	171,0	95,0	8,5	4,3	35,0	19,1	20,1	3,6	56,5	6,2
1987	83,4	18,8	177,3	104,1	8,7	4,7	35,2	42,1	31,4	2,4	49,4	8,6
1988	104,6	25,4	202,6	109,4	8,7	11,8	24,0	37,2	34,0	2,4	51,3	-0,1
1989	126,7	21,1	254,7	100,6	7,4	6,5	27,2	25,2	33,8	3,0	56,8	0,3
1990	145,5	14,8	283,7	97,3	7,0	9,3	14,9	11,0	12,5	3,3	55,2	1,1
1991	155,4	6,8	283,6	99,9	8,1	10,0	14,4	11,6	15,4	3,2	56,0	0,1
1992	161,2	3,7	285,0	99,8	7,4	11,8	3,8	5,3	11,8	4,0	58,8	-3,3
1993	167,8	4,1	308,8	94,4	6,7	11,5	6,5	5,0	11,1	4,3	66,7	0,8
1994	170,3	1,5	324,8	89,3	5,0	9,5	2,3	-1,3	4,5	2,6	63,4	4,0
1995	173,2	1,7	322,3	89,4	5,6	10,1	2,2	0,0	5,9	2,4	63,4	0,1
1996	177,1	2,3	322,9	89,7	5,5	10,5	6,8	11,8	9,3	3,0	62,9	5,2
1997	180,3	1,8	318,7	90,5	5,3	11,1	8,7	16,8	11,8	2,6	64,8	4,7
1998	183,3	1,7	313,6	91,9	4,7	11,8	15,2	25,6	15,1	2,2	70,0	5,5
1999	189,6	3,4	313,1	93,6	4,4	8,0	16,9	22,8	17,3	2,6	82,5	4,2
2000	199,1	5,0	313,3	96,2	5,1	12,7	11,2	26,2	17,3	2,1	102,6	5,7
2001	212,4	6,7	376,3	83,6	5,1	9,3	14,9	13,4	19,2	2,1	120,3	2,2
2002	222,6	4,8	365,2	88,4	5,2	13,1	15,3	2,0	3,2	2,5	123,9	-0,5
2003	227,3	2,1	343,3	93,8	4,4	9,0	23,5	16,5	11,0	3,6	144,5	4,3

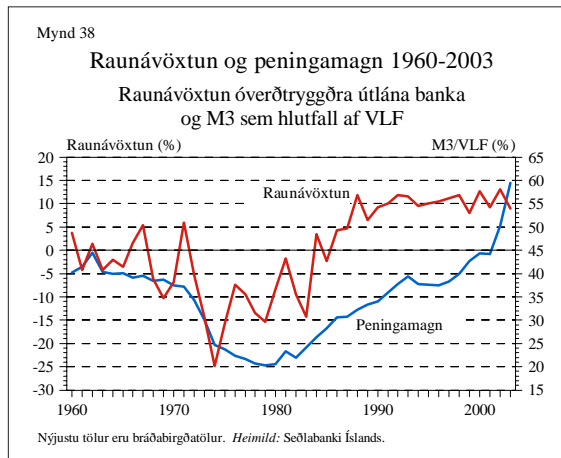
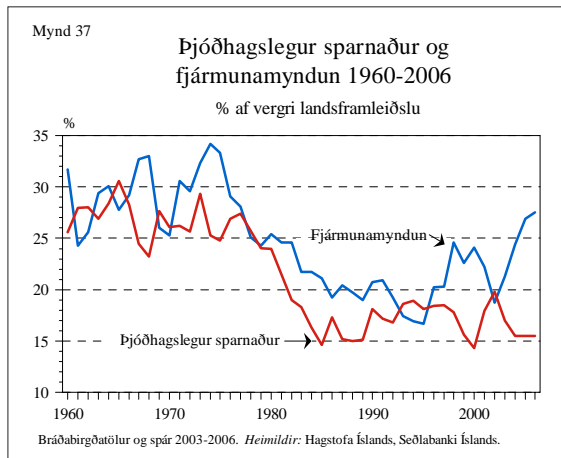
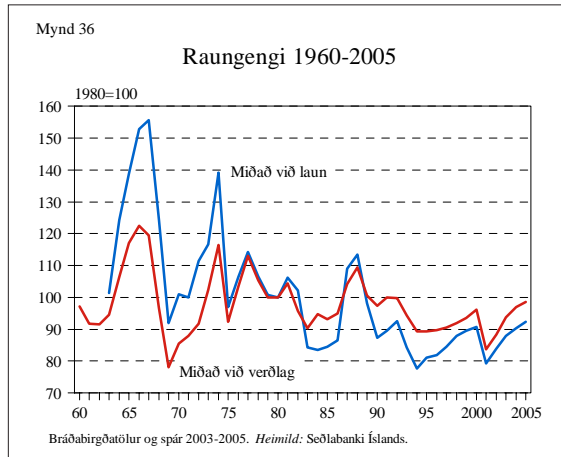
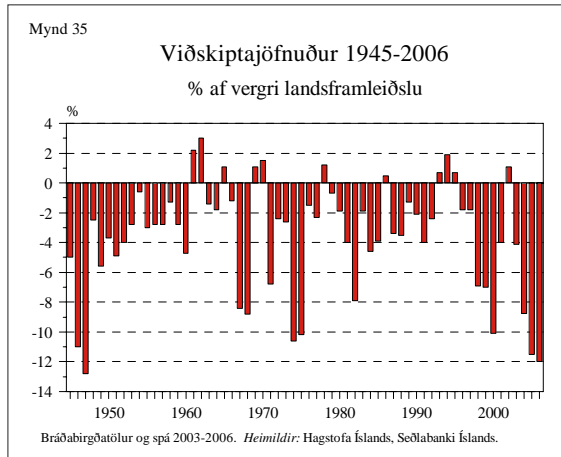
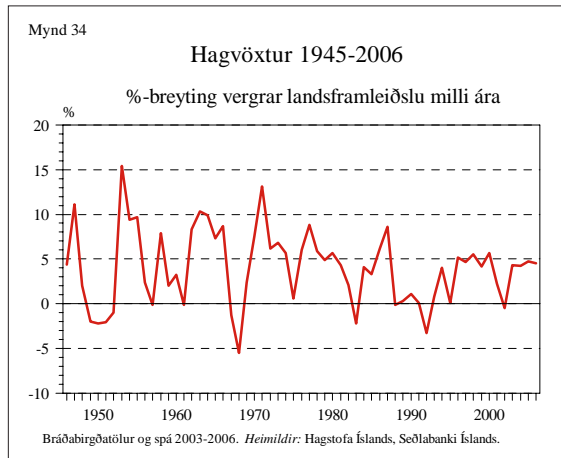
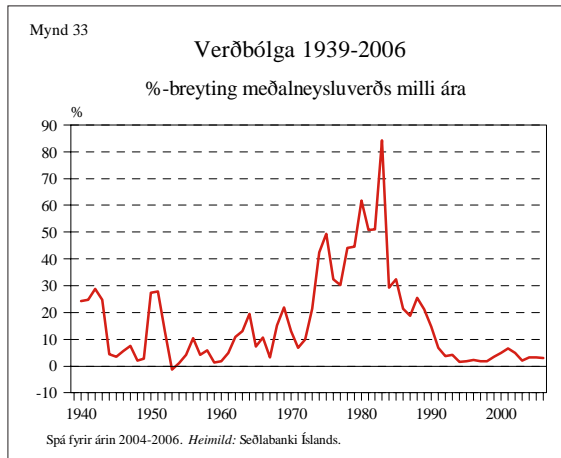
1. Sínd eru ársmeðaltöl (maí 1988=100) og breyting milli ársmeðaltala. 2. 1983=100. Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu miðað við viðskiptavegna korfu helstu viðskiptalanda. Ársmeðaltal.
 3. 1980=100. 4. Árleg meðaltöl ávöxtunar verðtrygðra spariskirteina ríkissjóðs. Ávöxtun í Kauphöll Íslands frá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

Tafla 21 (frh.) Sögulegar hagtölur

Ár	Þjóðh. stærðir (%-breyt. milli ára)			Útanríkisviðskipti (%-breyt. milli ára) ⁷			Hið opinbera (% af VLF) ⁸			Vinnuþátttökur (% af manngfla)		Laun (%-breyt. milli ára)	
	Einkaneysla	Fjármunamyndun	Þjódarútgjöld	Útflutn.	Innflutn.	Viðskipta- jöfn., % af VLF	Jöfnuðir	Tekjur	Útgjöld	Atv. leysi	Atv. þátttaka	Raunlaun ⁹	Kaupm. ráðstöf. tekna
1975	-9,6	-8,8	-5,5	2,6	-12,8	-11,1	-10,2	-2,7	33,0	35,7	0,5	72,2	-15,1
1976	5,4	-2,7	-3,5	13,1	-3,6	7,8	-1,5	1,1	32,1	31,1	0,5	73,4	2,3
1977	12,9	11,5	15,0	8,9	20,6	7,0	-2,3	-0,2	30,5	30,7	0,3	72,5	15,5
1978	9,0	-5,8	2,1	15,2	3,7	0,3	1,2	0,1	31,0	30,9	0,3	73,6	8,5
1979	2,8	-1,5	3,5	6,3	2,5	-8,6	-0,7	0,9	32,4	31,4	0,4	73,0	2,0
1980	3,4	13,5	5,7	2,7	3,0	-2,8	-1,9	1,3	33,8	32,5	0,3	74,1	1,1
1981	6,2	1,2	5,6	3,2	7,1	-0,5	-4,0	1,3	34,9	33,6	0,4	76,8	5,5
1982	5,0	0,1	5,0	-8,9	-0,6	-0,8	-7,9	1,7	36,0	34,3	0,8	77,6	2,2
1983	-5,6	-12,7	-8,6	11,0	-9,7	-1,3	-1,9	-2,0	34,0	36,1	1,0	77,4	-12,5
1984	3,7	9,4	6,4	2,4	9,2	0,6	-4,6	2,2	35,4	33,1	1,3	77,6	-2,5
1985	4,2	1,0	2,7	11,1	9,4	-0,9	-3,9	-1,7	34,0	35,7	0,9	79,3	10,8
1986	6,9	-1,9	4,5	5,9	0,9	5,4	0,5	-4,0	33,7	37,8	0,7	80,9	9,5
1987	16,2	19,1	15,7	3,3	23,3	4,3	-3,4	-0,9	33,9	34,7	0,4	84,1	25,8
1988	-3,8	-0,1	-0,6	-3,6	-4,6	-0,8	-3,5	-2,0	37,4	39,5	0,6	80,1	-2,7
1989	-4,2	-7,8	-4,4	2,9	-10,3	-3,9	-1,3	-4,6	37,5	42,0	1,6	78,7	-9,4
1990	0,5	2,6	1,5	0,0	1,0	-2,0	-2,1	-3,3	38,2	41,4	1,8	77,5	-4,6
1991	2,9	3,3	3,8	-5,9	5,3	3,5	-4,0	-2,9	39,8	42,7	1,5	76,2	2,1
1992	-3,1	-11,1	-4,5	-2,0	-6,0	-0,6	-2,4	-2,8	40,9	43,7	3,0	75,5	-1,9
1993	-4,6	-10,7	-3,8	6,5	-7,8	-3,9	0,7	-4,5	39,1	43,5	4,4	75,3	-7,6
1994	2,8	0,5	2,1	9,5	4,1	0,4	1,9	-4,7	38,7	43,4	4,8	75,4	0,0
1995	2,2	-1,1	2,3	-2,2	3,9	1,3	0,7	-3,0	39,7	42,7	5,0	75,7	3,8
1996	5,4	25,6	7,1	9,8	16,5	-3,1	-1,8	-1,6	40,6	42,2	4,3	76,4	4,1
1997	5,0	10,0	5,5	5,3	7,7	2,1	-1,8	0,0	41,5	41,5	3,9	76,6	2,5
1998	9,9	32,9	13,4	2,1	23,5	5,6	-6,9	0,5	42,7	42,2	2,8	77,1	8,7
1999	7,3	-3,0	4,2	4,0	4,2	-0,8	-7,0	2,4	45,7	43,3	1,9	77,3	3,0
2000	4,0	14,8	6,8	5,0	8,0	-2,7	-10,1	2,5	45,4	42,9	1,3	77,3	1,3
2001	-3,8	-7,6	-4,2	7,7	-9,0	0,3	-4,0	0,2	44,1	44,0	1,4	77,5	1,6
2002	-1,1	-15,1	-2,9	3,6	-2,5	0,5	1,1	-0,4	45,2	45,6	2,5	77,3	-0,1
2003	6,7	17,7	8,0	0,3	9,6	-4,2	-4,1	-1,6	46,0	47,7	3,4	77,0	2,8

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

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

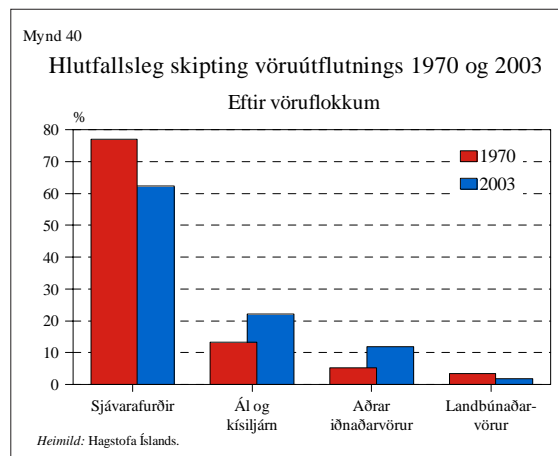
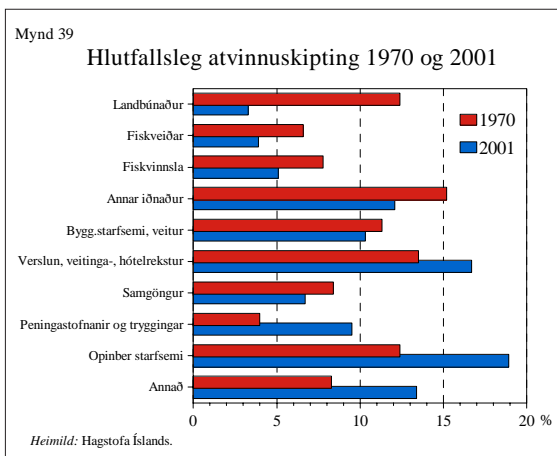


Tafla 22 Kennitölur um uppbyggingu hagkerfisins

	1970	2003		1970	2003 ¹
<i>I. Mannfjöldi og vinnuafli (þús. manna)</i>			<i>IV. Þjóðartekjur og -útgjöld</i>		
Mannfjöldi í árslok	204,8	290,6	Verg landsframleiðsla (VLF), ma.kr.	0,4	810,8
yngri en-16 ára.....	70,6	70,4	Verg landsframleiðsla, ma. USS.....	0,5	10,6
16-74 ára	127,3	204,3	Þjóðartekjur á íbúa í þús. USS	2,0	36,2
eldri en 74 ára	7,0	15,8	VLF á íbúa í þús. USS m.v. kaupmáttarjafnvægi (ppp) ²	2,7	29,4
Árleg fjölgun síðustu 5 ára (%).....	1,1	1,1	Verg fjármunamyndun, % af VLF.....	25,3	21,3
Vinnuafli (þús. ársverk)	82,7	146,4	Vergur þjóðhagslegur sparnaður, % af VLF ...	26,1	17,0
þ.a. karlar.....	54,7	84,1	Hreinn þjóðhagslegur sparnaður, % af HÞF ³ ..	13,8	5,2
þ.a. konur.....	28,0	62,3	Útflutningur vöru og þjónustu, % af VLF	46,4	35,5
<i>II. Hlutfallsleg atvinnuskipting (%) (2001)</i>			<i>V. Fjármagn og skuldir</i>		
Landbúnaður	12,4	3,3	<i>% af VLF nema annað sé tekið fram</i>		
Fiskveiðar.....	6,6	3,9	Fjármunaeign, hlutfall af VLF	3,4	3,4
Fiskvinnsla.....	7,8	5,1	Fjármunaeign í ma. USS	1,8	37,2
Iðnaður, annar en fiskiðnaður.....	15,2	12,1	Hreinar erlendar skuldir	20,1	102,6
Byggingarstarfsemi og rekstur veitna.....	11,3	10,3	Greiðslubyrði erl. langtímaskulda,% útlf. tekna.	11,3	56,7
Verslun, veitinga- og hótélrekstur.....	13,5	16,7	Heildarskuldir hins opinbera.....	13,0	40,1
Samgöngur	8,4	6,7	Hreinar skuldir hins opinbera.....	-2,3	20,0
Peningastofnanir og tryggingar.....	4,0	9,5	Peningamagn (M3).....	37,5	59,8
Opinber starfsemi.....	12,4	18,9	Útlán og markaðsskuldabréf lánakerfis.....	484,8	269,6
Ýmis þjónusta og önnur starfsemi.....	8,3	13,4	Skuldur atvinnuvega	53,6	141,9
<i>III. Hlutfallsleg skipting vöruútflutnings</i>			Skuldur heimila		
<i>Skipting eftir vöruflokkum (%):</i>			Markaðsverðmæti hlutabréfa		
Sjávarafurðir	77,1	62,3			81,3
Iðnaðarvörur.....	18,4	33,9			
þar af ál og kísiljárn.....	13,2	22,1			
Landbúnaðarvörur.....	3,4	1,9			
<i>Skipting eftir ríkjum (%):</i>					
Bandaríkin.....	30,0	9,3			
Evrópusambandið	52,8	72,1			
Annað	17,2	18,7			

1. Bráðabirgðatölur. 2. Umreiknað í Bandaríkjadali á gengi sem leiðréttir fyrir verðlagsmuni milli ríkja. 3. HÞF er hrein þjóðartekja, þ.e. verg þjóðartekja að frádrögnum afskriftum. 4. Á þjóðhagsreikningagrunni.

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



Tafla 23 Vöruútflutningur og -innflutningur eftir svæðum¹

	% af heild						Ma.kr.	
	1970	1980	1990	2000	2003	Jan.-júlí 2004	2003	Jan.-júlí 2004
<i>Vöruútflutningur, job</i>								
Evrópusambandið.....	52,8	52,3	70,7	67,4	72,1	74,4	131,6	86,0
Evrusvæði.....	25,4	30,2	37,6	42,3	48,2	48,7	87,9	56,2
Önnur Evrópusambandslönd.....	27,4	22,0	33,1	25,1	23,9	25,8	43,7	29,8
þar af Bretland	13,2	16,5	25,3	19,3	17,5	18,3	32,0	21,2
Önnur Vestur-Evrópulönd	2,8	2,3	3,4	7,8	7,8	5,5	14,3	6,3
Austur-Evrópa og fyrrum Sovétríki	9,6	8,8	2,9	1,4	2,6	3,2	4,8	3,7
þar af Rússland.....	6,8	5,4	2,5	0,4	0,6	1,0	1,0	1,1
Bandaríkin	30,0	21,6	9,9	12,2	9,3	9,5	16,9	11,0
Japan	0,1	1,5	6,0	5,2	3,2	3,6	5,9	4,2
Önnur OECD-lönd	0,5	0,6	0,5	2,0	0,3	1,4	0,6	1,6
Þróunarlönd ²	4,2	12,9	5,5	3,0	3,9	1,5	7,2	1,7
Önnur lönd	0,0	0,0	1,1	1,0	0,8	0,9	1,4	1,0
Alls	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	182,6	115,6
<i>Vöruinnflutningur, cif</i>								
Evrópusambandið.....	64,9	58,0	59,9	57,0	56,9	60,6	123,2	89,3
Evrusvæði.....	32,0	33,2	35,5	33,5	34,9	34,3	75,6	50,5
Önnur Evrópusambandslönd.....	33,0	24,8	24,4	23,6	22,0	26,4	47,6	38,8
þar af Bretland	14,3	9,5	8,1	9,0	7,4	7,1	16,1	10,5
Önnur Vestur-Evrópulönd	5,4	8,1	5,2	9,7	8,7	11,0	18,9	16,2
Austur-Evrópa og fyrrum Sovétríki	10,4	10,9	6,5	5,7	10,4	8,2	22,6	12,0
þar af Rússland.....	7,2	9,7	5,0	1,8	2,8	1,1	6,1	1,7
Bandaríkin	8,2	9,4	14,4	11,0	7,4	11,1	16,1	16,4
Japan	2,9	4,0	5,6	4,9	3,8	4,0	8,3	5,9
Önnur OECD-lönd	0,4	5,8	3,7	4,5	2,3	2,8	4,9	4,1
Þróunarlönd ²	7,2	2,7	3,1	5,6	9,0	1,1	19,6	1,6
Önnur lönd	0,6	1,1	1,4	1,5	1,4	1,2	3,0	1,7
Alls	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	216,5	147,3

1. Tölur fyrir árin 1970-1990 miðast við sömu landasamsetningu svæða og var árið 2000. 2. Fylgt er skilgreiningu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.
Heimild: Hagstofa Íslands.

