



Peningamál

Þróun, horfur, stefna

Greinargerð skv. 4. gr. laga nr. 36/1986

13. nóvember 1998

Efnisyfirlit

	Bls.
Inngangur	3
I Stefnan í peningamálum.....	5
II Alþjóðleg efnahagsmál.....	12
III Innlend efnahagspróun	17
IV Peninga-, gjaldeyris- og fjármagnsmarkaðir	32
<i>Sérefni:</i>	
V Hefur verðbólguferlið á Íslandi breyst?	40
<i>Viðaukar:</i>	
Viðauki 1: Annáll peningamála.....	50
Töflur.....	55

Inngangur

Þrátt fyrir öflugan hagvöxt og enn kröftugri vöxt innlendrar eftirspurnar hefur tekist að halda verðbólgu í lágmarki að undanförmu sem telst mikilsverður árangur. Núverandi uppsveifla hér á landi er hin fyrsta í nærri fimm áratugi þar sem verðbólga er svipuð eða lægri en í viðskiptalöndum. Aðhaldssöm peningastefna á mikinn þátt í þessum árangri en einnig hafa hagstæð ytri skilyrði hjálpað til. Á móti vegur mikill viðskiptahalli sem verður meiri í ár en hægt er skýra með tímabundnum áhrifum stóriðjuþjárfestingar. Undirliggjandi viðskiptahalli er nú talinn um 3% af landsframleiðslu en gæti orðið meiri ef ytri skilyrði þjóðarbúsins versna. Því er mjög brýnt að efla þjóðhagslegan sparnað og draga þannig úr viðskiptahallanum. Það eru því vonbrigði að afkomubati ríkissjóðs á þessu og næsta ári virðist minni en hagsveiflan gefur tilefni til og afkoma sveitarfélaga er mun verri en æskilegt getur talist. Mjög mikilvægt er að framlag opinberra aðila til þjóðhagslegs sparnaðar verði aukið.

Ekki er hægt að búast við að jafn öflugur hagvöxtur og verið hefur síðustu þrjú ár geti til lengdar farið saman við lága verðbólgu. Í fyrsta lagi er framleiðslugeta þjóðarbúsins nú fullnýtt og ekki er hægt að gera ráð fyrir að atvinnuleysi minnki frekar án þess að laun hækki umfram það sem nú er útlit fyrir. Í öðru lagi er vart hægt að reikna með að lækkun innflutningsverðs og hækkun gengis stuðli í sama mæli að lægri verðbólgu á næstu misserum og gerst hefur að undanförmu. Í þriðja lagi veldur þróun alþjóðlegra efnahagsmála að undanförmu því að óhagstæðari ytri skilyrði kunna samtímis að stuðla að minni hagvexti hér á landi og gera erfiðara en ella að halda verðbólgu lágri þar sem viðskiptakjör gætu versnað. Innlend hagstjórn verður að taka mið af þessum breyttu aðstæðum. Brýnasta verkefni hennar er að koma böndum á mikinn vöxt innlendrar eftirspurnar með auknu aðhaldi í ríkisfjármálum og í fjármálum sveitarfélaga, og með aðgerðum sem örva sparnað einkaaðila og draga úr miklum útlánavexti lánastofnana.

Mikill vöxtur útlána að undanförmu er verulegt áhyggjuefni af tveimur ástæðum. Í fyrsta lagi ýtir hann undir vöxt innlendrar eftirspurnar og stuðlar þannig að auknum viðskiptahalla og/eða meiri verðbólgu. Í því efni má benda á mjög mikinn vöxt einkaneyslu samfara aukinni skuldsetningu. Í öðru lagi sýnir reynsla annarra þjóða að mikilli útlánaþenslu í framhaldi af auknu frelsi og samfara vaxandi samkeppni á lánamarkaði getur fylgt mikil áhætta. Lánastofnanir kunna að leiðast út í áhættusamari lánveitingar sem skila ekki tilætlaðri ávöxtun þegar í bakseglin slær í þjóðarbúskapnum. Frá þjóðhagslegu sjónarmiði verður áhætta tengd útlánaþenslu meiri en ella ef hún er í umtalsverðum mæli fjármögnuð með erlendu lánsfé til skamms tíma og ef halli er á viðskiptum við útlönd. Seðlabankinn mun á næstunni kanna leiðir til að draga úr útlánaþenslunni samfara því sem hann mun brýna árvekni fyrir innlendum lánastofnunum bæði varðandi útlán og fjármögnun þeirra.

Stefnan í peningamálum hefur verið mjög aðhaldssöm að undanfögnu eins og sést á miklum mun innlendra og erlendra skammtímaaxta, háum skammtímaraunvöxtum og þar til á síðustu vikum, styrkingu á gengi krónunnar, þrátt fyrir mikinn viðskiptahalla. Stefnan í peningamálum verður áfram aðhaldssöm svo lengi sem vöxtur innlendra eftirspurnar er mun meiri en til lengdar getur samrýmst verðstöðugleika og þjóðarbúið er við mörk fullrar nýtingar á bæði vinnu- og vörumörkuðum. Horft lengra fram á við er hins vegar hugsanlegt að öndverð alþjóðleg þróun muni hægja á hagvexti sem ásamt bættri afkomu hins opinbera gæti skapað tilefni til minna aðhalds í peningamálum. Mikillar árvekni er því þörf við mótnun peningastefnunnar á næstu mánuðum og misserum.

I Stefnan í peningamálum

Meginmarkmið stefnunnar í peningamálum er stöðugt verðlag. Stöðugleiki í gengismálum er nokkurs konar millimarkmið Seðlabanka Íslands að ofangreindu marki. Gengi krónunnar skal haldast innan þeirra vikmarka sem ákveðin voru í september 1995, þ.e. 6% til hvorrar handar frá miðgengi sem ákveðið var í júní 1993. Þessari stefnu framfylgir Seðlabankinn með því að stýra vöxtum á peningamarkaði, fyrst og fremst með ákvörðun ávöxtunar í endurhverfum viðskiptum sínum við lánastofnanir en ávöxtun á peningamarkaði hefur sterk áhrif á gjaldeyrisstrauma og þar með á hreyfingar gengis krónunnar. Auk þess hafa skammtíma vextir á peningamarkaði áhrif á vexti í bankakerfinu og á skuldabréfamarkaði, einnig þá sem eru til lengri tíma. Þar með hafa vaxtaákvörðanir Seðlabankans áhrif á neyslu og fjárfestingu þegar frá líður.

Rökin fyrir því að meginmarkmið Seðlabankans skuli vera aðeins eitt, þ.e. stöðugt verðlag, er að í raun hafa seðlabankar aðeins eitt sjálfstætt stjórnþæki þegar fjármagnshreyfingar eru fullkomlega frjálssar, þar sem vextir og gengi eru nátengd við þær aðstæður. Velji seðlabanki að stýra vöxtum ræðst gengið í meginatriðum af þeirri ákvörðun. Sé gengið fastsett verða vextirnir að hreyfast til að styðja þá ákvörðun. Seðlabankinn verður því að beita vöxtum til þess að halda gengi krónunnar innan tilskilinna marka. Þetta þýðir að peningamálastefnu verður ekki beitt til þess að ná öðrum markmiðum í efnahagsmálum, svo sem jöfnuði í viðskiptum við útlönd og viðunandi atvinnustigi. Stjórnvöld verða að stuðla að því að þau náist með beitingu annarra stjórnþækja eða ákvörðunum á vinnu-markaði. Í þessu sambandi má nefna að jafnvægið í viðskiptum við útlönd er skilgreint sem munurinn á þjóðhagslegum sparnaði og fjárfestingu í þjóðarþúinu. Jöfnuður tekna og gjalda hins opinbera er mikilvægur hluti af þessum jöfnuði og hefur bein áhrif á þjóðhagslegan sparnað, en með sparnaðarhvetjandi aðgerðum er hugsanlegt að stjórnvöld geti auk þess stuðlað að auknum sparnaði einkageirans.

Öflugum vexti innlendar eftirspurnar mætt með aðhaldi í peningamálum

Efnahagsþróunin hér á landi hefur að undanförnu einkennst af öflugum hagvexti, minnkandi atvinnuleysi, launahækkunum sem eru mun meiri en í nágrannalöndum, vaxandi viðskiptahalla og lágri verðbólgu. Þessi þróun gefur tilefni til að ætla að hagkerfið hafi stefnt hratt að þeim mörkum sem til lengdar geta samrýmt stöðugleika í verðlagsmálum og kallar á aðhaldssama stefnu í bæði peninga- og ríkisfjármálum. Auk þess sem að framan greinir hafa peninga- og lánastærðir vaxið hratt síðustu mánuði. Tólf mánaða vöxtur peningamagns í breiðum skilningi (M3) og útlána bankakerfisins hefur t.d. verið um og yfir 15%. Rannsóknir sýna að til lengri tíma litið er náði samband á milli aukningar peningamagns og vaxtar nafnvirðis landsframleiðslu (þ.e. samanlagðs hagvaxtar og verðbólgu). Til lengdar getur hagvöxtur vart verið mikið yfir 3-4% og því fær þessi vöxtur peningamagnsins ekki samrýmt lágri verðbólgu til lengri tíma litið. Athuganir bankans sýna reyndar að á tímabilinu 1994 - 1996 var vöxtur peningamagns nokkru minni en líkan bankans af peningaeftirspurn spáir og hlutfall M3 og landsframleiðslu lækkaði í fyrsta skipti í langan tíma. Eins og nú horfir mun hlutfall M3 og landsframleiðslu fyrst í ár ná því stigi sem það var á árinu 1993. Því kann hraður vöxtur peningamagns um þessar mundir að vera að hluta leiðrétting á því fráviki sem myndaðist á þessu árabili. Mikill vöxtur útlána er hins vegar töluvert áhyggjuefni. Rannsóknir bankans sýna að vöxtur þeirra hefur haft visst vísbendingargildi varðandi framtíðarverðbólgu. Mikill vöxtur innlendar eftirspurnar eykur jafnan eftirspurn eftir lánsfé. Hraður vöxtur útlána nú á þó ekki síður rætur að rekja til aukins framboðs lánsfjár og auðveldari aðgangs heimila að því. Útlánavöxturinn er því að hluta sjálfstæður aflvaki mikillar aukningar einkaneyslu og fjárfestinga að undanförnu. Auk þessa er í miklum vexti útlána falin sú hætta að gæðum þeirra hraki sem

eykur áhættu lánastofnana, eins og nánar er fjallað um í kafla IV. Það er því af öryggisástæðum nauðsynlegt að lánastofnanir fari gætilega í útlánastarfsemi sinni.

Þrátt fyrir vaxandi viðskiptahalla á þessu ári og stöðuga eignamyndun erlendis á vegum lífeyrissjóða hefur verið töluvert innstreymi gjaldeyris. Vegna góðrar sjóðsstöðu ríkissjóðs hefur verulegur hluti gjaldeyrisinnstreymisins verið nýttur til endurgreiðslu erlendra lána ríkissjóðs. Á fyrstu tíu mánuðum ársins endurgreiddi ríkissjóður erlend lán að fjárhæð 11 ma.kr.

Aðhald Seðlabankans í peningamálum olli styrkingu krónunnar á fyrri hluta ársins

Mikill og jákvæður vaxtamunur milli Íslands og helstu viðskiptalanda hefur ýtt undir þessa þróun á gjaldeyrismarkaði. Vaxtamunurinn endurspeglar m.a. mismunandi stöðu efnahagsmála hér á landi og erlendis. Víða eru vextir í sögulegu lágmarki en uppsveiflan í efnahagsmálum hér hefur kallað á aðhald í peningamálum. Í Evrópu hefur mikið aðhald í ríkisfjármálum skapað svigrúm til slökunar í peningamálum. Japan hefur glímt við djúpstæða fjármálakreppu með þensluhvetjandi aðgerðum sem felast meðal annars í lágvaxtastefnu. Vegna mikils framleiðnivaxtar og lágrar verðbólgu í viðskiptalöndum þurftu Bandaríkin ekki að auka aðhald í peningamálum þrátt fyrir kröftugan hagvöxt. Undantekning frá þessu er Bretland þar sem hagvöxtur undanfarinna ára leiddi til verðbólguutilhneiginga sem mætt var með vaxtahækkunum.

Framvinda efnahagsmála hér á landi hefur valdið því að Seðlabanki Íslands hefur talið nauðsynlegt að fylgja aðhaldssamri peningastefnu á undanförnum misserum, sem birtist hvað skýrast í vaxtamun gagnvart útlöndum. Í framhaldi af gjaldeyrisústreymi og lækkun á gengi íslensku krónunnar á haustmánuðum 1997 hækkaði Seðlabankinn vexti sína í nóvember 1997 og jók þar með mun innlendra og erlendra skammtímavaxta. Sú aðgerð leiddi til viðsnúnings á gjaldeyrismarkaði og styrkingar krónunnar og hafði áhrif allt fram til miðs þessa árs. Á þeim tíma styrktist krónan verulega og í lok júlí var gengi hennar rösklega 3% yfir því

miðgildi sem ákveðið var 1993. Seðlabankinn taldi á þessum tíma nauðsynlegt að gengi krónunnar hækkaði til að draga úr hættu á aukinni verðbólgu í kjölfar mikilla launahækkana. Útlit var fyrir að verðbólga á þessu ári færi að óbreyttu yfir 3% á fyrri hluta ársins. Styrking krónunnar, hagstæð þróun innflutningsverðs sem á rætur að rekja til minni hagvaxtar í heiminum og lágrar verðbólgu í iðnríkjum, ásamt vaxandi samkeppni á smávörumarkaði hér á landi, hafa stuðlað að lægri verðbólgu og nú lítur út fyrir að hún verði vel innan við 1% frá upphafi til loka árs.

Órói á erlendum fjármálamörkuðum hefur áhrif hér á landi og króna hefur veikt á haustmánuðum

Vaxandi óróa hefur gætt að undanförnun á alþjóðlegum fjármálamörkuðum, sbr. kafla II. Þannig hefur hlutabréfaverð verið afar óstöðugt og það hefur endurspeglast í þróun gengis helstu gjaldmiðla. Jafnframt varð Noregur fyrir áföllum. Gengi norsku krónunnar féll verulega þrátt fyrir umtalsverðar vaxtahækkunar Noregsbanka. Áhrifa þróunarinnar í Noregi gætti í ýmsum nágrannalöndum, svo sem Danmörku og Svíþjóð. Svo virðist sem þessi órói hafi haft áhrif hér á landi, m.a. á gengi íslensku krónunnar. Áhrifin voru tvíþætt. Annars vegar olli nábyli við hin Norðurlöndin smitun yfir til íslensks markaðar og hins vegar leiddu varnaraðgerðir þessara landa til þess að munur vaxta á peningamarkaði hér og erlendis minnkaði. Því fylgdi þverrandi gjaldeyrisinnstreymi til Íslands.

Seðlabankinn brást við þrýstingi á gengi íslensku krónunnar til lækkunar af völdum hræringa á alþjóðlegum fjármálamörkuðum með 0,3% vaxtahækkun í byrjun september þegar hann hækkaði ávöxtun í endurhverfum viðskiptum í 7,5%. Jafnframt hækkaði bankinn ávöxtun í tilboðum sínum í ríkisvixla samsvarandi. Þessari aðgerð var ætlað að styðja gengi krónunnar, snúa við gjaldeyrisstraumum og styrkja gjaldeyrisforða bankans og skilaði hún tilætluðum árangri í september og fram í október. Undir lok októbermánaðar gerði gjaldeyrisústreymi aftur vart við sig og gengi krónunnar fór lækkandi þrátt fyrir stuðningsaðgerðir af hálfu Seðlabankans. Að hluta til

virtist þar gæta áhrifa frá alþjóðamörkuðum en einnig kann að hafa gætt áhrifa viðskiptahalla og lakari efnahagshorfa í umheiminum.

Sá órói sem fram kom á haustmánuðum á fjármálamörkuðum heimsins hefur einnig haft áhrif á fjármálamarkaði iðnríkjanna og skapað óvissu um styrk fjármálastofnana, ekki aðeins í þeim löndum þar sem óróinn átti uppruna sinn heldur einnig í stóru iðnríkjunum. Þá hefur þessi vandi magnað þá fjármálakreppu sem Japan hefur glímt við allan þennan áratug. Vegna ótta um að þessi þróun kynni að leiða til útlánateppu hafa alþjóðastofnanir, svo sem Alþjóðagjald-eyrissjóðurinn mælt með því að stjórnvöld beiti sér fyrir vaxtalækkunum. Ýmis ríki hafa lækkað vexti og hafa stýrivextir seðlabanka verið lækkaðir bæði í Bandaríkjunum og í nokkrum Evrópulöndum. Ráðleggingar Alþjóðagjald-eyrissjóðsins og vaxtalækkanir ýmissa seðla- banka byggja á því að dregið hafi úr hættu á að uppsveiflan í Bandaríkjunum og Evrópu leiði til openslu og verðbólgu. Þvert á móti hafa erfið- leikar á nýmörkuðum og fjármálakerfi heimsins heimsins aukið hættu á að um of hægi á hag- vexti.

Sá árangur sem náðst hefur hér á landi við að halda verðbólgu innan viðunandi marka á undanförunum misserum er ekki hvað síst að þakka aðhaldssamri stefnu í peningamálum. Óvissan sem er framundan í efnahagsmálum á alþjóðavettvangi og hugsanleg áhrif hennar hér á landi krefjast þess að peningamálastefnan verði endurmetin ef aðstæður breytast. Verði framhald á þeim öflugra hagvexti sem verið hefur hér á landi er ljóst að lítil tilefni eru til slökunar, en snúist efnahagsskilyrði til hins verra kann að verða dregið úr aðhaldi.

Efnahags- og myntbandalag Evrópu tekur formlega til starfa um áramótin

Hinn 1. janúar 1999 verður Efnahags- og mynt- bandalag Evrópu formlega stofnað. Þá leysir nýr gjaldmiðill, evra, gjaldmiðla 11 ESB-ríkja af hólmi og Seðlabanki Evrópu tekur við stjórn peningamála í myntbandalagslöndunum. Bank- inn tók til starfa hinn 1. júní sl. og hefur nú að mestu lokið undirbúningi þess að taka við stjórn peningamála aðildarlandanna. Meginmarkmið bankans var skilgreint í Maastrichtsáttmálanum,

þ.e. að stuðla að stöðugu verðlagi. Bankinn hefur mótað starfsaðferðir sínar og starfshætti og undirbúið starfrækslu greiðslumiðlunarkerfisins TARGET.

Auk meginmarkmiðs peningamálastefnu Seðlabanka Evrópu gildir svokallaður stöðug- leika- og hagvaxtarsáttmáli á milli aðildarríkja myntbandalagsins. Hann setur ríkisfjármála- stefnu þeirra ákveðin mörk og kveður á um viðurlög ef ekki verður staðið við ákvæði sáttmálans.

Forsenda stofnunar myntbandalagsins var sem kunnugt er samleitni efnahagsþróunar vænt- anlegra aðildarríkja og að hún uppfyllti ákveðin skilyrði. Í byrjun maí sl. ákvað framkvæmda- stjórn ESB að 11 aðildarlönd ESB uppfylltu þessi skilyrði. Um leið var ákveðið á hvaða gengi gjaldmiðlar aðildarlandanna yrðu læstir saman í byrjun árs 1999. Undanfarna mánuði hefur munur skammtíma- vaxta í væntanlegum myntbandalagslöndum minnkað þótt enn séu þeir nokkru lægri í svokölluðum kjarnalöndum bandalagsins en í öðrum ríkjum þess. Búist er við því að í byrjun næsta árs verði skammtíma- vextir í myntbandalaginu nokkurn veginn hinir sömu og í Þýskalandi og Frakklandi í lok þessa árs, þ.e. að þeir verði nokkru lægri í ýmsum aðildarlandanna en þeir eru nú.

Óróans á alþjóðlegum gjaldeyrismörkuðum að undanförunu hefur lítið gætt meðal Evrópu- sambandslandanna og er það án efa til vitnis um að væntanleg stofnun myntbandalagsins er trú- verðug í augum alþjóðlegra fjármagnsmarkaða. Sérstaklega er eftirtektarvert hve lítil áhrifin hafa verið á gjaldmiðla Ítalíu, Spánar, Portúgals og jafnvel Finnlands.

Þótt myntbandalagið verði til um áramótin verða núverandi seðlar og mynt bandalagsland- anna í umferð áfram og jafnvel allt fram til ársins 2002. Evran verður því ekki sýnilegur gjaldmiðill í daglegum viðskiptum almennings í þessum löndum. Hún verður hins vegar alls ráðandi á fjármagnsmarkaði þeirra þegar í byrj- un ársins auk þess sem gera má ráð fyrir að hún verði fljótt sammingsmynt í viðskiptum við myntbandalagsríkin. Lán sem tekin hafa verið í myntum bandalagslandanna breytast í lán í evrum og afborganir og vaxtagreiðslur verða tilgreind í evrum í stað gömlu gjaldmiðlanna.

Hér á landi munu skuldbindingar í gjaldmiðlum myntbandalagslandanna og eku breytast í skuldbindingar í evru í byrjun næsta árs.

Í byrjun næsta árs verða áhrifin af stofnun myntbandalagsins lítil hér á landi. Formleg stofnun bandalagsins krefst engra sérstakra viðbragða af hálfu íslenskra stjórnvalda á þeim tíma. Engin breyting verður á gengisstefnunni en við næstu endurskoðun gengisvogar mun gjaldmiðlum fækka. Áhrifin verða meiri þegar lítið er til lengri tíma og nú þegar hefur undirbúningur stofnunar bandalagsins haft nokkur áhrif hér á landi. Meðal annars má nefna að fyrir á þessu ári breytti Seðlabanki Íslands stjórn-tækjum sínum til samræmis við það sem ákveðið hafði verið fyrir Seðlabanka Evrópu. Breytingunum er lýst í kafla I en þeim var m.a. ætlað að jafna starfsskilyrði innlendra lánastofnana og þeirra sem starfa í Evrópusambandinu. Þá má ætla að markaðir beiti svipaðri mælistiku á framvindu efnahagsmála á Íslandi og gert verður gagnvart aðildarlöndum myntbandalagsins. Þegar frá líður er sennilegt að íslensk stjórnvöld verði að taka gengisstefnu sína til endurskoðunar, m.a. með það í huga að meta hvort ástæða sé til þess að tengjast evrunni með ákveðnari hætti en gerist með núverandi stefnu. Í þessu sambandi má minna á að í gengisvog Seðlabankans eru nú 16 gjaldmiðlar. Þar af eru 8 gjaldmiðlar myntbandalagslanda og vega þeir um 32% af heildinni. Vigt evrunnar í gengisvísitölunni mun vaxa til muna gangi Bretland, Danmörk og Svíþjóð í myntbandalagið.

Seðlabankinn hefur endurskipulagt stjórn-tæki peningamála

Á fyrri hluta ársins komu til framkvæmda í tveimur áföngum mikilvægar breytingar á stjórn-tækjum Seðlabanka Íslands í peningamálum. Fyrri áfangi þessara breytinga tók gildi 1. mars en sá síðari 21. maí. Mikilvæg breyting var einnig gerð í byrjun júní á skipan millibankamarkaðar í krónum og var hún gerð í samstarfi við markaðsaðila. Sú breyting tengdist breytingum stjórn-tækja bankans en einn tilgangur þeirra var að greiða götu þróunar millibankamarkaðarins. Endurskipulagningu stjórn-tækja peningamála var ekki ætlað að hafa nein áhrif á stefnuna í peningamálum eða grundvallaratriði í

framkvæmd hennar. Aðalstýritæki bankans er sem fyrr skammtímavextir á peningamarkaði, nú til 14 daga, sem bankinn hefur áhrif á með ávöxtunarkröfu sinni í endurhverfum verðbréfavíðskiptum. Millimarkmið bankans við stjórn peningamála verður áfram að halda gengi krónunnar innan vikmarka, en stöðugt verðlag er áfram yfirlýst meginmarkmið hans. Í þessum breytingum fólst engin slökun á því aðhaldi sem verið hefur í peningamálum enda breyttust stýrivextir bankans ekkert í tengslum við hana. Seðlabankinn hefur ekki um langa hríð, eða allt frá byrjun níunda áratugarins, beitt beinum eða óbeinum magntakmörkunum við stjórn peningamála hvorki á útlán, grunnfé Seðlabankans eða peningamagnsstærðir enda eru möguleikar bankans til að stýra þessum stærðum takmarkaðir og áhrif þeirra á gengi og verðlag óviss. Áhersla bankans hefur á þessu tímabili verið á að stýra vöxtum í því skyni að stuðla að stöðugu gengi.

Markmið breytinganna var að samræma starfsskilyrði lánastofnana

Meginmarkmið endurskipulagningar stjórn-tækja bankans var tvíþætt, annars vegar að samræma starfsskilyrði og aðgang lánastofnana að fyrirgreiðslu í Seðlabankanum og hins vegar að samræma starfsskilyrði innlendra lánastofnana og lánastofnana á Evrópska efnahagssvæðinu. Með tilliti til seinna markmiðsins voru við endurskipulagninguna höfð til hliðsjónar áform Seðlabanka Evrópu um stjórn-tæki og fyrirgreiðsluform að svo miklu leyti sem þau lágu fyrir þegar breytingarnar komu til framkvæmda. Önnur markmið sem einnig voru höfð til hliðsjónar voru að einfalda stjórn-tækin, draga úr sjálfvirkum aðgangi lánastofnana að Seðlabankanum, örva þróun millibankavíðskipta og efla eftirmarkaðinn fyrir ríkisverðbréf.

Stjórn-tæki og fyrirgreiðsla Seðlabankans höfðu mótast á löngum tíma en að stærstum hluta byggðu þau á fyrirkomulagi sem sett var á laggirnar árið 1987 þegar Seðlabankinn hóf lækku bindiskyldu í áföngum samhliða því sem kvöðum um lausafjárhlutfall var komið á og þær hækkaðar í sömu skrefum til að vega á móti lækku bindiskyldu. Jafnframt þjónaði lausafjárhlutfallið þeim tilgangi að hvetja innláns-

stofnanir til þess að eiga ríkisvígla og önnur ríkisverðbréf í einhverjum mæli en þessar eignir mátti nota til þess að uppfylla lausafjárhlutfallið. Á sama tíma hóf Seðlabankinn að gera endurhverfa samninga með ríkisvígla við innlánsstofnanir og eiga viðskipti með ríkisvígla á Verðbréfabingi Íslands.

Enginn vafi er á því að það fyrirkomulag sem við lýði var frá 1987 var óþarflega flókið í þeim skilningi að margar leiðir voru til staðar fyrir innlánsstofnanir til að nálgast lausafé í Seðlabanka en það helgaðist af því að Seðlabankinn vildi skjóta fótum undir þróun verðbréfamarkaðarins auk þess að ryðja endurhverfum verðbréfavíðskiptum braut hér á landi. Því átti hann bæði víðskipti beint með ríkisvígla auk þess að eiga með þá endurverf víðskipti. Jafnframt varð lausafjárhlutfallið smám saman óvirkt sem stjórnþeki eftir því sem eign innlánsstofnana á markaðsverðbréfum jókst, ekki síst ríkisverðbréfum. Frá árinu 1987 höfðu innlánsstofnanir daglega aðgang að endurhverfum víðskiptum í Seðlabanka. Enginn vafi er á því að þessi rúmi aðgangur hamlaði þróun millibankamarkaðar í krónum þar sem bankar og sparisjóðir nýttu sér þessa fyrirgreiðslu fremur en að leita hver til annars.

Stjórnþeki Seðlabankans á þessu tímabili náðu eingöngu til innlánsstofnana og aðgangur að fyrirgreiðslu í Seðlabanka var bundinn við banka og sparisjóði. Miklar breytingar hafa átt sér stað á fjármagnsmarkaðnum á undanförunum áratug og nýjar lánastofnanir hafa sprottið upp. Eins og áður segir var það eitt meginmarkmið stjórnþekjabreytinga bankans að jafna stöðu þessara nýju stofnana og innlánsstofnana og tryggja að stjórnþeki bankans næðu til allra lánastofnana og allra tegunda fjárskuldbindinga.

Yfirlit um helstu breytingar

Þann 1. mars komu eftirtaldar breytingar til framkvæmda:

- Reglur um lausafjárhlutfall innlánsstofnana féllu úr gildi.
- Komið var á vikulegum uppboðum í endurhverfum víðskiptum til 14 daga í stað daglegs aðgangs. Þeim tegundum verðbréfa sem hæf voru í endurhverfum víðskiptum var fjölgað

og við bættust öll ríkistryggð skuldabréf sem skráð voru á Verðbréfabingi Íslands.

- Innstæðubréf til 14 daga verða til sölu á uppboðum þegar Seðlabankinn telur þörf á að binda lausafé. Beinni sölu innstæðubréfa til 45 daga var hætt en 90 daga bréf verða áfram í daglegri sölu.
- Daglánafyrirgreiðslu var komið á laggirnar í Seðlabanka fyrir lánastofnanir sem bindiskylda nær til. Daglánin skulu tryggð með sömu verðbréfum og hæf eru í endurhverfum víðskiptum.

Síðari hluti breytinganna kom til framkvæmda 21. maí. Þær voru þessar:

- Nýjar reglur um bindiskyldu lánastofnana tóku gildi.
- Reikningskvóti innlánsstofnana var aflagður.
- Aðgangi lánastofnana að innlendum gjald-eyrisreikningum í Seðlabanka var lokað.

Tafla 1. Samanburður á stjórnþekjum peningamála fyrir og eftir breytingarnar

	<i>Fyrir</i>	<i>Eftir</i>
Víðskiptareikningur SÍ	Já	Já
45 daga innstæðubréf.....	Dagleg sala	Sérstök uppboð
90 daga innstæðubréf.....	Dagleg sala	Bein sala
Innlendir gjaldeyrisreikningar SÍ.....	Já	Nei
Endurverf verðbréfasala	Dagleg sala	Uppboð
Reikningskvóti.....	Já	Nei
Endurverf verðbréfa kaup.....	Dagleg kaup	Vikuleg uppboð
Daglán	Nei	Já
Bindiskylda	Já	Já
Lausafjárskylda	Já	Nei

Tvær veigamestu breytingarnar voru tvímælalaust afnám lausafjárhlutfalls og endurskoðun bindireglna. Ástæður afnáms reglnanna um lausafjárhlutfall hafa þegar verið útskýrðar. Auk þess sem lausafjárhlutfallið var ekki lengur bindandi, hafði það skekkjandi áhrif á verðmyndun ríkisverðbréfa þar sem löng og stutt ríkisverðbréf voru ekki meðhöndluð með sama hætti í uppgjörinu. Ennfremur var lausafjárhlut-

Tafla 2. Samanburður á fyrirkomulagi bindiskyldu fyrir og eftir breytingar

	<i>Fyrir</i>		<i>Eftir</i>
Bindiskyldar stofnanir	Innlánsstofnanir		Lánastofnanir
Bindiskyldugrunnur	Innlent ráðstöfunarfé að frádregnu eigin fé		Allt ráðstöfunarfé að frádregnu eigin fé
Bindiskylduhlutfall	4% af skuldbindingum < 3 mán. en 2,5% af skuldbindingum > 3 mán.		4% af skuldbindingum < 1 ár en 1,5% af skuldbindingum > 1 ár
Uppfylling bindiskyldu	Innstæða bundin á bindireikningi		Bindiskylda uppfyllt að meðaltali á óbundnum bindireikningi
Binditímabil	17. hvers mánaðar til 16. næsta mánaðar		21. hvers mánaðar til 20. næsta mánaðar
Vaxtakjör	Verðtryggð + 3,5% vextir		Óverðtryggð, vextir 5,5%

falli eingöngu beitt á innlánsstofnanir og raunar vandséð hvernig því yrði beitt á aðrar lánastofnanir.

Bindiskyldufyrirkomulagið sem Seðlabankinn beitti hafði verið meira eða minna óbreytt frá upphafi bindiskyldu á sjöunda áratugnum. Bindihlutfallinu og vöxtum bindiskyldu hafði þó oft verið breytt, en grunnatriði kerfisins höfðu staðið óbreytt. Í töflu 2 er gerður samanburður á gamla bindifyrirkomulaginu og hinu nýja.

Meginbreytingin á bindiskyldufyrirkomulaginu felst í útvíkkun bindiskyldunnar bæði hvað varðar stofnanir og tegundir fjárskuldbindinga. Samhliða var bindihlutfallið lækkað þannig að bindifjárhæð þeirra stofnana sem bindiskyldar voru áður yrði svipuð og verið hafði. Vaxtafyrirkomulagi bindiskyldu var einnig breytt. Afnumin var verðtrygging bindiskyldu en þess í stað mun Seðlabanki ákveða vexti hverju sinni. Þessi breyting er liður í stefnu stjórnvalda að draga úr notkun verðtryggingar í lánakerfinu. Önnur mikilvæg breyting á fyrirkomulagi bindiskyldu var að bindiskyldum stofnunum var heimilað að uppfylla bindiskyldu að meðaltali á binditímabilinu í stað þess að bindifjárhæðin væri „frost“ á bindireikningum í Seðlabanka. Þessi breyting auðveldar lánastofnunum lausafjárstýringu sína og ætti að draga úr sveiflum vaxta á peningamarkaði. Langflest ríki sem beita bindiskyldu hafa tekið upp þetta fyrirkomulag.

Nýju reglurnar gera einnig ráð fyrir að ein bindiskyld stofnun geti farið með bindiskyldu fyrir aðra bindiskylda stofnun. Þessi möguleiki

var m.a. hugsaður fyrir sparisjóðina sem lengi hafa haft samstarf um uppfyllingu lausafjárlutfalls fyrir milligöngu Sparisjóðabanka Íslands hf.

Aðrar breytingar stjórnækja voru til þess að einfalda þau og auka vald Seðlabanka á notkun þeirra.

Þær aðrar breytingar sem gerðar voru á stjórnækjum bankans miðuðu að því að einfalda þau og draga úr sjálfvirkum aðgangi lánastofnana að bankanum og örva þróun peningamarkaðarins.

Reikningskvótinn, sem var takmarkað fyrirgreiðsluform, opinn fyrir banka og sparisjóði, var aflagður eins og áður segir. Tilgangur reikningskvótans var að jafna sveiflur í peningaframboði sem tengdust ójafnri innheimtu ríkistekna. Með breytingu bindireglanna, þ.e. tekinn var upp meðaltalsútreikningur á bindifjárhæð varð reikningskvótinn óþarfur.

Innlendum gjaldeyrisreikningum í Seðlabanka var komið á fót árið 1979 þegar innlánsstofnanir fengu heimild til að bjóða innlenda gjaldeyrisreikninga. Megin tilgangur þeirra var að auðvelda minni innlánsstofnunum, sem ekki höfðu aðgang að erlendum viðskiptareikningum, að ávaxta innlendar gjaldeyrisinnstæður. Þessi staða hefur nú breyst m.a. með tilkomu samstarfs sparisjóðanna. Ef eitthvað er höfðu innlendir gjaldeyrisreikningar í Seðlabanka fremur skaðleg áhrif á þróun peninga- og gjaldeyrismarkaðar þar sem þeir leiddu til þess að fé sem annars hefði leitað inn á þá markaði fór inn á innlenda gjaldeyrisreikninga í Seðlabanka. Augljóst er að það þjónar ekki tilgangi

fyrir Seðlabankann að bjóða upp á reikninga í erlendum gjaldmiðli þar sem verkefni bankans er fyrst og fremst að efla innlendan peninga- og gjaldeyrismarkað.

Stofnun daglánafyrirgreiðslu þjónaði þeim tilgangi að setja efri mörk á millibankavexti til skamms tíma, en kjör bankans á viðskiptareikningum lánastofnana marka neðri mörk millibankavaxta. Þessir vextir mynda nokkurs konar gólf og þak millibankavaxta og koma í veg fyrir að þeir sveiflist of langt frá stýrivöxtum Seðlabankans. Of stór frávik millibankavaxta frá stýrivöxtum Seðlabankans gætu skapað óvissu um vaxtastefnu hans og valdið óróa á gjaldeyris- og peningamarkaði.

Meginbreytingarnar á fyrirkomulagi endurhverfra viðskipta voru tvær. Í fyrsta lagi var hætt að bjóða upp á dagleg viðskipti og í öðru lagi var þeim verðbréfaflokkum fjölgað sem hæfir eru til viðskipta. Í stað daglegra viðskipta mun Seðlabankinn efna vikulega til uppboða á endurhverfum verðbréfasamningum og mun verða tilkynnt fyrirfram hvort um endurhverf verðbréfa kaup eða sölu verður að ræða. Seðlabankinn mun einnig ákveða hvort um verður að ræða verð- eða fastverðsuppboð. Í seinna tilfellinu er ávöxtun ákveðin fyrirfram af Seðlabanka en fjárhæðin ræðst af tilboðum þátttakenda í uppboðinu. Meginreglan verður fastverðsuppboð á endurhverfum verðbréfa kaupum en við sérstök skilyrði, svo sem þegar Seðlabankinn vill breyta stýrivöxtum eða mikið af lausafé er í lánakerfinu, koma aðrir möguleikar til álita.

Millibankamarkaðar í krónum var endurskipulagður

Eins og áður segir var eitt markmið framangreindra breytinga að örva þróun millibanka-

markaðar í krónum. Eldra fyrirkomulagið gerði það að verkum að öll miðlun lausafjár fór um Seðlabankann þar sem ávallt var hægt að eiga við hann endurhverf viðskipti, bæði verðbréfa kaup og -sölu. Takmörkun endurhverfra viðskipta við einn dag í viku hlaut að leiða til aukningar í millibankaviðskiptum.

Seðlabankinn hafði síðastliðinn vetur, ásamt þátttakendum á millibankamarkaðnum, undirbúið nýjar reglur um millibankamarkaðinn. Þessar nýju reglur tóku gildi þann 10. júní og átta lánastofnanir, fjórir viðskiptabankar, tveir sparisjóðir og tvö fyrirtæki sem teljast til annarra lánastofnana, eru þátttakendur á markaðnum.

Samkvæmt hinu nýju reglum ber markaðsaðilum að sýna opinberlega vaxtatilboð á millibankamarkaðnum í tiltekinn bindi- eða lánstíma. Að ósk annars markaðsaðila verður þátttakandi einnig að gefa bindandi vaxtatilboð vegna sömu bindi- eða lánstíma fyrir tiltekna lágmarksfjárhæðir. Seðlabankinn reiknar meðalvexti tilboða þátttakenda milli kl. 11.15 og 11.30 á hverjum viðskiptadegi og birtir útkomuna á sérstakri upplýsingasíðu í REUTERSkerfinu. Millibankavextirnir nefnast REIBOR og REIBID og eru hinir fyrri útlánsvextirnir. Upphaflega var bindi- eða lánstíminn sem í boði var einn dagur, vika og mánuður, en í byrjun ágúst bættist þriggja mánaða bindi- eða lánstími við. Nú er áformað að bjóða 6 mánaða inn- eða útlán frá byrjun nóvember og stefnt er að 12 mánaða bindi- eða lánstíma frá áramótum.

Viðskipti á millibankamarkaðnum hafa aukist stórlega í kjölfar þessara breytinga. Reyndar jukust viðskipti þegar í framhaldi af breytingunum 1. mars, en eftir að nýju reglurnar tóku gildi í byrjun júní hefur orðið enn frekari aukning.

II Alþjóðleg efnahagsmál

Undanfarið ár hefur ástand alþjóðlegra efnahagsmála breyst mjög til hins verra. Vonir voru bundnar við að gengis- og fjármálakreppan, sem hófst í Taílandi um mitt ár 1997, yrði einangrað fyrirbæri sem ekki skyggði verulega á annars óvenjuhagstæða stöðu efnahagsmála í heiminum og horfur voru taldar góðar á þróttmiklum hagvexti og líttli verðbólgu. Nú er hins vegar svo komið að veruleg hættu er talin á samdráttarskeiði. Þessi umskipti sjást greinilega í síðustu spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem nú gerir ráð fyrir 2% vexti heimsframleiðslunnar á yfirstandandi ári. Á sama tíma í fyrra spáði sjóðurinn 4,3% vexti. Spá sjóðsins um hagvöxt á komandi ári hefur einnig verið lækkuð verulega og spáir stofnunin nú einungis 2,5% hagvexti í heiminum á næsta ári, sem er 1,2 prósentustigi minna en stofnunin spáði í maí sl. Hagfræðingar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hafa gefið til kynna að jafnvel nýjasta og svartýnasta spá stofnunarinnar, sem

gerð var í september, kunni að reynast of bjart-sýn og hefur sjóðurinn hvatt til samhæfðrar slökunar í peningamálum um heim allan. Nýlegir atburðir á fjármálamörkuðum staðfesta að ástandið kunni að versna enn frekar áður en það tekur að batna á ný.

Lakari hagvaxtarhorfur í heiminum má að langmestu leyti að rekja til ástandsins í Asíu. Þar skiptir mestu máli að gert er ráð fyrir að landsframleiðsla Japans dragist saman um 2½% á þessu ári. Gert er ráð fyrir að landsframleiðsla í Taílandi, Malasíu, Indónesíu og Filipseyjum dragist saman um rúm 10%, sem er 7% meira en gert var ráð fyrir í maí. Ekki hefur viðsnúningur orðið minni í Rússlandi, þar sem gert er ráð fyrir 6% samdrætti á þessu ári og einnig því næsta, en í maí var enn reiknað með nokkrum hagvexti. Þótt Rússland vegi ekki þungt í heimsframleiðslunni hefur efnahagskreppan, sem þar geisar, haft töluverð áhrif á fjármagnsmarkaði og valdið

Tafla 1. Alþjóðleg hagþróun

	1994	1995	1996	1997	Áætlun 1998	Spá 1999
<i>Hagvöxtur, % á ári¹</i>						
Heimsframleiðsla	3,9	3,7	4,2	4,1	2,0	2,5
Evrópusambandið	2,9	2,5	1,7	2,7	2,9	2,5
Bandaríkin	3,5	2,3	3,4	3,9	3,5	2,0
Japan	0,6	1,5	3,9	0,8	-2,5	0,5
Próunarlönd	6,7	6,1	6,6	5,8	2,3	3,6
Asía nema Kína og Indland	6,7	7,5	6,6	3,8	-4,7	-
Umskiptaríki	-7,2	-1,5	-1,0	2,0	-0,2	-0,2
<i>Magnvöxtur heimsverslunar, % á ári</i>	9,3	9,5	6,7	9,7	3,7	4,6
<i>Verðbólga:²</i>						
Evrópusambandið	3,0	2,9	2,5	1,9	1,8	1,9
Bandaríkin	2,6	2,8	2,9	2,3	1,6	2,3
<i>Atvinnuleysi:</i>						
Evrópusambandið	11,6	11,2	11,3	11,0	10,3	10,0
Bandaríkin	6,1	5,6	5,4	4,9	4,5	4,8
<i>Jöfnuður hins opinbera, % af VLF³</i>						
Evrópusambandið	-5,7	-5,3	-4,2	-2,4	-1,9	-1,6
Bandaríkin	-2,7	-1,9	-0,9	0,2	1,1	1,2

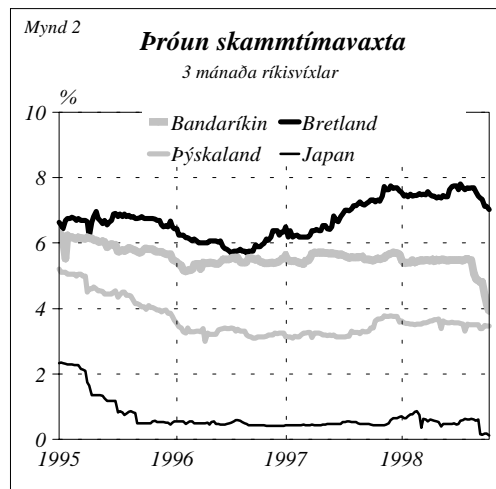
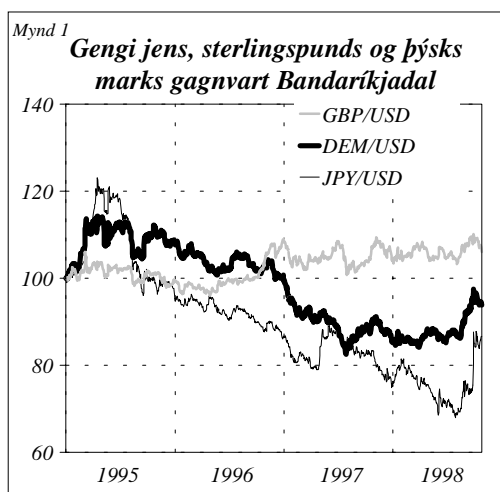
1. Raunbreyting landsframleiðslu á milli ára. 2. Vísitölur neysluverðs. 3. Hlutfall af vergri landsframleiðslu. Tekjujöfnuður hins opinbera; ríkis, sveitarfélaga og almannatrygginga.
Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

fjármagnsflóttu frá öðrum nýmarkaðsríkjum, t.d. í Rómönsku-Ameríku, sem kann að draga dilk á eftir sér ef framhald verður á.

Þótt kreppan í Asíu hafi haft umtalsverð áhrif á utanríkisviðskipti landa Vestur-Evrópu og Norður-Ameríku hefur hún ekki haft teljanleg áhrif á hagvöxt í þessum löndum, þar til nýlega. Útlit er fyrir að hagvöxtur í Bandaríkjunum og Evrópusambandinu verði síst minni á yfirstandandi ári en Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáði í maí, en útlitið fyrir 1999 hefur versnað lítillega. Ástæða þess að ekki er gert ráð fyrir meiri áhrifum á hagvöxt í Evrópu og Norður-Ameríku er að vöxtur innlendrar eftirspurnar í Bandaríkjunum hefur verið öflugur og innlend eftirspurn er tekin að vaxa á ný í flestum löndum Evrópusambandsins.

Asíukreppan tekur ómakið af seðlabönkum

Hefði kreppan í Asíu ekki komið til væri sennilega búið að hækka vexti umtalsvert í Bandaríkjunum til þess að halda aftur af aukinni innlendri eftirspurn. Aukin samkeppni frá Asíu hefur hamlað gegn hækkun verðlags innanlands. Innflutningsverð í Bandaríkjunum hefur t.d. lækkað um tæp 5% árið 1997 og mun líklega lækka álíka mikið á þessu ári. Framleiðsluverðlag hefur þess vegna farið lakkandi síðastliðin tvö ár og mun líklega lækka um 2% á yfirstandandi ári. Því má segja að kreppan í Asíu hafi leyst þann hagstjórnarvanda sem ella hefði þurft að leysa með hækkun vaxta.



Nú er jafnvel svo komið að hætta á samdrætti vegur þyngra en hætta á aukinni verðbólgu að mati bandaríska seðlabankans. Í septemberlok lækkaði bankinn helstu stýrivexti sína um 25 punkta og um annað eins um miðjan október, og eru þeir nú 5%. Seðlabankar í ýmsum jaðarlöndum Efnahags- og myntbandalagsins og Englandsbanki hafa einnig lækkað vexti. Þrátt fyrir að lítið svigrúm sé eftir á vinnu- markaði, telur bandaríski seðlabankinn þá ógn, sem stafar af hugsanlegum samdrætti, vega þyngra á vogaskálunum en þá hættu á vaxandi verðbólgu sem enn kann að vera fyrir hendi. Atvinnuleysi er einungis 4½% en virðist heldur á uppleið skv. nýjustu vísbendingum, enda sjást þess nokkur merki að hagvöxtur í Bandaríkjunum sé að hægja á sér. Vegna kreppunnar í Asíu mun viðskiptahalli Bandaríkjanna slá ný met og áframhaldandi kreppuástand á nýmarkaðssvæðum eykur enn á ójafnvægið. Halli á utanríkisviðskiptum lækkaði hagvöxt á öðrum ársfjórðungi 1998 um 2,5% á ársgrundvelli eða álíka mikið og nemur áhrifum minnkandi birgðasöfnunar. Án þessara tveggja þátta hefði hagvöxtur verið mjög mikill. Í skjóli hækkandi hlutabréfaverðs hafa heimilin á undanförunum árum haldið áfram að draga úr sparnaði sínum, sem á fyrsta fjórðungi ársins var hinn minnsti frá lokum síðari heimsstyrjaldarinnar. Tæpast á sparnaður heimilanna eftir að lækka öllu meira, allra síst eftir að botninn datt úr hlutabréfa-

markaðinum í september. „Leiðrétting“ á gengi hlutabréfa í Bandaríkjunum, sem var orðið óhóflega hátt, nemur nú u.þ.b. 20%. Líkur eru því á að dragi úr eftirspurn á næstu misserum.

Flótti frá hlutabréfamörkuðum og nýmörkuðum hefur þrýst skuldabréfavöxtum niður og í raun má segja að aðgerðir bandaríska seðlabankans geri ekki annað en staðfesta þær breytingar sem þegar hafa orðið á mörkuðum, því vextir 10 ára ríkisskuldabréfa lækkuðu um u.þ.b. 1% frá júlí til septemberloka og urðu um tíma lægri en vextir á skammtímabréfum. Slík umskipti vaxtarófsins hafa nær alltaf verið undanfari samdráttarskeiðs. Minnkandi verðbólga veldur því hins vegar að raunvextir hafa haldist nokkuð stöðugir. Síðustu vikur hafa vextir ríkisskuldabréfa rétt nokkuð af eftir dýfu septembermánaðar.

Batinn í Evrópu heldur áfram þótt hægi á útflutningi

Þrátt fyrir að efnahagsþróun í Asíu og víðar hafi bundið enda á öran vöxt útflutnings í flestum löndum Evrópusambandsins, hefur það ekki náð að kæfa batann í evrópsku efnahagslífi, þótt hann hafi orðið hægari fyrir vikið. Í Evrópusambandinu er nú gert ráð fyrir tæplega 3% hagvexti á yfirstandandi ári, en áhrif Asíu endurspeglast í heldur minni hagvexti á næsta ári. Líklegt er að dragi enn frekar úr aukningu útflutnings ESB-landa á næstunni, samfara því að innlend eftirspurn tekur til sín stærra hluta framleiðslunnar. Í Frakklandi hefur þegar hægt verulega á útflutningsaukningu, en á Ítalíu, þar sem innlend eftirspurn er enn veik, hefur útflutningur hins vegar verið nokkuð öflugur upp á síðkastið, þrátt fyrir samdrátt í Asíu. Í Evrópu hefur efnahagsþróunin í nýmarkaðsríkjum gert stjórnvöldum peningamála kleift að halda skammtímavöxtum lægri en ella væri mögulegt. Nú er talið líklegast að vextir Seðlabanka Evrópu (ECB) muni í byrjun verða því sem næst hinir sömu og vextir þýska seðlabankans, eða um 3,3%. Áður var gert ráð fyrir að vextir bankans myndu taka nokkurt mið af þörfum ýmissa jaðarlanda Efnahags- og myntbandalagsins, en þau hafa búið við mun meiri hagvöxt og hærri vexti en Frakkland og Þýskaland. Það

er því útlit fyrir að vextir muni lækka á evrusvæðinu að meðaltali þótt þeir haldist líklega því sem næst óbreyttir í kjarnaríkjum þess. Í Bretlandi eru efnahagsmál í allt annarri stöðu en á meginlandinu og hækkaði Englandsbanki vexti margsinnis á síðasta ári. Háir vextir og hátt gengi sterlingspundsins hafa dregið verulega úr hagvexti að undanfögnu og haldið verðbólgu í skefjum. Hinn 8. október sneri bankinn hins vegar við blaðinu og lækkaði vexti á ný um 25 punkta.

Hagvöxtur enn sterkur í ýmsum smærri ríkjum Evrópu þótt slegið hafi í bakseglin sums staðar

Nokkuð hefur dregið úr hagvexti í ýmsum öðrum ríkjum Evrópu, sem undanfarin ár hafa búið við mun meiri hagvöxt en Þýskaland og Frakkland. Hagvöxtur í þessum ríkjum er þó víðast hvar enn mikill og þörf á aðhaldssamri efnahagsstefnu. Írland býr eins og undanfarin ár við mestan hagvöxt Evrópuríkja og er enn spáð 8,6% hagvexti þar á yfirstandandi ári. Spáð er hagvexti nálægt 4% á Spáni, í Portúgal, Finnlandi, Lúxemburg og Hollandi. Í flestum öðrum smærri ríkjum Evrópu er reiknað með hagvexti nálægt 3%. Blikur eru þó á lofti í efnahagsmálum sumra þeirra. Hætta er talin á ofþenslu á Írlandi, sem engu að síður þarf að lækka vexti í árslok vegna þátttöku landsins í Efnahags- og myntbandalaginu. Í Noregi, sem á síðustu árum hefur glímt við tilhneingingu til ofþenslu, varð mikið gjaldeyrisústreymi síðla sumars og þurfti Noregsbanki að hækka útlánsvexti sína verulega eða í 10% til þess að stemma stigu við því og tryggja stöðugleika norsku krónunnar, sem þó dugði ekki til. Ástæða þrýstings á norsku krónuna er einkum samspil ofþenslu, lækkandi olíuverðs og óróleika á fjármálamörkuðum. Sænska krónan og sú danska hafa einnig orðið fyrir tímabundnum þrýstingi.

Kreppa á nýmarkaðssvæðum og undirliggjandi veikleikar í fjármálakerfinu valda óróleika á fjármagnsmörkuðum

Undanfarin ár hefur átt sér stað óvenjumikil hækkun á verði hlutabréfa víða um heim, ekki síst í Bandaríkjunum en einnig í Evrópu og á

Tafla 2 Hagvöxtur og verðþróun hlutabréfa og gengis

	<i>Hagvöxtur¹</i>		<i>Hlutabréfaverð²</i>		<i>Gengisþróun³</i>	
	1998	1999	<i>Janúar</i>	<i>Janúar</i>	<i>Janúar</i>	<i>Janúar</i>
			<i>1997- janúar</i>	<i>1998- október</i>	<i>1997- janúar</i>	<i>1998- október</i>
%		1998	1998	1998	1998	
Japan	-2,5	0,5	-13,2	-8,3	-11,2	14,0
Bretland	2,3	1,2	24,7	-4,4	-3,8	3,3
Þýskaland	2,6	2,5	44,9	11,5	-14,2	10,8
Bandaríkin	3,5	2,0	31,7	0,9	-	-
Indónesía	-15,0	-	-37,0	-31,8	-56,6	-30,6
Hong Kong	-5,0	0,0	-20,3	-26,5	-0,2	0,0
Malasía	-6,4	-	-52,0	-38,2	-34,9	2,1
Kórea	-7,0	-1,0	-38,3	-17,0	-49,7	27,8
Taifland	-8,0	-	-55,2	-31,7	-45,3	23,3

1. Spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í október. 2. Miðað við gengi hlutabréfa í byrjun mánaðar. 3. Miðað við gengi í byrjun mánaðar og síðast 20. október.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og Reuters.

ýmsum nýmarkaðssvæðum. Nokkru áður en gjaldeyris- og fjármálakreppa brast á í Asíu hafði hlutabréfaverð verið undir þrýstingi víða í álfunni, en í kjölfar gengisfellingar taflenska batsins hrundi verð hlutabréfa þar, þegar gífurlegt fjármagnsinnstreymi snerist upp í andhverfu sína. Um mitt yfirstandandi ár var meðalverð hlutabréfa í Asíu, metið í Bandaríkjadöllum, aðeins um þriðjungur þess sem það var á sama tíma í fyrra. Eftir gengislækkun Bandaríkjadals í september og október höfðu hlutabréf í sumum Asíuríkjum þó hækkað nokkuð í verði á ný. Hrunið í Asíu hafði skjót áhrif á verð hlutabréfa á öðrum nýmarkaðssvæðum og Japan, en gengi hlutabréfa í Bandaríkjunum og Evrópu hélt áfram að hækka frameftir sumri. Þegar leið fram á sumar tók þó að gæta aukins óróa og í ágúst lækkuðu hlutabréf skyndilega í verði, sem meðal annars má rekja til kreppuástands í Rússlandi og víðar. Í Bandaríkjunum hefur verð hlutabréfa lækkað um u.þ.b. 20% frá júlímánuði og hlutabréfaverð í Evrópu lækkaði í kjölfarið. Erfiðleikar fjármálafyrirtækisins Long Term Capital Management (LTCM), sem rambaði á barmi gjaldþrots, juku enn frekar á óróa á mörkuðum. Verðþróun hlutabréfa í Japan hefur það sem af er 10. áratugnum verið mjög á annan veg en í Bandaríkjunum. Frá byrjun áratugarins hefur verð hlutabréfa lækkað um u.þ.b. helming og hafa japönsk hlutabréf haldið áfram að lækka

á þessu ári. Fjármálakerfi Japans er mjög viðkvæmt fyrir verðlækkun hlutabréfa, og eykur þessi lækkun því enn frekar á vanda þess, sem þó var ærinn fyrir.

Nokkuð gott jafnvægi hefur verið í gengismálum Evrópuríkja í aðdraganda stofnunar Efnahags- og myntbandalagsins. Í maíbyrjun var innbyrðis skiptigengi gjaldmiðla landanna 11, sem taka þátt í myntbandalaginu frá upphafi, ákveðið, en það hefur stuðlað að stöðugleika þeirra á milli. Gengi Bandaríkjadals hefur styrkst verulega á undanförunum árum og um mitt sumar, áður en Bandaríkjadalur tók að veikjast á ný, hafði meðalgengi dalsins styrkst um u.þ.b. 20% frá árinu 1995, þegar hann var í nokkurri lægð, og raungengi hans hækkað enn meira. Styrkleiki Bandaríkjadals ásamt veikri stöðu jensins átti þátt í því að ýta undir spennu á gjaldeyrismörkuðum Asíuríkja í fyrra. Að baki sterkri stöðu Bandaríkjadals lá mikill hagvöxtur þar í landi, sem m.a. birtist í töluvert hærri skammtímavöxtum en á t.d. EMU svæðinu, að ekki sé talað um Japan. Veruleg lækkun á gengi Bandaríkjadals átti sér hins vegar stað í september og í októberbyrjun var gengi Bandaríkjadals u.þ.b. 8% lægra gagnvart þýsku marki en í ársbyrjun. Gengi japanska jensins hélt áfram á sömu braut lækkunar og það hefur farið frá árinu 1995 og lækkaði gengið tímabundið allt niður í 146 jen/dalur í ágúst. Síðan þá hefur gengi

jensins hins vegar hækkað um u.þ.b. fjórðung gagnvart Bandaríkjadal. Gengisþróun síðustu vikna hefur einkennst af miklum sveiflum og er hætt við að þær muni auka enn frekar á vanda fjármálakerfis heimsins.

Efnahagshorfur í heiminum ótryggari nú en um langt skeið

Efnahagsástand í heiminum er tvísýnna nú en verið hefur um langt árabil. Mikil óvissa ríkir um umfang vandans í fjármálakerfi Japans, en lausn hans er forsenda þess að hagvöxtur í Japan nái sér á skrið á nýjan leik. Erfiðleikar LTCM, sem beinlínis má rekja til sviptinga liðins árs, gefa vísbendingu um að fórnardýr sviptinga á fjármálamörkuðum eru ekki eingöngu í Asíu. Töluverðar líkur eru á að kreppan á nýmörkuðum breiðist enn frekar út. Kína og Rómanska-Ameríka hafa að undanfögnu verið undir miklum þrýstingi sökum almenns fjármagnsflóttas frá nýmarkaðssvæðum. Í Kína er fjármálakerfið í ógöngum og hefur hægt verulega á hagvexti þar. Í Brasilíu og Argentínu er raungengi líklega hærra en samræmist langtímajafnvægi og hefur Brasilía tapað verulegum hluta gjaldeyrisforða síns á undanfögnu vikum. Ýmis olíu- og

hrávöruútflutningsríki eru í vanda stödd sökum verðfalls á hrávöru. Má þar nefna lönd á borð við Chile, Venezuela og önnur olíuútflutningslönd. Enn sem komið er hafa hin þróðuð hagkerfi Norður-Ameríku og Vestur-Evrópu notið jákvæðra verðlagsáhrifa kreppunnar á nýmarkaðssvæðum á meðan innlend eftirspurn hefur mildað áhrifin á framleiðsluhlið. Miðunarleiðir kreppunnar eru hins vegar ekki bundnar við beinhörð utanríkisskipti, heldur gegnir fjármálakerfið þar mikilvægu hlutverki. Fjármálastofnanir í hinum þróaða hluta heimsins hafa þar til nýlega almennt verið taldar nokkuð vel staddar, en koma mun í ljós á næstu miss-erum hvernig þeim reidir af í þeirri ólgu sem nú gengur yfir. Ýmislegt bendir til þess að staða þeirra hafi veikst verulega að undanfögnu.

Í áratugi hefur verðbólga í heiminum ekki verið jafn lítil og nú. Jafnvel má telja mögulegt að verðhjöðnunarskeið sé framundan. Enn sem komið er birtist verðhjöðnunin einkum í utanríkisviðskiptum, hrávöru- og framleiðsluverðlagi. Framleiðsluverðlag hefur lækkað undanfarið ár í 12 af helstu iðnríkjum heims, t.d. um 2½% í Bandaríkjunum. Haldi þessi þróun áfram gæti þess farið gæta í auknum mæli í neysluverðlagi.

III. Innlend efnahagsþróun

Kröftug uppsveifla hefur einkennt innlenda efnahagsþróun á árinu eins og árin tvö á undan. Uppsveiflan hefur að mestu verið knúin áfram af innlendri eftirspurn, bæði aukinni einkaneyslu og fjármunamyndun, en ytri skilyrði hafa á heildina litið einnig verið hagstæð á árinu. Þótt fjárfestingaruppsveiflan sé að hluta til tíma-bundin, virðist flest benda til þess að öflugur hagvöxtur haldi áfram á komandi ári. Mikill vöxtur innlendrar eftirspurnar er nú þegar farinn að reyna mjög á þanþol þjóðarbúsins, t.d. hvað varðar möguleika innlands vinnumarkaðar til þess að anna aukinni eftirspurn, án þess að laun og verðlag hækki meira en æskilegt er frá langtímasjónarmiði. Mikil aukning á skuldum heimilanna þrátt fyrir mikla tekjuaukningu vekur einnig áhyggjur. Hingað til hafa merki um ójafnvægi hins vegar einkum birst í vaxandi halla á viðskiptum við útlönd, en tekist hefur að halda verðlagsþróun í jafnvægi með hjálp mjög hagstæðrar þróunar innflutningsverðs í erlendri mynt og með aðhaldssamri stefnu í peningamálum. Þegar fjárfesting í tengslum við stóriðju- og orkuframkvæmdir tekur að hjaðna á næsta ári dregur að vísu væntanlega úr halla á utanríkisviðskiptum, en hallinn verður þó áfram meiri en æskilegt getur talist. Hallinn, sem myndast hefur á viðskiptum við útlönd, endurspeglar því lítinn þjóðhagslegan sparnað, einn hinn minnsta á meðal OECD-ríkja. Við slíkar aðstæður er æskilegt að stjórnvöld leitist við að bæta afkomu hins opinbera af fremsta mætti. Þökkalega hefur tekist að halda í horfinu hvað ríkisfjármálin áhrærir. Batinn er þó minni á þessu og næsta ári en uppsveiflan gefur tilefni til, og að sama skapi minni en æskilegt væri við núverandi aðstæður.

Ytri skilyrði þjóðarbúsins hagstæð þrátt fyrir erfiðleika sums staðar á erlendum mörkuðum

Þótt samdráttar hafi gætt á nokkrum mikilvægum útflutningsmörkuðum Íslendinga á árinu, ekki síst í Japan, eru ytri skilyrði þjóðarbúsins í heild hagstæð um þessar mundir. Útflutningur, sem annars hefði farið á markaði þar

sem samdráttur er, hefur yfirleitt átt greiða leið inn á aðra markaði, án þess að það hafi leitt til verðlækkunar. Þvert á móti hefur verðlag sjávarafurða hækkað stöðugt frá því sumarið 1997. Þetta má þakka góðu ástandi á mörkuðum Vestur-Evrópu og Norður-Ameríku, auk þess sem Ísland nýtur smæðar sinnar á heimsmarkaði. Jafnframt því að íslenska þjóðarbúið hefur hagnast á hækkingu verði helstu útflutningsafurða hefur verðlag ýmiss innflutningsfarið lækkingu. Einkum hefur verðlag eldsneytis og annarrar hrávöru lækkað. Viðskiptakjör hafa því batnað mikið frá fyrra ári og reiknað er með u.þ.b. 5% bata fyrir árið í heild. Þá verðlækkunarhrinu, sem gengið hefur yfir hrávöru-markaðinn, má að nokkru leyti rekja til krepunnar í Asíu, þótt tilhneigingar til verðlækkunar hafi tekið að gæta fyrr. Íslenska þjóðarbúið hefur einnig orðið fyrir jákvæðum áhrifum vegna krepunnar í Asíu, að því marki sem rekja má lækkingu vaxta og léttari greiðslubyrði fyrir þjóðarbúið til hennar. Helsta auðlind þjóðarinnar, fiskistofnarnir, hefur einnig verið gjöful undanfarin misseri, þótt ekki eigi það við um alla stofna, og nýting fiskimiðanna hafi truflast vegna verkfalla. Þótt hin ytri skilyrði hafi verið hagstæð að undanförmu á heildina litið kunna áhrif krepunnar í Asíu og á ýmsum nýmörkuðum að verða meiri þegar fram líða stundir, einkum ef neikvæð áhrif á hagvöxt í Bandaríkjunum verða umtalsverð.

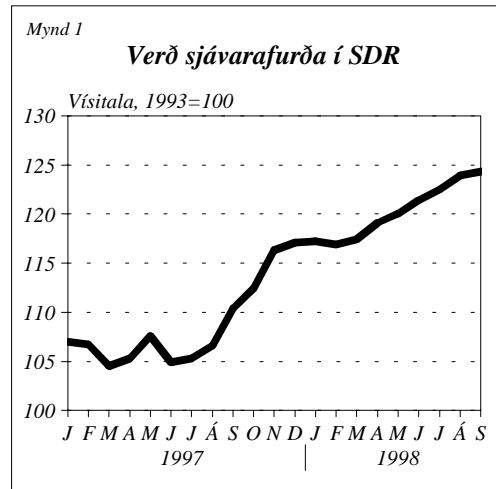
Skilyrði til sjávar virðast góð og einn helsti og arðbærasti nytjastofninn, þorsstofninn, hefur verið á stöðugri uppleið undanfarin ár. Eigi að síður varð heildaraflinn á síðastliðnu fiskveiðiári (1. september 1997 – 31. ágúst 1998) nokkru minni en fiskveiðiárið á undan, sem var metaflaár, eða 1,7 milljónir tonna nú samanborið við 2,1 milljón tonna í fyrra. Afslamdráttur var hins vegar einkum í verðminni tegundum. Þorskaflinn var t.d. á fyrstu 9 mánuðum þessa árs um 28 þús. tonnum meiri en á sama tíma í fyrra. Þetta, ásamt umtalsverðri hækkingu á verðlagi sjávarafurða, veldur því að verðmæti heildaraflans var um

13% meira fyrstu níu mánuði ársins en á sama tíma fyrir ári. Í nýrri þjóðhagsáætlun 1999 er gert ráð fyrir því að heildaraflinn á þessu ári verði nokkuð minni í tonnum talið en árið 1997 og að útflutningsframleiðsla sjávarafurða minnki að magni til um 2% en aukist um 6,6% að verðmæti. Mismunurinn stafar af hækkun meðalverðs sjávarafurða um 10–12% milli áranna 1997 og 1998.

Markaðsstaða íslenskra sjávarafurða er sterk um þessar mundir. Verðlag á sjávarafurðum í heild er nú með hæsta móti og verður að leita aftur til árunna 1990–91 til að finna álíka hátt verð. Flestar tegundir sjávarvöruframleiðslu hafa hækkað í verði án afláts frá miðju sumri 1997. Síðustu 14 mánuði hefur t.d. verð á frystum fiski hækkað um 15%, saltfiski um 25%, rækju um 8,5%, fiskimjöli um 18,5% og lýsi um rúm 44%. Í heild nam hækkunin 18% yfir tímabilið. Ástæður þessa háa verðlags eru bæði mikil spurn eftir nær öllu sjávarfangi og samdráttur í framboði mikilvægra tegunda. Þrátt fyrir verðhækkunar undanfarinna mánuða er raunverðlag sjávarafurða enn mun lægra en á fyrri verðlagstoppum árin 1986–87 og 1990–91 og virðist verðlagið nú vera í takt við almenna þróun neysluvöruverðs þegar til lengri tíma er litið.

Ekki er hægt að greina að verðhækkunarferlið sé á enda þótt nokkuð hafi hægt á því. Talið er að verðlag muni haldast hátt enn um sinn og verð á ýmsum mikilvægum afurðum eins og á freðfiski muni halda áfram að hækka nokkuð. Er þá gengið út frá áframhaldandi líflægri eftirspurn og lítilli eða engri aukningu framboðs, sem m.a. kemur fram í því að birgðir eru nú með minnsta móti og víða gætir skorts á fiskafurðum á helstu mörkuðum. Verð á bræðsluafurðum hefur hins vegar verið í sögulegu hámarki að undanfögnu og má því búast við að það muni nokkuð láta undan síga á næstu vikum og mánuðum. Gert er ráð fyrir að núverandi verðlag rækju og annars skelfisks muni lítið breytast á næstunni.

Þótt ekki virðist hafa dregið úr verðhækkunum svo umtalsvert sé eru blikur á lofti. Ef efnahagskreppan í Asíu og Rússlandi heldur áfram og breiðist út, gæti það leitt til svo mikils samdráttar í neyslu sjávarafurða í löndum sem efnahagskreppan nær til að framboð inn á aðra

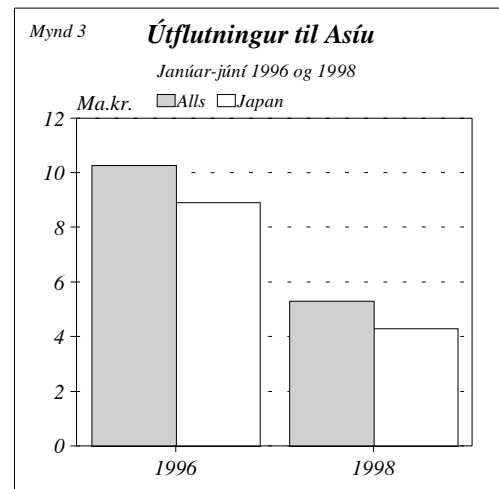
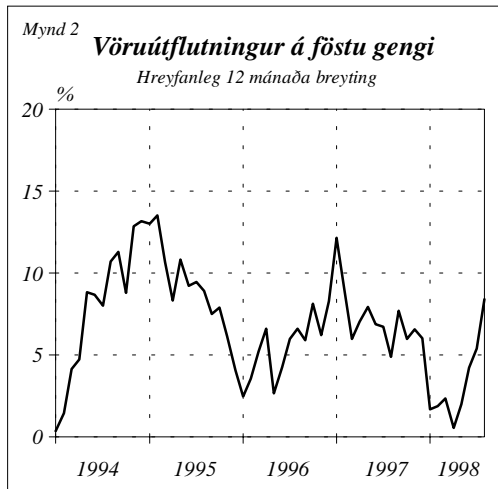


markaði aukist verulega og verð lækki þar einnig, jafnvel þótt ekki verði beinn samdráttur á þeim mörkuðum.

Vöruútflutningur dræmur fyrri hluta ársins en útflutningur þjónustu áfram í uppsveiflu

Góð skilyrði til sjávar og á erlendum mörkuðum ættu að öðru jöfnu að stuðla að örum vexti útflutnings. Sú hefur þó ekki orðið raunin í ár. Áætlað er að útflutningur sjávarafurða fyrstu 8 mánuði ársins hafi dregist saman um 4% að magni. Að nokkru leyti má rekja þennan samdrátt til verkfalls snemma á árinu en áhrif þess hafa þó að líkindum unnist upp að miklu leyti eftir því sem liðið hefur á árið. Þannig var verðmæti útflutnings í ágústmánuði t.d. einstaklega mikið, eða næstum þriðjungji meira en í fyrra. Vegna þess hve verðlag sjávarafurða hefur hækkað hefur verðmæti útfluttra sjávarafurða aukist um 4% fyrstu 8 mánuði ársins, þrátt fyrir magnsamdrátt.

Samdráttur hefur einnig orðið í útflutningi kísiljárns, auk þess sem verðlag þess hefur farið lækkandi. Hér gætir eflaust áhrifa kreppu á nýmörkuðum. Horfur um kísiljárnframleiðslu á næstu misserum eru einnig tvísýnar sökum yfirvofandi orkuskrorts. Áhrifa kreppunnar á nýmarkaðssvæðum gætir einnig í magnsamdrætti og í sumum tilfellum verðlækkunum á útflutningi rekstrar- og fjárfestingarvöru af ýmsu tagi, sem undanfarin ár hefur verið nokkur vaxtarbroddur í íslenskum útflutningi. Fram-



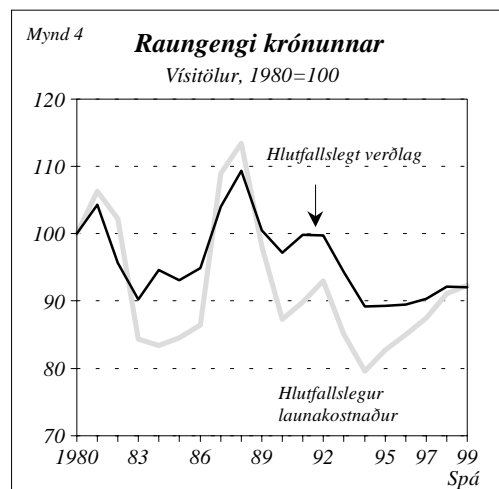
leiðsla og útflutningur á áli hafa hins vegar, eins og vænta mátti, vaxið verulega á árinu, eða um rúm 50% að magni, en á móti hefur verðlag á áli lækkað nokkuð. Í nýjstu spá sinni reiknar Þjóðhagsstofnun með 3,7% samdrætti vöruútflutnings á árinu 1998.

Tekjur af útfluttri þjónustu hafa vaxið mikið á árinu, eins og árin tvö á undan. Samkvæmt uppgjöri þjónustuviðskipta fyrir fyrri helming ársins jukust tekjur af útfluttri þjónustu um nær fimmtung. Þessa aukningu má að stórum hluta rekja til aukinna umsvifa í samgöngum, einkum leiguflogi. Vöxtur útfluttrar þjónustu veldur því að spáð er 1½% aukningu útflutnings í heild, þrátt fyrir að reiknað sé með töluverðum samdrætti í vöruútflutningi. Ekki getur það talist sérlega hagstæður árangur, en taka verður tillit til útflutnings flugvélar á árinu 1997 fyrir 2,7 ma.kr., sem skeykir samanburðinn.

Erfitt er að gera sér grein fyrir hve mikil áhrif kreppan á nýmarkaðssvæðum og samdráttur í Japan hafa haft á íslenskan útflutning. Eins og áður hefur komið frá þá er líklegt að útflutningur, sem ella hefði farið til Asíu, hafi átt nokkuð greiða leið inn á aðra markaði, þótt á því séu undantekningar. Útflutningur til Asíu hefur dregist mjög saman á tveimur síðustu árum. Fyrri helming ársins 1996 nam vöruútflutningur til Asíu u.þ.b. 16% alls útflutnings. Á sama tíma þessa árs hafði hlutfallið minnkað um helming. Hins vegar er ekki að merkja að dregið hafi úr komu farþega til landsins frá Asíu.

Afkoma fyrirtækja í sjávarútvegi almennt góð en lakari í iðnaði

Rekstrarumhverfi fyrirtækja hefur að mörgu leyti verið hagstætt á árinu. Einkum á það þó við um sjávarútveginn, sem hefur notið ört hækkandi afurðaverðs á erlendum mörkuðum og aukinna aflaheimilda. Einnig er ljóst að ýmis innflutt aðföng, t.d. eldsneyti, hafa lækkað í verði og vaxtakjör fyrirtækja hafa batnað. Á móti kemur að launakostnaður fyrirtækja eykst verulega á árinu eða um 9%. Hækkun á gengi íslensku krónunnar, sem var 1,9% hærra á tímabilinu janúar-júní á þessu ári en á sama tíma fyrir ári, þregdi einnig að ýmsum fyrirtækjum í útflutningi. Ætla má að raungengi krónunnar



miðað við laun muni verða að meðaltali rúmlega 4% hærra á þessu ári en í fyrra, en miðað við 1. fjórðung ársins 1997 nemur hækkunin tæplega 9%. Harðnandi verðsamkeppni hefur einnig ríkt á innlendum markaði að undanförunu, sem kann að koma fram í afkomu þeirra fyrirtækja sem þar keppa.

Hálfsársuppgjör þeirra 44 fyrirtækja, að undanskildum hlutabréfasjóðum, sem skráð voru á hlutabréfamarkaði á miðju ári, gefa til kynna góða afkomu þeirra á árinu. Velta þessara fyrirtækja var rúmlega 10% meiri í janúar-júní 1998 en sömu mánuði 1997, jókst úr 112,8 ma.kr. í 124,3 ma.kr. Afkoman batnaði hvort heldur er miðað við hagnað af reglulegri starfsemi eða hreinan hagnað. Hagnaður af reglulegri starfsemi jókst um rúmlega 21% og hreinn hagnaður um 5%. Afkoman virðist nú mun jafnari en áður. Staðalfrávik hagnaðar af reglulegri starfsemi sem hlutfall af veltu er 15,9%, en var 20,6% á fyrrihluta ársins 1997. Mun fleiri fyrirtæki sýndu aukinn hagnað á þessu ári en á sama tíma í fyrra, eða 26 fyrirtæki, en 18 fyrirtæki sýndu minni hagnað.

Góðærið í sjávarútveginum kemur glögglega fram í afkomutölum og efnahagsyfirlitum sjávarútvegsfyrirtækja á hlutabréfamarkaði. Þótt gera megi ráð fyrir að afkoma og efnahagur sjávarútvegsfyrirtækjanna 15, sem flest eru meðal stærri sjávarútvegsfyrirtækja landsins, sé nokkru betri en meðalafkoma fyrirtækja í greininni, hefur afkoma og efnahagur sjávarútvegsins greinilega batnað til muna frá fyrra ári. Útflutningsvelta nemur u.þ.b. 45–47% af heildarútflutningsveltu.

Hálfsársuppgjör fyrirtækjanna 15 sýna rúmlega fjórföldun hagnaðar af reglulegri starfsemi miðað við fyrri hluta árs 1997. Hreinn hagnaður jókst um tæplega 37%. Rekstrarafkoma (hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnsliði) sem hlutfall af veltu hækkaði úr 16,3% á fyrri hluta ársins 1997 í 18,4% á þessu ári. Hlutfall hagnaðar af reglulegri starfsemi fjórfaldaðist milli ára, úr 1,8% í fyrra í 7,5%, og hreinn hagnaður, sem var 5,8% á fyrri hluta liðins árs, hækkar í 8% nú. Bættur efnahagur sjávarútvegsfyrirtækjanna birtist einnig í hækkun eiginfjárlutfalls úr 36% í 37%.

Þessar niðurstöður gefa til kynna að sjávar-

Tafla 1. Helstu kennitölur rekstrar og efnahags fyrirtækja á hlutabréfamarkaði

	Jan.-júní 1997	Jan.-júní 1998	Breyting milli ára, %
Velta í ma.kr.	112.809	124.296	10,2
Hagn. af reglul. starfsemi .	2.189	2.656	21,3
Hreinn hagnaður	3.615	3.794	5,0
Eignir alls	303.302	331.620	9,3
Eigið fé	78.347	84.399	7,7
Veltufé frá rekstri	8.028	7.544	-6,0
Hagnaður af reglulegri starfsemi/velta	1,9%	2,1%	.
Hreinn hagnaður/velta	3,2%	3,1%	.

útvegsfyrirtæki hafi ekki aðeins notið hagstæðra ytri rekstrarskilyrða, heldur hafi þeim tekist að ná fram umtalsverðri hagræðingu og aukinni arðsemi fjármagns. Fjármagnskostnaður lækkar umtalsvert en það skýrist að hluta til af herra gengi krónunnar og kann að ganga að einhverju leyti til baka á síðari hluta ársins. Arðsemi fjármagns í rekstri (rekstrarhagnaður sem hlutfall af langtímalánum og eigin fé) hækkar á þessu ári, var 6,3% á liðnu ári en er um 7,2% á miðju þessu ári.

Nú eru alls 11 iðnaðarfyrirtæki skráð á hlutabréfamarkaði, og eru þau í hópi stærri og öflugri fyrirtækja á sínu sviði. Nær öll þessi fyrirtæki eru annaðhvort í útflutningi eða í mikilli samkeppni við erlenda aðila á innanlandsmarkaði. Því skiptir samkeppnisstaðan í formi raungengis og framleiðslukostnaðar mjög miklu um afkomu þeirra. Rekstrarafkoman (rekstrarhagnaður fyrir afskriftir og vexti) versnaði um 14% milli fyrri árshelminga 1997 og 1998. Verri rekstrarafkomu má að miklu leyti rekja til hækkunar launakostnaðar, en launaliðurinn hækkaði um 12% milli tímabila og hlutfallslega hækkaði þessi liður úr 22% af veltu í 25%. Svo virðist sem hækkun launakostnaðar hafi aðeins að takmörkuðu leyti verið velt út í verðlagið. Hins vegar er ljóst að þessum fyrirtækjum hefur tekist að ná fram nokkrum sparnaði í öðrum rekstrarliðum en launum og efniskostaði. Hlutfall hagnaðar af reglulegri starfsemi af veltu minnkaði um rúmlega þriðjung, úr 7,2% á fyrri hluta árs 1997 í 4,7% á sama tíma á þessu ári. Auknar óreglulegar tekjur, aðallega

söluhagnaður og tekjur dótturfyrirtækja, höfðu hins vegar þau áhrif að hreinn hagnaður eftir skatta og óreglulega liði stendur í stað milli ára, bæði í krónum talið og sem hlutfall af veltu.

Af framansögðu má draga þá ályktun að staða atvinnuveganna sé tiltölulega góð um þessar mundir. Ljóst er þó, að afkoman er mun betri í sjávarútvegi en í öðrum atvinnugreinum, og endurspeglast það í minni lækkun vísitölu sjávarútvegshlutabréfa á VPI frá áramótum 1997/98 en vísitölu iðnaðar og framleiðslu.

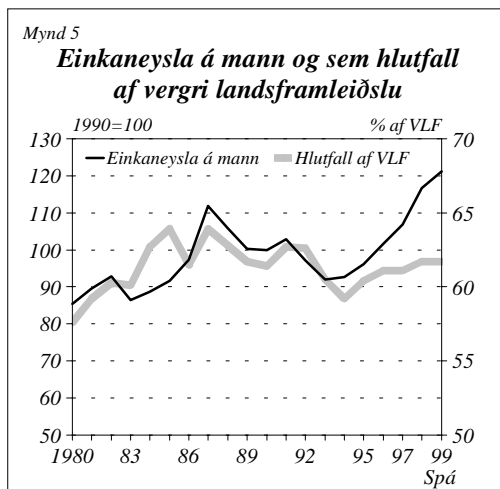
Heimilin auka einkaneyslu umfram ráðstöfunartekjur og bæta við skuldir sínar

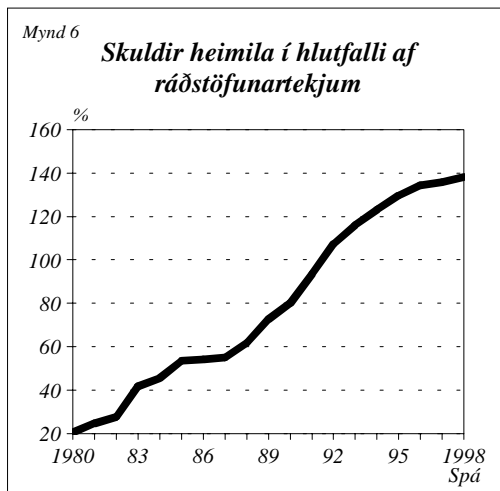
Á stöðnunartímabilinu frá 1988 til 1993 dróst vöxtur einkaneyslu nokkuð aftur úr aukningu landsframleiðslu og þar sem hagvöxtur var nánast enginn á þessu tímabili lækkaði einkaneysla á mann, eins og sést á meðfylgjandi mynd. Að nokkru leyti var hér um að ræða leiðréttingu á óraunhæfri aukinni einkaneyslu á árinu 1987 en það ár einkenndist af ofþenslu og aukningu þjóðarútgjalda langt umfram það sem innstæða var fyrir. Þær þrengingar, sem voru í þjóðarbúskapnum á þessum árum, skipta þó meira máli. Í ljósi aðstæðna mátti búast við því að einkaneysla ykist á ný þegar þjóðarbúskapurinn rétti úr kútnum. Hins vegar var þörf á að einkaneyslan næði ekki sama hlutfalli af landsframleiðslu og á árunum 1986–87 þar sem framlag hins opinbera til þjóðhagslegs sparnaðar hefur minnkað verulega síðan þá og því hætta á

að þjóðhagslegur sparnaður yrði of lítill. Einkaneysla sem hlutfall af landsframleiðslu hefur hækkað nokkuð frá þeirri tímabundnu lægð sem hún fór í árið 1994 og er áætlað að hlutfallið verði u.þ.b. 61,7% í ár eða svipað og árið 1989. Þar sem hagvöxtur hefur verið umtalsverður hefur einkaneysla á mann hækkað verulega og er á þessu ári komin rúmlega 4% umfram fyrra sögulegt hámark á árinu 1987.

Vöxtur einkaneyslu hefur verið mjög kröftugur undanfarin tvö ár, eða 6,4% 1996 og 6% 1997. Hann má að verulegu leyti rekja til aukinna ráðstöfunartekna í framhaldi af kjarasamningum á árinu 1995 og á árinu 1997. Vöxtur einkaneyslu árin 1995 og 1996 var þó meiri en nam aukningu kaupmáttar ráðstöfunartekna (að meðtalinni fólksfjölgun) þessi ár og því voru heimilin að draga úr sparnaði af samtímatekjum. Það virðist fyrst og fremst skýrast af því að heimilin hafa endurmetið neyslugetu sína og kjöreign á varanlegum neysluvörum, þ.m.t. bifreiðum, ekki einungis á grundvelli aukningar ráðstöfunartekna sem þegar hefur átt sér stað heldur einnig á grundvelli bjartari horfa í þjóðarbúskapnum á komandi árum og væntinga um enn frekari kaupmáttarbata.

Á yfirstandandi ári spáir Þjóðhagsstofnun því að einkaneysla muni vaxa um 10% og verður að fara aftur til ársins 1987 til að finna samjöfnuð. Meginskyring þessa mikla vaxtar er mikil aukning kaupmáttar ráðstöfunartekna. Það er þó ekki fullnægjandi skýring, þar sem áætlað er að kaupmáttur ráðstöfunartekna muni í heild aukast um nær 9%. Það er því ljóst að heimilin eru enn að endurmeta neyslustig og eign á varanlegum neyslumunum til hækunar í ljósi væntinga um bjartar horfur á næstu árum. Af þessum sökum hafa heimilin aukið skuldir sínar enn á þessu ári, bæði í hlutfalli við ráðstöfunartekjur og áætlaðar eignir (að frátöldum lífeyriseignum). Þannig er áætlað að skuldir heimilanna muni aukast um 43 ma.kr. á þessu ári eða um 9½% að raungildi, sem er lítill meira en á árinu 1997 og heldur meira en næstu fjögur ár þar á undan. Þessi skuldaaukning fer auðvitað að töluverðu leyti til að fjármagna fjárfestingu heimilanna í íbúðarhúsnæði, bifreiðum og öðrum eignum. Eigi að síður er áætlað að skuldir heimilanna hækki nokkuð sem hlutfall af





eignum án lífeyrissjóða og verði um 43½% samanborið við 41% 1996. Við þessa tölu verður þó að gera þann fyrirvara að ekki eru taldar með eignir heimilanna í hlutabréfum og lausafjármunum en á móti kemur að aðrar fjáreignir þeirra kunna að vera ofmetnar. Sem hlutfall af ráðstöfunartekjum er áætlað að skuldir heimilanna muni nema rúmlega 138% í ár en þær fóru yfir 130% 1996, sbr. mynd 6. Greiðslubyrði hefur ekki aukist allra síðustu ár sem þessu nemur þar sem nú fást lengri lán en áður og langtímavextir hafa lækkað á undanförunum misserum.

Fjárfesting í íbúðarhúsnæði er talin munu vaxa annað árið í röð um u.þ.b. 5%, en að teknu tilliti til afskrifta eykst hrein eign heimila í íbúðarhúsnæði um 1,3%. Þriðja árið í röð er áætlað að bifreiðaeign aukist umtalsvert eða um 13½% að raungildi og verður að fara aftur til ársins 1987 til að finna meiri aukningu, en þá nam hún 29%. Samtals eykst raunverðmæti bifreiðaeignar landsmanna um nærri þriðjung á árunum 1995–1998. Þá aukningu verður hins vegar að setja í sambengi við rýrnun bifreiðaflotans um nær 12% á árunum 1989–1994 og umtalsverða hækkun meðalaldurs bifreiða.

Þjóðhagsstofnun spáir því að kaupmáttur ráðstöfunartekna á næsta ári muni aukast um 5½%, eða um 4½% á mann að teknu tilliti til mannfjöldaspár. Spáð er heldur minni vexti einkaneyslu, eða 5%. Það felur í sér lítið eitt meiri sparnaðarhneigð heimilanna. Þar með er

ekki sagt að skuldir heimilanna sem hlutfall af ráðstöfunartekjum muni lækka þar sem spáð er að fjárfesting í íbúðarhúsnæði aukist heldur meira en í ár, eða um 7%. Nokkur hækkun raunverðs fasteigna að undanförunu gæti bent til aukinnar fjárfestingar í íbúðarhúsnæði á næstunni. Auk þess munu heimilin halda áfram að byggja upp hlutabréfa- og fjáreign sína. Þessar spár eru auðvitað háðar mikilli óvissu, sérstaklega spáin um vöxt einkaneyslu. Í þjóðhagsáætlun, sem lögð var fram í október 1997, var spáð að einkaneysla ykist um 5% árið 1998, eða nokkru minna en kaupmáttur ráðstöfunartekna í heild. Í ljósi þróunar síðustu ára og vilja og getu heimilanna til að bæta við skuldir sínar verður þó að telja óvíst að sparnaðarhneigð aukist með þessum hætti á næsta ári. Á móti kemur að ótryggar horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum, og hugsanleg áhrif þeirra hér á landi, gætu dregið úr bjartsýni heimilanna.

Afgangur á ríkissjóði 1998 og 1999

Afkoma ríkissjóðs 1998 stefnir nú í að verða mun betri en ráð var fyrir gert í fjárlögum 1998. Þau voru samþykkt með örlitlum afgangi á rekstrargrunni sem er ný og ítarlegri framsetning fjárlaga en áður hefur tíðkast. Breytt framsetning gerir samanburð á milli ára venju fremur erfiðan. Í töflu 2 hefur hins vegar verið gerð tilraun til að leiðrétta fyrir óreglulegum tekjum og gjöldum, eins og sérlegum lífeyrissfærslum á árunum 1998 og 1999. Samkvæmt töflunni stefnir grunnafkoma ríkissjóðs í ár í 9,8 ma.kr. afgang á móti 2,4 ma.kr. skv. fjárlögum. Opinbera afkomuspáin er hins vegar 2,8 ma.kr. afgangur á rekstrargrunni 1998. Lánsfjárafgangur stefnir í tæplega 15 ma.kr. í stað tæplega 3 ma.kr. afgangsskv. fjárlögum. Ef aðeins er litið til lánsfjárafangs án eignasölu, og litið á hann sem svigrúm eða álag ríkisfjármála á lánamarkaðinn, ætti svigrúmið að nema 8 ma.kr. skv. áætlun 1998, í stað 5,2 ma.kr. skv. fjárlögum ársins, sbr. línu 9 í töflu 2. Þennan árangur má fyrst og fremst þakka efnahagsuppsveiflunni sem hefur stóraukið skatttekjur ríkisins á öllum sviðum en á móti kemur að eignasala er talin muni skila um milljarði minna en áætlað var.

Fjárlagafrumvarp fyrir árið 1999 er lagt fram með 1,9 ma.kr. tekjuafgangi á rekstrargrunni.

Tafla 2. Yfirlit ríkissfjármála 1996 - 1999

Ma.kr. á verðlagi hvers tíma

	Greiddslugrunnur			Rekstrargrunnur		
	1996	1997	Lög'98	Lög'98	Áætl.98	Frumv.99
1. Tekjur.....	127,7	132,0	140,6	168,1	178,0	181,1
2. Gjöld	129,6	126,8	136,9	165,7	168,2	173,7
3. Afgangur	-1,9	5,2	3,7	2,4	9,8	7,4
4. Liðir án greiðslna og bakfærð eignasala	-0,2	-0,6	-2,7	1,7	2,5	1,3
5. Viðskiptareikningar nettó.....	0,0	0,0	-2,3	-5,3	-2,3	-1,1
6. Handbært fé úr rekstri (án eignasölu)	-2,1	4,6	-1,2	-1,2	9,9	7,6
7. Innheimtar afborganir umfram veitt lán.....	-0,5	-1,8	-3,4	-3,4	-1,4	1,4
8. Hlutfjár- og stofnfjárframlög, (- er útstreymi)	-0,2	-0,1	-0,6	-0,6	-0,6	-0,9
9. Hrein lánsfjárbörf fyrir eignasölu	2,9	-2,7	5,2	5,2	-8,0	-8,0
10. Sala hlutabréfa og eignarhluta	0,2	0,6	7,7	7,7	6,7	7,0
11. Hrein lánsfjárbörf eftir eignasölu	2,6	-3,4	-2,6	-2,6	-14,7	-15,0

Út eru teknir fyrirframvextir af spariskirteinum 1996-7 og sérlegar líffeyrisgreiðslur 98-9, tekjur hækkaðar vegna bókhaldsbreytinga 1998.

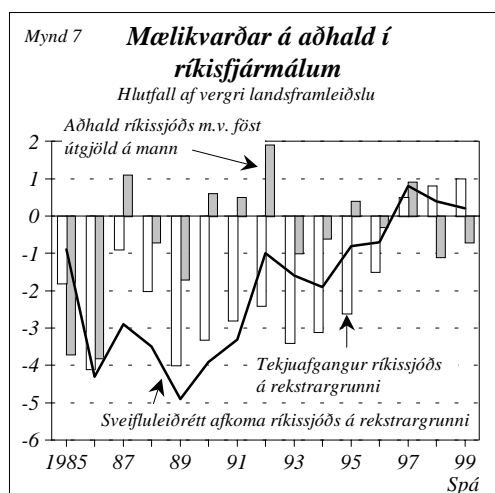
En þegar leiðrétt hefur verið fyrir sérlegum líffeyrisgjöldum nemur afgangurinn 7,4 ma.kr., sem er heldur minni afgangur en búist er við í ár, reiknað með sama hætti. Þegar allt er talið á lánsfjárafgangur að nema 15 ma.kr. á árinu 1999 og verða þannig svipaður og á árinu 1998. Lánsfjárafgangur án eignasölu er áætlaður að verði hins vegar 8 ma.kr., eða svipaður og í ár. Gangi það eftir er ríkissjóður enn að auka svigrúm annarra aðila á fjármagnsmarkaði og þar með að stuðla að lægri vöxtum að öðru óbreyttu.

Bætt afkoma ríkissjóðs 1998 og 1999 minni en hagsveiflan gefur tilefni til

Góða afkomu ríkissjóðs á þessu ári – þegar tímabundinni færslu vegna líffeyrismála er sleppt – verður að skoða í ljósi efnahagsástandsins. Á mynd 7 er sýnd afkoma ríkissjóðs, eins og hún er að mati Þjóðhagsstofnunar, ásamt tveimur mismunandi mælikvörðum á hve mikið af bættri afkomu síðustu ára er af völdum góðærisins. Í fyrsta lagi er sýndur mælikvarði sem kalla má aðhaldsátak ríkissfjármála. Aðhaldsmælikvarðinn miðast við þá grunnkröfu að þegar ekki eru gerðar sérstakar breytingar séu tekjur ríkisins fast hlutfall af landsframleiðslu en útgjöld hækki sem nemur verðlagi landsframleiðslu og mannfjölgun. Mælt á þennan kvarða sést að talsverð herðing var í ríkissfjármálum 1992, þegar hallinn á ríkissjóði dróst saman þrátt fyrir verulegan samdrátt í efnahagslífinu, en herðing er líka sýnd 1995 og þó heldur meiri 1997.

Batnandi afkoma samkvæmt spá 1998 og fjárlagafrumvarpi 1999 er hins vegar minni en ætlast er til á þennan mælikvarða, og því er sýnt neikvætt átak eða slökun á myndinni.

Hinn mælikvarðann, sem sýndur er, má kalla hagsveifluleiðréttan tekjuafgang. Þá er reynt að meta hvort landsframleiðsla er fyrir ofan eða neðan það sem kalla mætti eðlilega framleiðslugetu, en svarar í rauninni til tiltölulega sléttis hagvaxtarferils sem framlengdur er til framtíðar samkvæmt gefnum forsendum. Hér er stuðst við hagvaxtardæmið sem sýnt er í fjárlagafrumvarpinu og það framlengt nokkur ár í viðbót með 2,5% hagvexti. Síðan er reynt að áætla hver afkoma ríkissjóðs hefði verið ef hagvöxtur hefði



fylgt slétta ferlinum í stað raunveruleikans og er mismunurinn hin sveifluleiðrétta afkoma. Á mynd 7 sést að bati á sveifluleiðréttri afkomu fer yfirleitt saman við herðingu skv. fyrri mælikvarðanum og að sveifluleiðréttur afgangur minnkar í ár og á næsta ári eftir samfelldan bata frá árinu 1995. Þá sjást vísbendingar um að þrátt fyrir lítills háttar afkomubata, sem spáð er á þessu ári og því næsta, veikist sveifluleiðrétta afkoman frá því sem hún var 1997.

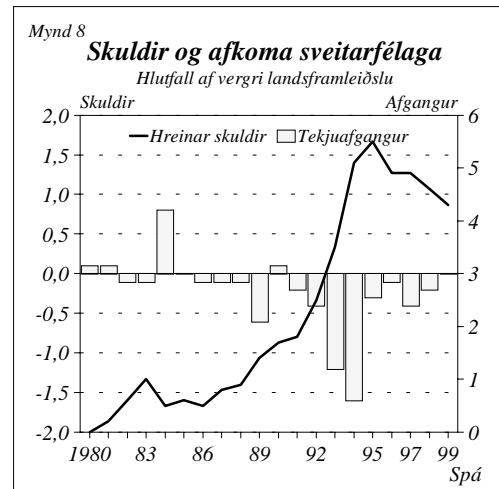
Skuldir ríkissjóðs lækka verulega og svigrúm skapast á lánsfjármarkaði

Ljóst er að lánsfjárafgangur af þeirri stærð, sem nú er á ríkissjóði, gefur verulegt svigrúm á lánsfjármarkaði og ágæt skilyrði til sölu hlutabréfa. Svigrúm til hlutabréfasölu fer þó talsvert eftir því hve stórum hluta þeirrar fjárhæðar sem fer til uppgreiðslu skulda (14,7 ma.kr. í ár og 15 ma.kr. árið 1999) er varið til uppgreiðslu erlendra en ekki innlendra skulda. Eftir því sem endurgreiðslurnar verða meiri á innlendum skuldum ríkissjóðs verður auðveldara fyrir fjármagnsmarkaðinn að taka við eignunum sem selja á, en að sama skapi verða aðhaldsáhrif minni, sem og þrýstingurinn sem heldur uppi vöxtum.

Samkvæmt áætlunum Þjóðhagsstofnunar munu vergar skuldir ríkissjóðs lækka úr 241½ ma.kr. í árslok 1997 í um 218 ma.kr. í árslok 1999, eða úr 46% af VLF í 35% og verður þá lækkandi vaxtabyrðar væntanlega farið að gæta í reikningum ríkissjóðs. Hreinar skuldir lækka á sama tíma enn meira eða um 27 ma.kr. að nafnvirði, úr 32½% af landsframleiðslu í um 23%.

Afkoma sveitarfélaga hlutfallslega mun verri en ríkissjóðs

Afkoma sveitarfélaganna í landinu virðist hafa versnað talsvert á síðasta ári og halli hafa aukist úr 0,5 ma.kr. 1996 í rúma 2 ma.kr. 1997 skv. mati Þjóðhagsstofnunar, og er talinn minnka í um 1½ ma.kr. á þessu ári. Áætlun Seðlabankans frá í sumar gerði ráð fyrir heldur lakari útkomu bæði árin, en munurinn er innan skekkjumarka og breytingar milli ára svipaðar. Fjárhagur sveitarfélaganna er í öðrum og varasamari farvegi um þessar mundir en fjárhagur ríkissjóðs og halli 3–4% af tekjum. Myndi það svara til

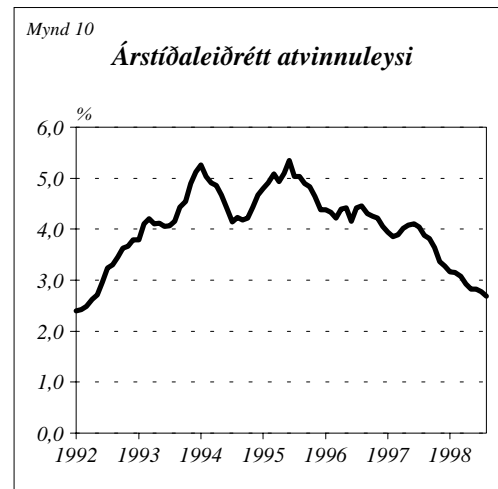
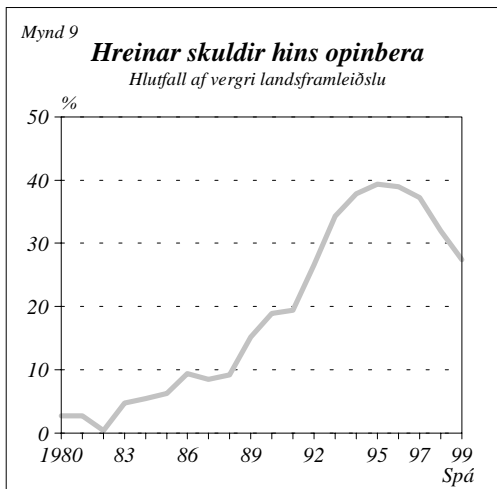


5–7 ma.kr. halla hjá ríkissjóði. Umsvif sveitarfélaganna jukust verulega á árunum 1996 og 1997, þegar þau tóku að fullu við rekstri grunnskólanna. Heildarútgjöld jukust þá úr rúmum 8% af landsframleiðslu í tæp 10%, en eru talin aukast heldur hægar en landsframleiðsla á þessu ári og hinu næsta.

Að hluta skýrist verri hagur sveitarfélaga en ríkis af minni góðærisáhrifum. Útvarstekjur eru fast hlutfall af skattstofni, en tekjuskattur er hlutfall af tekjum umfram skattleysismörk. Athygli vakti að við nýafstaðna álagningu skatta vegna tekna á árinu 1997 skiptist eftirtekjan því sem næst að jöfnu milli ríkis og sveitarfélaga, en jaðaráhrifin eru harla ólík. Af hverri krónu, sem tekjur umfram skattleysismörk hækka, fær ríkið 27,4 auro en sveitarfélögin 11,6. Lítið er vitað um fyrirætlanir sveitarfélaganna á næsta ári, en Þjóðhagsstofnun gerir ráð fyrir að hagur þeirra batni nokkuð og hallinn hverfi að mestu.

Afgangur á rekstri hins opinbera í heild og skuldir lækka

Til opinbera geirans teljast ríki, sveitarfélög og almannatryggingar, sem hér á landi fá allar tekjur sínar að heita má frá ríkinu. Rekstur opinbera geirans í heild skilaði afgangi í fyrra sem nemur um 0,15% af landsframleiðslu og er það fyrsta skipti síðan 1984 að afgangur mælist. Er talið að afkoman batni í 0,6% af VLF á þessu ári og 0,9% á því næsta. Eins og tekið er fram hér að framan hefur sérlegum lífeyrisútgjöldum



ríkissjóðs á þessu ári og næsta verið sleppt í þessu uppgjöri. Þar sem talsverður tilflutningur hefur orðið á verkefnum milli ríkis og sveitarfélaga gefa reikningar hins opinbera í heild betri mynd af þróun og umsvifum en reikningar einstakra hluta. Tekjur hins opinbera hafa verið á bilinu 36–38% af landsframleiðslu þennan áratug, en útgjöld lækkað úr um 40% af landsframleiðslu í upphafi áratugarins niður í um 36% í ár og niður undir 35% á næsta ári ef svo heldur sem horfir. Skuldir hins opinbera fóru hæst í tæp 59% af landsframleiðslu vergar og rúm 39% hreinar í árslok 1995. Vergar skuldir eru taldar lækka í um 47% í árslok 1998 og í um 41% í lok næsta árs. Hreinar skuldir eru taldar stefna í 32% af landsframleiðslu í lok þessa árs og 27½% í árslok 1999.

Atvinnuleysi fer ört lakkandi

Hagvöxtur undanfarinna ára hefur leitt til þess að dregið hefur verulega úr atvinnuleysi frá því að það náði hámarki árið 1995 og skv. nýjustu þjóðhagsspá mun atvinnuleysi lækka enn frekar á næsta ári, þó hægar en verið hefur. Óvíst er hve lengi atvinnuleysi getur haldið áfram að lækka, án þess að verðlagsstöðugleika til lengri tíma sé ógnað. Víða um heim hefur verið lagt nokkuð upp úr mælikvörðum á atvinnuleysisstíg stöðugrar verðbólgu (ASV e. non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU), þ.e.a.s. það stig atvinnuleysis sem samræmist stöðugri verðbólgu. Tilraunir til hliðstæðra at-

hugana hérlendis gefa ekki nægilega örugga vísendingu um hvert þetta jafnvægisstig sé á Íslandi, auk þess sem reynsla síðustu ára erlendis hefur ýtt undir efasemdir um hvort sú aðferðarfræði, sem beitt er við mat á ASV, gefi nægilega áreiðanlegar niðurstöður. Því verður ekki fullyrt hér hvert sé það lágmark atvinnuleysis sem samrýmist stöðugu verðlagi. Óhætt er þó að slá því föstu, í ljósi þess hve atvinnuleysi hefur minnkað mikið á undanförunum misserum, að nauðsynlegt er að vera vel á verði og fylgjast með þrýstingi sem kann að skapast á vinnumarkaði.

Frá árinu 1995 hefur vinnuafleiftirspurn aukist um 6,3%, en framboð á vinnuafli um 4,7%. Á árinu 1998 spáir Þjóðhagsstofnun að spurn eftir vinnuafli aukist um 1,8% en framboð um 1,1%. Heldur meiri munur er á aukningu framboðs og eftirspurnar nú en árin á undan. Atvinnuleysi sem hlutfall af mannafla minnkar því hraðar en undanfarin ár og stefnir í 2,9% á árinu 1998, en var 3,9% árið 1997. Atvinnuleysi í ágúst sl. var 2,2%, sem er hið minnsta í þeim mánuði síðan 1991¹.

Þegar atvinnuleysi minnkar jafnhvort og gerst hefur á síðustu misserum reynir mjög á sveigjanleika vinnumarkaðarins, því naumur tími gefst til aðlögunar. Hve lítið atvinnuleysi getur orðið án þess að stöðugleika sé ógnað ræðst mjög af samspili sveigjanleika og hraða breytinga. Sé vinnumarkaður sveigjanlegur er auðveldara að fylla þau störf sem skapast í

uppsveiflu. Margt hefur áhrif á sveigjanleikann, svo sem búsetuskilyrði, hversu opinn vinnu- markaðurinn er gagnvart útlöndum, aldurs- þróun, menntakerfi, sérhæfing vinnuafls, félags- leg og lagaleg umgjörð o.s.frv. Í alþjóðlegum samanburði verður íslenskur vinnu- markaður líklega að teljast fremur sveigjanlegur, þrátt fyrir fjarlægð frá öðrum löndum. Að sumu leyti hefur sveigjanleiki markaðarins aukist undan- farin ár, einkum hvað varðar hreyfanleika vinnuafls milli landa.

Innflutningur vinnuafls leysir úr vinnu- aflsskortri í einstökum greinum

Ekki liggja fyrir nægilega ítarlegar upplýsingar um atvinnuleysi eða skort á vinnuafli í ein- stökum atvinnugreinum. Þó er vitað um skort í einstökum greinum, t.d. í tækni- og tölvu- greinum. Miklar framkvæmdir vegna stórra fjár- festingarverkefna leiddu einnig til meiri eftir- spurnar vinnuafls í ákveðnum iðngreinum en innlendir vinnu- markaður gat annað. Vinnuafls- skorti í einstökum greinum hefur verið mætt með innflutningi vinnuafls, auk þess sem draga fer úr framkvæmdum á næsta ári. Líkt og undan- farin ár hefur umframeftirspurn í fiskvinnslu einnig verið mætt með innflutningi vinnuafls og flest ný atvinnuleyfi eru gefin út þess vegna. Á árinu 1997 voru veitt 1.560 atvinnuleyfi sem er rúmlega 300 leyfum fleira en árið á undan. Á fyrstu átta mánuðum þessa árs voru veitt 1.240 atvinnuleyfi og þar af 808 ný tímabundin leyfi. Þetta er u.þ.b. 400 leyfum meira en á sama tíma í fyrra. Lögheimilisflutningar til landsins hafa einnig aukist. Á síðasta ári fluttu fleiri til lands- ins en frá því í fyrsta sinn síðan 1991. Fleiri er- lendir ríkisborgarar fluttu til landsins á árinu 1997 en íslenskir. Það sem af er árinu hafa 309 fleiri einstaklingar flutt til landsins en frá því. Þessar tölur sýna glögglega að alþjóðlegur

1. Þessar tölur byggja á upplýsingum frá vinnu- miðlunum sveitarfélaga. Hagstofa Íslands kannar einnig stöðuna á vinnu- markaði tvisvar sinnum á ári. Í apríl sl. mældist atvinnuleysi í þeirri könnun 3,1%. Í fimm könnunum þar á undan var atvinnuleysi nokkuð stöðugt um 3,8% og má því greina örar minnkandi atvinnuleysi einnig í þessum könnunum.

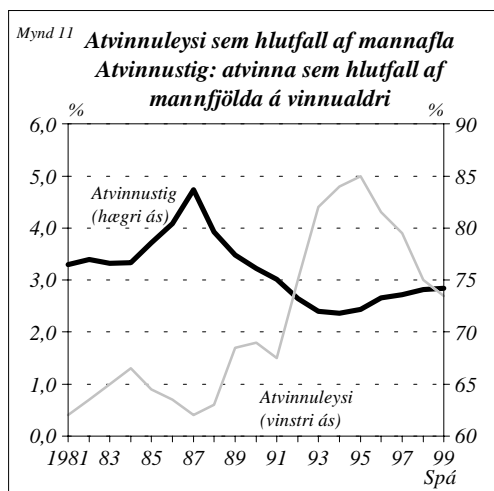
2. Atvinnuþátttaka samkvæmt vinnu- markaðskönnun Hagstofunnar var um 81% á síðasta ári og svipuð í síðustu könnun. Tölurnar eru ekki sam- bærilegar við þær sem byggðar eru á öðrum heimildum. Í vinnu- markaðskönnuninni telst þátttakandi á vinnu- markaði hver sá sem vinnur meira en eina klukkustund í viðmiðunarviku, að viðbættum þeim sem eru í atvinnuleit.

hreyfanleiki vinnuafls er farinn að skipta veru- legu máli. Lauslega má áætla að nettóflutningur vinnuafls til landsins mæti u.þ.b. fimmtungi þeirrar eftirspurnaraukningar vinnuafls sem gert er ráð fyrir að verði á milli árána 1997 og 1998.

Sveigjanleg atvinnuþátttaka og kerfislægt atvinnuleysi

Atvinnuleysishlutfallið eitt og sér er ekki ein- hlítur mælikvarði á þann sveigjanleika sem vinnu- markaðurinn býr yfir hverju sinni. Á sam- dráttartímum hverfur að jafnaði ákveðinn hluti mannfjölda á vinnu- aldri af vinnu- markaði, en kemur til baka þegar betur árar. Atvinnuþátttaka er hér skilgreind sem hlutfall vinnandi af mannfjölda á vinnu- aldri. Hlutfall vinnandi náði lág- marki á árinu 1994 og var þá 71,8%. Hlutfallið hefur smám saman færst upp á við og er nú um 74% og þarf að fara aftur til ársins 1991 til að finna herra hlutfall. Því fer þó fjarri að átt hafi sér stað neitt stökk í atvinnuþátttöku, eins og mynd 11 ber með sér. Atvinnuþátttaka er enn töluvert minni en hún var á síðari hluta 9. ára- tugarins, jafnvel þótt skattlausu árinu 1987 sé sleppt í samanburðinum². Þetta gæti bent til þess að aukið framboð vinnuafls geti enn mætt nokkru meiri eftirspurn, án þess að jafnvægi fari úr böndum. Hugsanlegt er þó að dregið hafi úr atvinnuþátttöku til langframa sökum lengri skólagöngu og breyttrar aldurs- samsetningar á síðustu 10 árum.

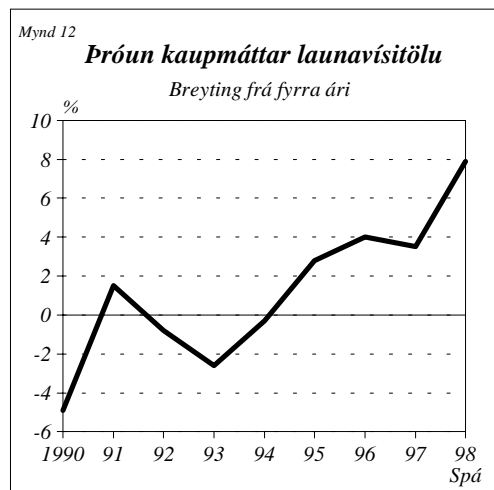
Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi er um þessar mundir komið niður undir 2½%. Margt bendir



til að það geti ekki minnkað frekar án sérstakra kerfisbreytinga. Ef það minnkaði enn hlyti það að leiða til raunverulegrar umframeftirspurnar eftir vinnuafli með tilheyrandi launaskriði. Atvinnuleysið nú er því að verulegu leyti kerfisbundið. Það birtist m.a. í ójafnri dreifingu þess á milli landshluta, kynja og aldurshópa. Það birtist einnig í vaxandi langtímaatvinnuleysi. Atvinnuleysi af þessu tagi á sér ekki rætur í ónógri eftirspurn í hagkerfinu í heild heldur í kerfislægum vandamálum af ýmsu tagi. Í þessu ljósi má draga þá ályktun að aukinni vinnuaflseftirspurn samfara hagvexti næstu missera verði að mæta með auknu framboði vinnuafls en muni ekki gerast með minnkun atvinnuleysis. Nýjustu könnun Þjóðhagsstofnunar á atvinnuástandi má þó túlka sem svo að eftirspurn vinnuafls muni ekki aukast eins hratt á næstu mánuðum og mánuðina á undan.

Kaupmáttaraukning meiri en í öðrum OECD-ríkjum

Kjarasamningarnir, sem gerðir voru á síðasta ári og gilda flestir til ársins 2000, fólu í sér mun meiri hækkun launa en í viðskiptalöndum, eftir langt tímabil hnígandi kaupmáttar. Milli árana 1996 og 1997 hækkaði launavísitalan um 5,4%, sem jafngildir 3,5% kaupmáttaraukningu. Laun á almennum markaði hækkuðu þá 1% umfram laun opinberra starfsmanna og bankamanna, en á fyrri helmingi yfirstandandi árs hefur því verið öfugt farið. Áætlað er að hækkun launavísitölu á milli árana 1997 og 1998 verði 9,5%, sem jafngildir 7,9% kaupmáttaraukningu. Á næsta ári munu laun hækka u.þ.b. 5½% og verður það þriðja árið sem laun og kaupmáttur á Íslandi hækkar umtalsvert umfram laun og kaupmátt í viðskiptalöndunum. Kaupmáttaraukningin er töluvert meiri á þessu ári en reiknað var með við gerð kjarasamninga, sökum minni verðhækkana en þá var vænst, en nánar er greint frá því í 5. kafla. Að auki gerir lækkun tekjuskattshlutfalls um 1,9 prósentustig og hækkun skattleysismarkna um 2,5% það að verkum að kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann eykst meira en ella. Á móti er gert ráð fyrir lækkun bótatekna á árinu. Á yfirstandandi ári reiknar Þjóðhagsstofnun með 8% hækkun kaupmáttar ráðstöfunartekna. Gangi þær spár eftir mun kaupmáttur ráðstöfunartekna á mann hækka um 19% á tímabilinu



1996–1999, eða 3,5% meira en kaupmáttur launa. Um næstu áramót lækkar tekjuskattshlutfallið enn um 1 prósentustig, og skattleysismörk hækka um 2,5%.

Gildandi kjarasamningar ættu að tryggja þokkalegan stöðugleika á vinnumarkaði fram til ársins 2000. Til þessa hefur ekki gætt mikils launaskriðs á almennum vinnumarkaði. Hins vegar hafa ýmsir hópar opinberra starfsmanna náð fram töluverðum kjarabótum umfram laun á almennum vinnumarkaði. Í ýmsum tilvikum kunna að vera gild rök fyrir breytingum á hlutfallslegum launum einstakra hópa. Mikil hækkun á launum þeirra umfram aðra gæti eigi að síður dregið dilk á eftir sér og ýtt undir launaskrið á meðal annarra launþega. Einnig er nokkur hætta á að mikil röskun launaaafstæðna hvetji til óhóflegra og óraunhæfra væntinga um almennar launahækkningar við gerð næstu kjarasamninga.

Í kjarasamningunum voru launakerfi starfsmanna ríkisins tekin til endurskoðunar og yfirvinnugreiðslur færðar inn í taxa. Leiddi það til þess að vægi fastra launa jókst. Framkvæmd og útfærsla kjarasamninganna var færð til stofnana, en þau takmörk sett að nýja launakerfið leiddi að hámarki til 2% hækkunar. Á almennum markaði voru tilteknir þættir starfskjara settir inn í vinnustaðasamninga. Þessar breytingar eru að langmestu leyti gengnar yfir og áhrif þeirra komin fram í launavísitölu þessa árs.

Þegar ójafnvægi skapast á vinnumarkaði þannig að framboð annar ekki eftirspurn aukast líkur á launaskriði, þ.e. launahækkunum á

Tafla 3. Helstu þjóðhagsstærðir

Árlegar magnbreytingar í %

	1996	1997	Spá	Spá í	Spá í	Spá
			okt. '97	mars '98	okt. '98		1999
			1998	1998	1998	
Einkaneysla.....	6,4	6,0	5,0	5,5	10,0	5,0
Samneysla.....	1,0	2,6	3,0	3,0	3,0	3,0
Fjármunamyndun.....	26,5	11,2	1,3	11,6	27,3	-10,3
Þjóðarútgjöld.....	7,5	5,4	3,9	6,1	12,8	1,5
Útflutningur vöru og þjónustu.....	10,0	5,6	4,6	3,1	1,5	8,5
Innflutningur vöru og þjónustu.....	16,6	8,5	5,9	7,2	22,6	0,0
Verg landsframleiðsla.....	5,6	4,4	3,5	4,6	5,2	4,6
Þjóðartekjur.....	4,7	5,2	3,7	4,7	7,1	4,1
Viðskiptajöfnuður, hlutfall af VLF.....	-1,7	-1,6	-3,4	-2,9	-6,6	-4,0

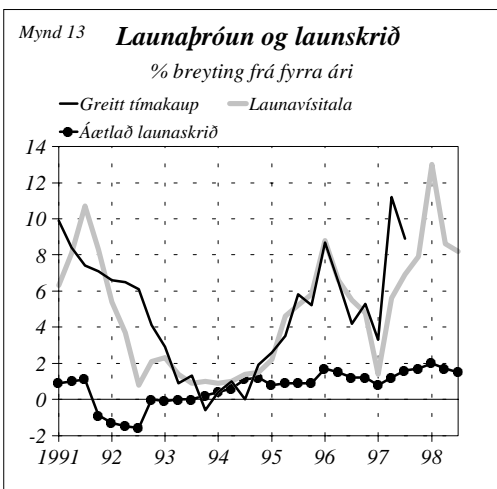
Heimild: Þjóðhagsstofnun.

almennum vinnumarkaði umfram samningsbundin laun. Seðlabankinn reynir að leggja mat á launaskrið með því að bera saman eigið mat á launaþróun á almennum vinnumarkaði skv. kjarasamningum og þróun samsvarandi þáttar launavísitölu. Á þennan mælikvarða var launaskrið árin 1996 og 1997 tæplega 1½% en verður að líkindum lítið eitt herra á yfirstandandi ári. Nokkur óvissa er hins vegar um túlkun mismunarins, og hugsanlegt að einhver hluti hans stafi af vanmati á kjarasamningum fremur en raunverulegu launaskriði. Hitt er annað mál að mikið launaskrið er e.t.v. ekki líklegt í kjölfar kjarasamninga sem fela í sér jafnmikla kaupmáttaraukningu og varð á síðasta ári. Spenna á vinnumarkaðnum hefur hingað til komið einna skýr-

ast fram í opinbera geiranum, þar sem ákveðnar starfsstéttir hafa knúið fram umtalsverðar launahækkanir umfram þær sem samið var um í kjarasamningum. Ekki er tekið tillit til þessara breytinga í fyrrgreindu mati á launaskriði, enda hafa þær ekki mikil bein verðlagsáhrif. Óvíst er í hve miklum mæli aðrar starfsstéttir munu fylgja fordæmi kennara, hjúkrunarfræðinga og fleiri stétta sem náð hafa fram kjarabótum, en þessi þróun mála eykur vissulega hættuna á að jafnvægi á vinnumarkaði raskist alvarlega.

Öflugur hagvöxtur keyrður áfram af fjárfestingu og einkaneyslu

Árið 1998 verður þriðja ár mjög öflugs hagvaxtar og Þjóðhagsstofnun spáir að 1999 verði það fjórða. Hagvöxtur í ár verður 5,2% en 4,6% á því næsta, skv. spánni. Hagvöxturinn í ár er einkum drifinn áfram af mikilli aukningu fjármunamyndunar sem eykst í heild um 27,3% og einkaneyslu, sem eykst um 10%, eins og fram hefur komið. Mikil aukning í þessum liðum skilar sér síðan í mikilli aukningu þjóðarútgjalda, eða um nærri 13%. Fara verður aftur til ársins 1987 til að finna meiri vöxt þjóðarútgjalda á einu ári, en þá var hann 15,7%. Framlag utanríkisviðskipta er hins vegar neikvætt á þessu ári, þar sem útflutningur vex aðeins 1½% á sama tíma og innflutningur vex um nærri 23% að magni. Á næsta ári er spáð 10% samdrætti fjárfestingar, að einkaneysla aukist um 5% og að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verði jákvætt. Tafla 3 gefur yfirlit um þróun helstu



Þjóðhagsstærða 1996 til 1999 samkvæmt spám Þjóðhagsstofnunar. Þar kemur glögg fram hversu erfiðlega gekk að spá fyrir um þróunina á þessu ári. Þar stingur helst í augu að aukning einkaneyslu er tvöfalt meiri en spáð var í október í fyrra, og mikill munur er á spá og núverandi áætlun um fjármunamyndun (1,3% á móti 27,3%) og innflutning (5,9% á móti 22,6%).

Fjárfestingarbylgja leiðir til mestu aukningu þjóðarútgjalda í 11 ár

Fjármunamyndun atvinnuvega stendur á bak við langstærstan hluta þeirrar auknu fjármunamyndunar sem áætlað er að verði á árinu, eða 27 af 30 ma.kr. aukningu. Hátt í þriðjung þess vaxtar, sem verið hefur í fjármunamyndun atvinnuvega, má rekja til virkunarframkvæmda og rafveitna, en mikil fjárfesting hefur einnig verið í samgöngum, sjávarútvegi og byggingu verslunar- og skrifstofuhúsnæðis. Fjárfesting heimilanna í íbúðarhúsnæði og fjárfesting hins opinbera hefur hins vegar aukist nokkurn veginn í takt við landsframleiðslu.

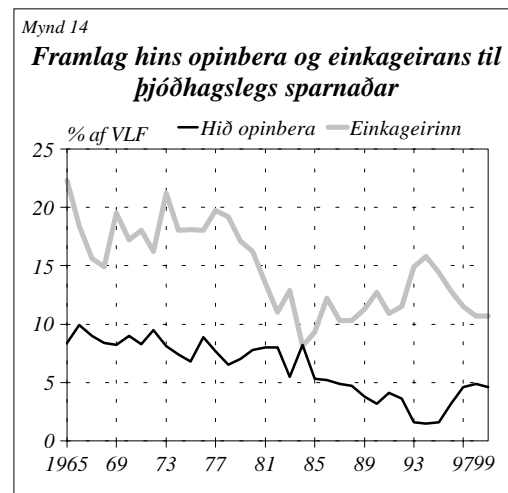
Þessi mikla aukning fjárfestingar skýrir að miklu leyti innflutningsbylgjuna sem riðið hefur yfir þjóðarbúið á árinu. Af 25 ma.kr. vexti innflutnings fyrstu 8 mánuði ársins, miðað við sama tíma í fyrra, skýrir aukinn innflutningur fjárfestingarvöru tæplega helming (þar af nam verðmæti innfluttrar flugvélar 3,5 ma.kr.), en aukinn innflutningur neysluvöru fimmtung og innflutningur rekstrarvöru u.þ.b. þriðjung. Að magni jókst innflutningur fjárfestingarvöru um 48% á tímabilinu. Tæplega þriðjungs magnaukning innflutnings rekstrarvöru er einnig athyglisverð. Hún skýrist að miklu leyti af auknum hráefnainnflutningi til álframleiðslu, sem svo gott sem át upp allar tekjur af auknum álútflutningi. Þessi þróun mun væntanlega ganga til baka á næstunni þegar hráefnabirgðahald nýju álbræðslunnar hefur náð kjörstöðu. Einnig hefur innflutningur hráefna til fiskvinnslu aukist mikið frá fyrra ári eða um 1,8 ma.kr.

Samkvæmt áætlun Þjóðhagsstofnunar munu þjóðarútgjöld aukast um 12,8% á yfirstandandi ári. Fara þarf aftur til ársins 1987 til þess að finna viðlíka aukningu þjóðarútgjalda á einu ári.

Slíkt ætti að vera áhyggjuefni, enda var árið 1987 tímabil mikillar ofþenslu í þjóðarbúskapnum. Það ár var þó hlutur einkaneyslu og neyslu hins opinbera töluvert ríkari þáttur í uppsveiflunni en nú er.

Viðskiptahalli er helsta vandamál hagstjórnar

Viðskiptahallinn er alvarlegasti veikleikinn í stöðu þjóðarbúsins um þessar mundir. Spáð er að hallinn verði nærri 40 ma.kr. í ár eða sem nemur 6,6% af landsframleiðslu. Hluta þessa halla má skýra með tímabundnum þáttum eins og stóriðjufjárfestingu, flugvéla kaupum og aðlögun eignar á bifreiðum og varanlegum neysluvörum að herra væntu framtíðartekjustigi heimilanna. Áætlanir, byggðar annars vegar á beinu mati á þessum þáttum og hins vegar á framreikningi til ársins 2003, benda hins vegar til þess að um sé að ræða undirliggjandi halla sem nemur um 3% af landsframleiðslu, eða um 17 ma.kr. á ári. Þetta gefur skýra vísbendingu um að hinn undirliggjandi vandi sé ónógur þjóðhagslegur sparnaður enda er gert ráð fyrir að hann verði við sögulegt lágmark í ár og á næsta ári, eða rétt rúm 15% af landsframleiðslu. Árið 1999 er gert ráð fyrir að viðskiptahallinn muni nema um 4% af landsframleiðslu. Það er hins vegar háð því að aukning þjóðarútgjalda verði aðeins 1½% og að innflutningur standi í stað. Mikil umskipti þurfa að verða á næstu mánuðum ef það á að ganga eftir.



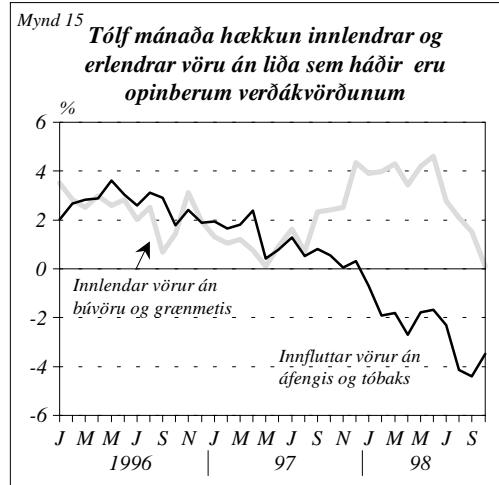
Verðbólga minni á árinu en spáð var

Útlit er fyrir að verðbólga á þessu ári verði lægri en á því síðasta. Frá október 1997 til október 1998 hækkaði verðlag um 0,9%. Í október spáði Seðlabankinn að neysluverðlag muni hækka um 1,6% milli árána 1997 og 1998, mælt sem breyting milli ársmeðaltala neysluverðs-vísitölunnar, en aðeins um 0,6% miðað við breytingu frá upphafi til loka ársins. Ástæða minni verðbólgu yfir árið en milli ára er verðhjöðnun á seinni hluta ársins sem stafar að mestu leyti af árstíðabundnum þáttum. Þetta er ámóta mikil verðbólga og í helstu viðskiptalöndunum, en þar er að meðaltali gert ráð fyrir 1,5% hækkun milli ársmeðaltala.

Meginskýringar hagstæðrar verðlagsþróunar eru aukin innlend framleiðni vinnuafis, sem áætlað er að vaxi að meðaltali um 3,5% á þessu ári, gengishækkun íslensku krónunnar og lækkun á erlendu verðlagi. Í september sl. hafði innflutningsvegið gengi krónunnar styrkst um rúmlega 1% á síðustu 12 mánuðum og samtals um tæplega 4% á síðustu tveimur árum. Hækkun krónunnar olli því að verð innfluttra vara, mælt í innlendri mynt, lækkaði töluvert. Mynd 15 sýnir þessa þróun glögglega.

Í kjölfar batnandi viðskiptakjara og hækkandi raunlauna má búast við því að hinn innlendi þáttur verðvísitölunnar hækki umfram erlendan þátt hennar á meðan hagkerfið aðlagast nýju jafnvægi. Á þessu ári hækkaði verð innlestrar vöru þó nokkuð en verð innfluttrar vöru lækkaði töluvert. Þegar lengra dregur í aðlögunarferlinu má hins vegar búast við því að dragi saman milli innlenda og erlenda verðþáttarins, eins og sést á mynd 15. Dregið hefur smám saman úr 12 mánaða hækkun innlenda verðþáttarins og var hún aðeins um 0,2% (innlendar vörur án búvöru og grænmetis) í október frá sama tíma á síðasta ári. Á sama tíma lækkuðu innfluttar vörur (án áfengis og tóbaks) um 3,3%. Samkvæmt upplýsingum OECD má ætla að innflutningsvegið verðlag mælt í erlendri mynt muni lækka á þessu ári um 1,6% frá síðasta ári.

Lækkun á verði innfluttrar vöru hefur ekki aðeins bein áhrif til lækkunar neysluverðs-vísitölu. Hún hefur einnig óbein áhrif með því að auka samkeppnisþrýsting á framleiðendur innlestrar samkeppnisvöru, sem aftur veldur minnkandi smásöluálagi og þannig verðlækkun



á innlendum samkeppnisvörum. Samanburður á þróun innflutningsverðs og verðþróun innfluttrar vöru í vísitölu neysluverðs fyrstu 8 mánuði yfirstandandi árs og í fyrra bendir þó fremur til lækkunar smásöluálags innfluttrar vöru, ef frá er talið bensín, og hækkunar álags á innlenda vöru. Það er þó ekki ósamrýmanlegt þeirri verðþróun sem myndin að ofan lýsir, enda endurspeglar samanburðurinn einkum verðþróun á síðari hluta ársins 1997 og fyrstu mánuðum yfirstandandi árs. Greinilega hefur hins vegar gætt aukins aðhalds í verðþróun innlestrar vöru síðari hluta yfirstandandi árs, því innlendar þáttur vísitölu neysluverðs var nánast óbreyttur í hálf ári til október sl. Fyrirvara verður hins vegar að gera um áreiðanleika þeirra verðmælinga sem liggja að baki framangreindum samanburði, auk þess sem ekki er hægt að greina á milli þess hluta innlestrar verðhækkunar sem fer til framleiðanda og hins er fellur dreifingaraðila í skaut. Sérstaka athygli vekur að fob verð bensíns lækkaði um 19,3% á fyrrgreindu tímabili en smásöluverð lækkaði aðeins um 1,4% í vísitölunni. Að einhverju leyti skýrist þetta af hækkun veggjalds í ágúst 1997 og aftur um miðjan júní. Beinn samanburður á innkaupsverði bensíns í íslenskum krónum að viðbættum opinberum gjöldum og útsöluverði sýnir hins vegar að munur útsöluverðs og þessa kostnaðarverðs var meiri á þessu ári en í fyrra. Hlutdeild kostnaðar og álagningar olíufélganna hefur því aukist.

Tafla 4. Verðbólguþá (í %)

	<i>Spáð breyting</i>	<i>Ársfjórðungs breyting á ársgrundv.</i>	<i>Árs- breyting</i>
1998: 1	0,4	1,6	2,1
1998: 2	0,7	2,7	2,2
1998: 3	-0,4	-1,5	1,1
1998: 4	0,2	0,7	0,9
1999: 1	0,3	1,3	0,8
1999: 2	0,5	2,2	0,7
1999: 3	0,7	3,0	1,8
1999: 4	0,4	1,7	2,0

	<i>Breyting á milli ára</i>	<i>Breyting jan.-jan., %</i>
1997	1,8	2,2
1998	1,6	0,6
1999	1,3	2,0

Ath. Spá er skyggð.

Verðbólga verður áfram lág næstu misseri en ofpensla gæti grafið undan langtímastöðugleika

Í júlí sl. spáði Seðlabankinn 0,4% verðlagshækkun milli annars og þriðja fjórðungs þessa árs. Reyndin varð hins vegar að verðlag lækkaði um 0,4%. Hér var því um verulega ofspá að ræða sem orsakaðist af lækkun á vísitölunni í ágúst. Tafla 4 sýnir verðbólguþá Seðlabankans fram til ársloka 1999. Eins og áður hefur komið fram spáði Seðlabankinn í október sl. 1,6% verðbólgu milli ársmeðaltala 1997 og 1998 og 0,6% yfir árið. Á næsta ári er spáð 1,3% verðbólgu milli ára og 2,0% verðbólgu yfir árið. Gert er ráð fyrir að laun hækki um 3,7% skv. kjarasamningum í janúar næstkomandi og launaskrið á næsta ári verði 2%. Á móti kemur að gert er ráð fyrir rúmlega 2½% framleiðni-aukningu vinnuafls. Launakostnaður á framleidda einingu ætti því að hækka um u.þ.b. 3% milli ára. Spáin gerði ráð fyrir að gengi krónunnar héldist stöðugt og að erlent verðlag hækkaði um 1% í erlendri mynt. Forsendur spárinnar varðandi stöðugt gengi hafa þegar raskast þar sem gengi krónunnar var þann 4. nóvember sl. orðið nærri 1½% lægra en miðað var við í spánni.

Ýmsir óvissuþættir eru í verðlagsspánni að vanda. Uppsveifla er í þjóðarþúinu þriðja árið í röð og innlend sem erlend reynsla benda til þess

að áhrif eftirspurnarþenslu á verðlag komi yfirleitt ekki fram fyrr en á síðari stigum uppsveiflunnar. Undirliggjandi viðskiptahalli, sem er um 3% af landsframleiðslu eins og nú horfir en gæti orðið meiri ef ytri skilyrði versna, er annar óvissuþáttur. Takist ekki að draga úr þessum halla á næstunni, getur hann veikt tiltrú markaðsaðila á íslenska hagkerfinu og grafið undan fastgengisstefnunni og langtímastöðugleika.

Verðbólguvæntingar markaðsaðila og heimila hafa nálgast verðbólguþá Seðlabankans

Mikilvæg vísibending um verðbólguvæntingar markaðsaðila fæst með því að bera saman vexti á óverðtryggðum og verðtryggðum ríkisskuldabréfum. Munurinn á kaupkröfu á um tveggja ára ríkisbréfum og spariskírteinum bendir til þess að verðbólguvæntingar markaðsaðila séu nokkru hærri en spá Seðlabankans um verðlagsþróun á næsta ári. Vaxtamunurinn var 16. október sl. u.þ.b. 2½%, sem felur í sér verðbólguvæntingar og áhættuálag yfir um tveggja ára tímabil. Þetta er nokkur lækkun frá síðasta ári þegar vaxtamunurinn var um og yfir 3%. Vegna þess að vaxtamunurinn felur í sér óþekkt áhættuálag, gefur hann aðeins til kynna efri mörk verðbólguvæntinga markaðarins. Þær eru því líklega einhvers staðar á bilinu 2–2½. Það er heldur hærra en spáð verðlagshækkun milli ára á næsta ári en svipað og spáð er yfir árið og samrýmist einnig lauslegu mati á verðlagshorfunum ársins 2000.

Aðra vísibendingu um verðbólguvæntingar á næstu árum má lesa úr úrtakskönnunum um verðbólguvæntingar almennings sem Seðlabankinn hefur staðið fyrir. Í september á síðasta ári virtist almenningur búast við um 3% verðbólgu að meðaltali, sem er töluvert umfram mældu verðbólgu. Þessar væntingar hafa greinilega lækkað frá því í fyrra því í september í ár reiknaði fólk með um 2½% verðbólgu að meðaltali næstu 12 mánuði og miðtalan var 2%. Þetta er aftur í þokkalegu samræmi við verðbólguþá Seðlabankans fyrir næsta ár. Það er ljóst af framansögðu að trúverðugleiki markmiðs peningastefnunnar um lága verðbólgu hefur aukist umtalsvert að undanfögnu.

IV Peninga-, gjaldeyris- og fjármagnsmarkaðir

Seðlabankinn hefur á þessu ári beitt aðhaldsamri stefnu í peningamálum í því skyni að hamla gegn ofþenslu innlendar eftirspurnar sem kynni að leiða til meiri verðbólgu. Frá því að síðasta haustskýrsla kom út hefur bankinn tvívegis hækkað stýrivexti sína, þ.e. ávöxtun í endurhverfum viðskiptum, í nóvember í fyrra og aftur í byrjun september sl. Í bæði skiptin var hækkunin 0,3 prósentustig og eru stýrivextir Seðlabankans nú 7,5%. Vaxtahækkun bankans í september kom í kjölfar óróa sem verið hafði á gjaldeyris- og verðbréfamörkuðum erlendis og olli nokkurri lækkun krónunnar og gjaldeyrisústreymi seinni hluta ágúst og í byrjun september.

Munur viðskiptaveginna skammtímavaxta á peningamarkaði hér á landi og í helstu viðskiptalöndum hefur verið á bilinu 2,5–3 prósentustig á árinu og hefur hann lengst af stuðlað að lítills háttar styrkingu krónunnar mælt á mælikvarða gengisskráningarvísitölu. Styrking krónunnar fram eftir ári hélst í hendur við innstreymi gjaldeyris. Gjalddeyrisforði Seðlabankans styrktist þó ekki þar sem ríkissjóður nýtti hagstæða greiðslustöðu sína til að greiða upp erlend lán.

Innan tímabilsins hafa orðið nokkrar sveiflur og allra síðustu vikur hefur vaxtamunurinn farið vaxandi vegna vaxtalækkana erlendis í kjölfar aðgerða erlendra seðlabanka en eigi að síður hefur gengi krónunnar lækkað nokkuð. Talsverðs gjaldeyrisústreymis gætti undir lok októbermánaðar og lækkaði gengi krónunnar nokkuð samfara því. Svo virðist sem þar hafi komið fram áhrif erfiðleikanna á alþjóðamörkuðum sem birtast í takmarkaðra framboði lánsfjár og þyngingu lánskjara sem að mati markaðsaðila gætu haft áhrif á fjármagnsjöfnuð hér á næstunni.

Vöxtur peninga- og lánastærða hefur aukist á þessu ári, mest hjá bönkum og sparisjóðum sem áfram juku markaðshlutdeild sína á lánamarkaðnum. Vaxandi útlánaaukning var einnig hjá öðrum fyrirtækjum í lánakerfinu og virðast útlán lánakerfisins hafa vaxið um 12% á 12 mánuðum til loka júní sl. Eins og á síðasta ári var stærstur hluti útlánaaukningar innlánsstofnana tilkominn

vegna gengisbundinna skuldabréfa, þ.e. endurlána erlends lánsfjár. Vöxtur peningamagns og sparifjár hefur jafnt og þétt aukist eftir því sem liðið hefur á árið og í septemberlok var hann tæp 17% frá septemberlokum 1997. Mikill vöxtur þessara stærða, sérstaklega útlána er áhyggju-efni, þar sem þær gætu stuðlað að aukinni innlendra eftirspurnar og grafið undan styrk fjármálastofnana.

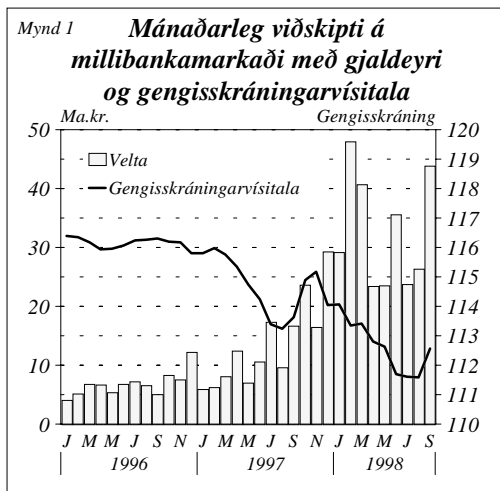
Vextir á skuldabréfamarkaði hafa áfram farið lækkandi á þessu ári og í mars fór ávöxtunarkrafa húsbreifa í fyrsta sinn niður fyrir 5%. Vextir á millilöngum verðtryggðum skuldabréfum með ríkisábyrgð hafa verið undir 5% síðan þá. Mest var lækkunin á lengstu bréfunum en ávöxtun 20 ára flokks spariskírteina hefur lækkað um tæpt 1 prósentustig frá áramótum og er ávöxtunarkrafa hans á Verðbréfaþinginu nú í fyrsta skipti undir 4%. Ávöxtun óverðtryggðra ríkisbréfa hefur einnig lækkað verulega og nálgað lækkun þeirra einnig að vera 1 prósentustig. Vaxtamunur milli langtímabréfa hér á landi og erlendis hefur þó lítið breyst á árinu þar sem langtímavextir erlendis hafa einnig lækkað verulega.

Hagstæð þróun gjaldeyrisviðskipta og gengis fram eftir ári en þáttaskil undir lok ágúst

Þróun á gjaldeyrismarkaðnum einkenndist af miklu innstreymi fram eftir ári og gætti þar aðal-

Tafla 1. Fjármagnsjöfnuður á fyrri hluta ársins

<i>Ma.kr.</i>	<i>Jan.– júní 1997</i>	<i>Jan.– júní 1998</i>
Fjármagnsjöfnuður.....	3,1	23,2
Fjárframlög, nettó.....	0,1	-0,2
Fjármagnshreyfingar.....	3,1	23,3
Gjalddeyrisforði (-aukn.).....	-3,2	-5,7
Hreyfingar án forða.....	6,2	29,0
Bein fjárfesting.....	2,0	3,5
Verðbréfavíðskipti, nettó.....	-3,7	-7,5
Annað fjármagn, nettó.....	8,0	33,0
þ.a. ríkissjóður.....	-2,3	-4,0
þ.a. aðrir aðilar.....	10,3	37,0



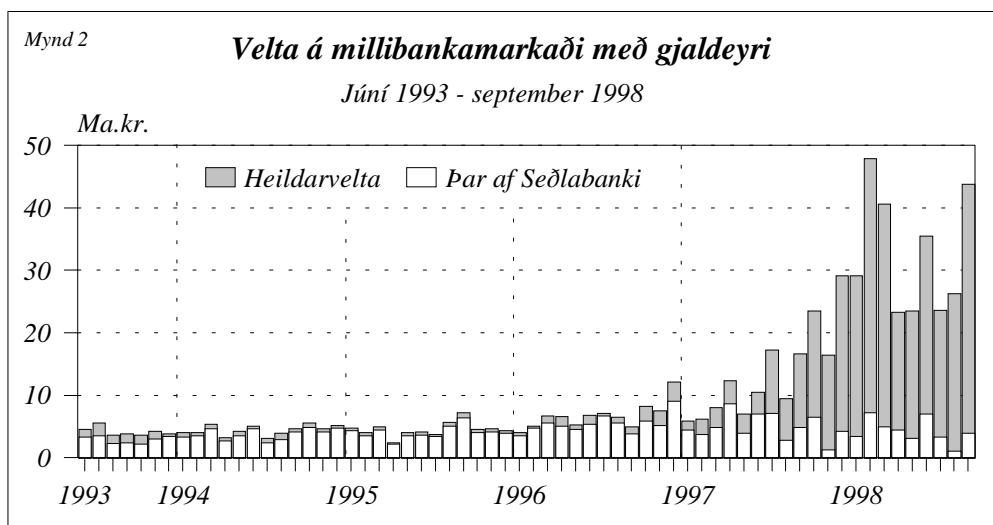
lega áhrifa af innstreymi erlends lánsfjár. Í töflu 1 eru meginliðir fjármagnsjafnaðarins á fyrri hluta ársins sýndir en uppgjör fyrir þriðja ársfjórðung liggur ekki fyrir. Lítils háttar aukning var á innstreymi vegna beinna fjárfestinga en vöxtur erlendra verðbréfakaupa innlendra aðila gerði meira en vega hana upp. Í heild var fjármagnsjöfnuðurinn jákvæður um 23,2 ma.kr. en viðskiptajöfnuður var neikvæður um svipaða fjárhæð á sama tímabili.

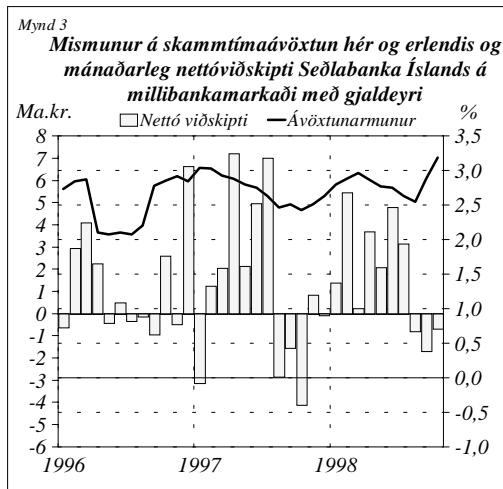
Viðskipti Seðlabankans á gjaldeyrismarkaðnum voru jákvæð alla mánuði ársins allt fram til ágústmánaðar en þá varð lítils háttar útstreymi. Á fyrstu sjö mánuðum ársins námu hrein kaup bankans á gjaldeyrismarkaðnum

20,7 ma.kr. en sala bankans í ágúst nam 0,8 ma.kr. og virtist hún eiga rætur að rekja að hluta til óróa á erlendum gjaldeyris- og verðbréfamörkuðum auk þess sem nokkur árstíðasveifla er í gjaldeyrisviðskiptum.

Áhrifa óróans gætti áfram í byrjun september og í þeim mánuði voru gjaldeyrisviðskipti bankans neikvæð um 1,7 ma.kr. Eins og áður segir brást Seðlabankinn við þessari þróun með hækkun stýrivaxta sinna um 0,3 prósentustig snemma í september og í kjölfar hennar urðu aftur þáttaskil á gjaldeyrismarkaðnum og bankinn var kaupandi á markaðnum allt frá 11. september til miðs október. Síðari hluta október varð á ný nokkurt gjaldeyrisústreymi og gengi krónunnar seig þrátt fyrir inngrip Seðlabankans til stuðnings krónunni. Gengi krónunnar lækkaði um rúm 0,9% síðustu dagana í október og var þá aðeins lítillega hærra en í byrjun ársins.

Ýmsir aðrir þættir en óróinn á erlendum mörkuðum kunna að hafa stuðlað að þeim viðsnúningi sem varð á gjaldeyrismarkaðnum í ágúst. Þannig fóru erlendir peningamarkaðsvextir hækkandi á fyrri hluta ársins sem gerði það að verkum að munur innlendra og erlendra skammtímavaxta fór smám saman minnkandi. Enn minnkaði vaxtamunurinn undir lok ágústmánaðar þegar nokkur Norðurlandanna gripu til vaxtahækkana til að verja gengi gjaldmiðla sinna. Í kjölfar þeirra fór vaxtamunurinn niður í rúm 2,5 prósentustig. Þessu til viðbótar voru væntingar nokkurra markaðsaðila á þá leið að





krónan myndi veikjast á haustmánuðum vegna árstíðasveiflu gjaldeyrisviðskipta og höfðu þessar væntingar áhrif á viðskipti þeirra á gjaldeyrismarkaðnum. Þá má nefna að staða krónunnar var sterk á sögulegan mælikvarða um miðjan ágúst en þá var gengisvísitalan um 3,3% undir miðgildi vikmarkanna og hafði styrkst um 2,4% frá áramótum. Þessi sterka staða kann að hafa skapað væntingar um að hækkun gengis krónunnar gengi að einhverju leyti til baka.

Vaxtahækkun Seðlabankans í byrjun september og vaxtalækkunir á peningamörkuðum erlendis stuðluðu að því að vaxtamunur peningamarkaðsvaxta við útlönd hefur hækkað verulega og er nú rúmlega 3 prósentustig. Gjalddeyrismarkaðurinn var í jafnvægi eftir aðgerðir bankans fram yfir miðjan október sem fyrr segir. Gjalddeyrisústreymi undir lok mánaðarins virðist skýrast af ákveðnum lánahreyfingum og þröngri aðgangi að erlendu lánsfé sem kann að hafa verið tímabundinn, en einnig kann að hafa gætt áhrifa viðskiptahalla og lakari efnahgshorfa í umheiminum.

Mikil veltuaukning á gjaldeyrismarkaðnum

Sú mikla aukning viðskipta á gjaldeyrismarkaðnum, sem varð í kjölfar endurskipulagningar markaðarins í júlí 1997, hefur haldið áfram á þessu ári. Á fyrstu tíu mánuðum ársins námu viðskiptin röskum 339 ma.kr. samanborið við 117 ma.kr. á sama tímabili árið 1997. Enginn vafi er á því að breytingin hefur haft mikil og

jákvæð áhrif á þróun markaðarins, aukið dýpt hans og bætt verðmyndun. Jafnframt hefur dregið verulega úr hlutdeild og tíðni viðskipta Seðlabankans en viðskipti hans á markaðnum námu alls um 45,7 ma.kr. eða um 13% af heildinni.

Þrátt fyrir mikil kaup Seðlabankans á gjaldeyri á millibankamarkaðnum hefur erlend staða hans heldur rýrnað

Í heild námu hrein kaup Seðlabankans á millibankamarkaðnum fyrstu tíu mánuði ársins tæpum 13,2 ma.kr. Eigi að síður rýrnaði erlend staða bankans nokkuð og stafaði það af sölu gjaldeyris til ríkissjóðs. Í heild nam sala gjaldeyris til ríkissjóðs um 18,2 ma.kr. á þessu tímabili, þar af gengu um 11 ma.kr. til endurgreiðslu erlendra lána. Batnandi rekstrarstaða ríkissjóðs hefur leitt til þess að greiðslustaða hans hefur batnað verulega og því hefur reynst mögulegt að endurgreiða verulegan hluta af skuldum hans. Hrein erlend staða Seðlabankans í lok október nam um 26,7 ma.kr. en var í upphafi árs 27,7 ma.kr.

Stýrivextir bankans voru óbreyttir fram til september en halli ávöxtunarferilsins hefur smám saman orðið neikvæður

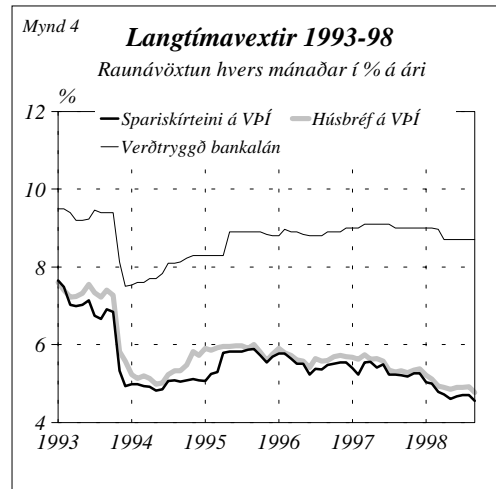
Stýrivextir Seðlabankans er sú ávöxtun sem bankinn býður í endurhverfum viðskiptum. Þeir voru óbreyttir þar til í byrjun september eins og þegar hefur verið getið. Seðlabankinn hækkaði vexti sína í nóvember 1997 til að stuðla að jafnvægi á gjaldeyrismarkaðnum og leiddi það til þess að vaxtamunur 3ja mánaða peningamarkaðsvaxta hér á landi og erlendis varð um 2,7 prósentustig. Vaxtamunurinn fór síðan vaxandi allt fram til mars á þessu ári, fyrst vegna vaxtalækkana erlendis, en í janúar varð nokkur hækkun á ávöxtun ríkisvixla á innlendum markaði. Ástæða þess var erfið lausafjárstaða banka og sparisjóða í desember og janúar. Frá mars og allt til seinni hluta ágúst fórvaxtamunur við útlönd lækkandi og fór þá saman lækkun vaxta hér á landi og erlendis. Vaxtahækkun Seðlabankans í byrjun september ásamt vaxtalækkunum erlendis í október hafa snúið þessari þróun við og er vaxtamunurinn nú ríflega 3 prósentustig sem fyrr segir.

Í upphafi ársins var ávöxtun 12 mánaða ríkissvíxla 0,34 prósentustigum hærrí en ávöxtun 3ja mánaða ríkissvíxla og endurspeglaði sá munur að hluta væntingar um frekari vaxtahækkunar af hálfu Seðlabankans á árinu. Kom það fram í mati ýmissa aðila á markaðnum sem töldu að bankinn myndi þurfa að bregðast við vaxandi verðbólguhættu með vaxtahækkun. Í apríl var þessi munur að mestu horfinn, var aðeins 0,06 prósentustig og hefur haldist á bilinu 0–0,10 prósentustig síðan. Þessi þróun endurspeglar endurskoðun markaðsaðila á verðbólguhorfum í ljósi reynslunnar á árinu og breyttra ytri forsendna eins og nánar er rakið hér að fram- an í kafla III.

Ávöxtun á verðbréfamarkaði hefur lækkað verulega en heldur þó tæplega í við vaxtahækkunar erlendis

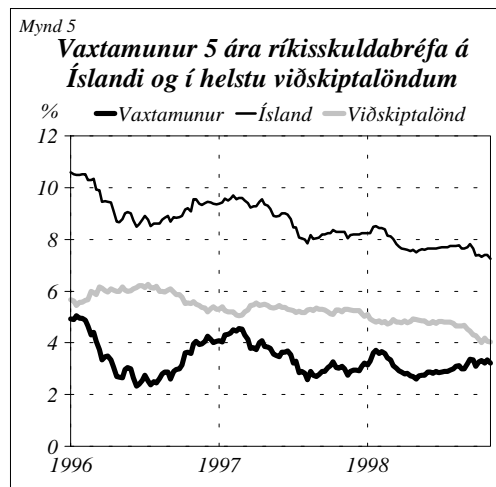
Í upphafi ársins var ávöxtun markflokka verðtryggðra skuldabréfa ríkissjóðs á Verðbréfaþingi Íslands á bilinu 4,91% til 5,35% og voru lengstu skuldabréfin með lægsta ávöxtun. Ávöxtun 25 ára markflokks húsbrefta var á sama tíma um 5,30% eða svipuð og ávöxtun millilangra spariskírteina. Ávöxtun þessara skuldabréfa fór lækkandi þegar í janúar og hefur hún lækkað nánast jafnt og þétt allt árið. Þegar þetta er ritað er ávöxtun lengsta spariskírteinaflokksins, sem er með gjalddaga árið 2015 komin undir 4% en ávöxtun millilangra spariskírteina og húsbrefta á bilinu 4,6–4,8% og hafa vextir verðtryggðra skuldabréfa á verðbréfamarkaði aldrei verið lægri síðan vextir voru gefnir frjálsir árið 1986. Ávöxtun stystu spariskírteina er nokkru hærrí en millilöngu bréffanna, eða 4,8–4,9% en talsvert sveiflukenndari og gætir þar áhrifa viðskipta með skammtímasjónarmið í huga, einkum verðbréfasjóða og banka.

Lækkun langtíma vaxta á þessu ári er erfitt að skýra með tilliti til þróunar eftirspurnar eftir lánsfé eða stöðu hagsveiflunnar og má telja líklegt að meginástæða hennar sé að opnun fjármagnshreyfinga við útlönd sé smám saman að þrýsta vaxtastigi hér á landi niður að erlendum vöxtum. Þrátt fyrir lækkun innlendra vaxta hefur munur á ávöxtun verðtryggðra ríkisskuldabréfa hér á landi og erlendis lítið minnkað þar sem vextir erlendis hafa einnig farið lækkandi.



Þannig eru vextir verðtryggðra ríkisskuldabréfa í Bretlandi, þar sem markaðurinn er hlutfallslega stærstur, nú vel undir 3%. Erfitt er að leggja mat á þennan mun þar sem tiltölulega fá lönd gefa út verðtryggð ríkisskuldabréf og markaður fyrir þau er afar misvirkur.

Ávöxtun óverðtryggðra ríkisbréfa hefur einnig lækkað verulega á árinu. Í upphafi árs var ávöxtun 5 ára ríkisbréfa á Verðbréfaþingi Íslands um 8,3% en er um þessar mundir um 7,3%. Ávöxtun ríkisbréfa lækkaði hratt á fyrstu mánuðum ársins og var um 7,6% í lok apríl. Ávöxtun þeirra hélst síðan lítið breytt fram í september. Svo virðist sem vaxtahækkun Seðlabankans í september hafi stuðlað að lækkun ávöxtunar ríkisbréfa í þeim mánuði ásamt þeim



vaxtalækkunum sem orðið hafa erlendis. Útlit fyrir hægari hagvöxt hér á landi og erlendis á næstunni kann einnig hafað skapað væntingar um vaxtalækkanir hér á landi þegar til lengri tíma er litið.

Vaxtamunur 5 ára ríkisskuldabréfa gagnvart útlöndum hefur lækkað nokkuð á árinu en munurinn var með mesta móti um síðastliðin áramót og gætti þar áhrifa þess að ýmsir markaðsaðilar áttu von á verðbóluskoti á fyrstu mánuðum ársins auk þess sem búist var við frekari hækkun stýrivaxta Seðlabankans á árinu.

Vextir banka og sparisjóða hafa ekki lækkað eins mikið og ávöxtun á verðbréfamarkaði

Vextir banka og sparisjóða á verðtryggðum lánnum hafa lækkað að meðaltali um 0,3 prósentustig og eru nú um 8,7% en meðaltal kjörvaxta banka og sparisjóða á verðtryggðum lánnum er nú um 5,9% eða um rösku heilu prósentustigi hærrí en ávöxtun millilangra spariskírteina á Verðbréfaþingi. Nafnvextir óverðtryggðra skuldabréfa hafa lækkað samsvarandi og eru nafnvextir þeirra nú 12,6% að meðaltali en voru 12,9% í byrjun ársins. Athyglisvert er að vextir bankalána hafa ekki lækkað í takt við lækkun vaxta á skuldabréfamarkaðnum og kann það að eiga sér skýringar í markaðsráðandi stöðu banka og sparisjóða í veitingu lána til einstaklinga og minni fyrirtækja. Enginn vafi er þó á að aukin samkeppni á innlendum markaði hefur veikt markaðsstöðu banka og sparisjóða á undanförunum árum. Einnig er hugsanlegt að tölur um þróun meðalvaxta banka og sparisjóða gefi ekki rétta mynd af lækkun vaxta þar sem sértílið til traustra lántakenda koma ekki fram í útreikningi meðalvaxta.

Vöxtur útlána og verðbréfaeignar lánakerfisins er vaxandi

Tölur liggja nú fyrir um stöðu lánakerfisins á miðju ári. Samkvæmt þeim námu útlán og verðbréfaeign lánakerfisins um 1.056 ma.kr. í lok júní og höfðu aukist um 111 ma.kr. á síðustu 12 mánuðum samanborið við 73 ma.kr. á 12 mánuðum þar á undan. Vöxtur þessarar stærðar á 12 mánaða tímabilinu til loka júní var um 11,7% en til loka sama mánaðar árið 1997 var hann 8,4%. Langmest af aukningu útlána á

Tafla 2. Útlán og verðbréfaeign lánakerfisins
12 mánaða hreyfing til loka júní

%	1997	1998
Ríkissjóður og ríkisstofnanir.....	1,9	-2,2
Sveitarfélög.....	10,9	7,3
Atvinnufyrirtæki.....	11,0	17,7
Heimili.....	8,3	11,8
Útlán og verðbréfaeign samtals.....	8,4	11,7

undangengnu 12 mánaða tímabili var til atvinnufyrirtækja eða 68 ma.kr. og var aukning þeirra lána um 17,7% á tímabilinu. Aukning lána til heimila var einnig mikil eða 11,8% en útlán til ríkissjóðs og ríkisstofnana hafa dregist saman undanfarna 12 mánuði.

Vöxtur útlána og verðbréfaeignar lánakerfisins var enn mikill eða 14,5% á 12 mánaða tímabilinu til loka júní en mikil umskipti urðu einnig í starfsemi fjárfestingarlánasjóða atvinnuveganna en þar flokkast m.a. Fjárfestingarbanki atvinnulífsins hf. og Kaupþing hf. Útlán og verðbréfaeign fjárfestingarlánasjóða atvinnulífsins jukust um tæp 24% á 12 mánuðum til loka júní 1998 en á sama tímabili fram til loka júní 1997 var aukningin 5,3%. Gífurleg aukning hefur einnig orðið í starfsemi eignarleigna og verðbréfasjóða á þessu tímabili. Vöxtur lána og leigusamninga eignarleigna var um 81% á tímabilinu og aukning verðbréfaeignar verðbréfasjóða um 99%. Mun minni aukning var hins vegar hjá lífeyrissjóðum og íbúðarlánasjóðum, 10,3% og 7,8%. Notkun erlends lánsfjár í lánakerfinu jókst um 43 ma.kr. á þessu tímabili eða um 14,3%. Allar þessar stærðir bera vitni um mikla aukningu eftirspurnar eftir lánsfé frá atvinnufyrirtækjum og heimilum.

Sú lækkun vaxta sem orðið hefur á langtíma-markaðnum stafar tæpast af minni eftirspurn eftir lánsfé, þrátt fyrir að lánsfjárefeftirspurn ríkissjóðs hafi dregist saman og ríkissjóður og stofnanir hans hafi ekki aukið skuldir sínar við lánakerfið að undanförunum. Skýringarinnar virðist fremur að leita í aukinni notkun erlends lánsfjár auk þess sem innlendir fjársparnaður hefur verið mikill á undanförunum 12 mánuðum til loka júní. Nam hann um 96 ma.kr. á þessu tímabili og skýrist um helmingur af eignaaukningu lífeyrissjóða.

Tölur bankakerfisins ná til loka september. Samkvæmt þeim virðist framhald vera á auknum útlánavexti og var 12 mánaða aukning útlána innlánsstofnana til loka september um 18,5% en vöxtur útlána og markaðsbréfaeignar var enn meiri eða um 25%. Vöxtur peningamagns og sparifjár (M3) á þessu tímabili var um 16,9% en var um 8,4% á 12 mánaða tímabilinu til loka september 1997.

Grunnfé Seðlabankans jókst um 8,6%, eða 1,6 ma.kr., á 12 mánuðum til loka september og skýrist nokkur hluti þess af aukningu innstæðna á bindiskyldureikningum en breyting bindireglna í maí leiddi til þess að binding var í fyrsta sinn lögð á aðrar lánastofnanir en banka og sparisjóði. Það hefur leitt til nokkurrar aukningar bindifjárhæðar umfram það sem búast mætti við að öðru óbreyttu, eða um 1,7 ma.kr. Tölfræðirannsóknir bankans sýna að vísbendingargildi grunnfjár er lítið og samband þess við peningamagn óljóst. Því vegur þróun þess ekki þungt í mati bankans á aðstæðum.

Hraður vöxtur útlána veldur áhyggjum

Hraður vöxtur útlána er áhyggjuefni þar sem hætta er á að hann leiði til áhættusamari lána. Jafnframt er hætta á að svo mikill útlánavöxtur hrindi af stað eignaverðbólgu og magni ójafnvægi í utanríkisviðskiptum. Reynsla annarra landa er víti til varnaðar og skemmst er að minnst erfiðleika í fjármálakerfum nokkurra Norðurlanda í upphafi þessa áratugar þegar saman fór í fyrsta skipti efnahagsuppsveifla og frjálsir fjármagnsmarkaðir án hafta á gjaldeyrisviðskipti. Einkenni aðdraganda fjármálakreppa er gjarnan mikil aukning útlána á skömmum tíma, sem leiðir til hækkunar hlutfalls útlána lánakerfisins af landsframleiðslu, og mikil notkun erlends lánsfjár sem kann að stuðla að aukinni verðbólgu eða þenslu eignaverða. Útlán lánastofnana á grundvelli bólgins eignaverðs eru ótryggari en ella. Margt getur hrint af stað fjármálakreppu en ævinlega er um að ræða að markaðsaðilar endurmeta skyndilega hagvaxtarhorfur eða átta á sig að innlend eignaverð eða gengi gjaldmiðilsins eru orðin óraunhæf.

Því er mikilvægt að lánastofnanir hyggi vandlega að gæðum og öryggi útlána og slaki ekki á þeim kröfum sem gera þarf til útlána og

Tafla 3 Hreyfingar helstu stærða í reikningum bankakerfisins

Ma.kr.	Sept. '96- sept. '97	Sept. '97- sept. '98
Erlendar eignir nettó	-17,7	-26,1
Útlán og markaðsverðbréf	38,6	57,8
þ.a. til ríkis	4,5	-3,0
þ.a. til atvinnufyrirtæki	17,0	30,5
þ.a. til einstaklinga.....	9,5	17,7
Peningamagn og sparifé (M3)	15,1	33,0

lánsþega. Sérstaklega þurfa lánastofnanir að huga að áhættu sem tengd er gjaldeyrisviðskiptum, ekki síst stuttum erlendum lánum, þar sem framboð slíkra lána getur dregist saman með stuttum fyrirvara eins og reynsla marga þjóða undanfarin misseri er dæmi um.

Ólík þróun hjá verð- og hlutabréfasjóðum

Mikil aukning hefur verið í starfsemi verðbréfasjóða á þessu ári og jukust útistandandi hlutdeildarskírteini þeirra um 22,2 ma.kr. á undanförunum 12 mánuðum. Í lok september námu þau um 51,5 ma.kr. og hafa sjóðirnir aldrei verið stærrí. Langmest af þessari aukningu hefur runnið til eignarskattsfrjálsra sjóða, eða 13,5 ma.kr., en einnig hefur verið mikil aukning í öðrum tegundum verðbréfasjóða öðrum en erlendum verðbréfasjóðum, þ.e. sjóðum sem hafa að stefnu að kaupa erlend verðbréf. Enginn vafi er á því að ein aðalástæða hraðrar uppbyggingar verðbréfasjóðanna er aukin viðskipti þeirra við lífeyrissjóði, en svo virðist sem lífeyrissjóðir kaupi nú í vaxandi mæli hlutdeildarskírteini í verðbréfasjóðum í stað þess að kaupa beint innlend skuldabréf. Þessi þróun endurspeglast í minnkandi hlutdeild lífeyrissjóðanna í kaupum á húsbréfum svo dæmi sé nefnt. Hins vegar hafa kaup verðbréfasjóða á húsbréfum og öðrum ríkistryggðum verðbréfum aukist verulega. Þannig keyptu verðbréfasjóðir ríkisverðbréf fyrir tæpa 12 ma.kr. á undanförunum 12 mánuðum og húsbréf fyrir tæpa 7 ma.kr. á sama tíma.

Heildareignir þeirra hlutabréfasjóða, sem Seðlabankinn safnar upplýsingum frá, hafa lítið breyst á árinu og voru 17 ma.kr. í lok september sl. Þær höfðu vaxið um 0,6 ma.kr. á undan-

gengnum 12 mánuðum en jukust um 8,6 ma.kr. á 12 mánuðum til septemberloka 1997. Hægari vöxtur skýrist af minni eftirspurn eftir hlutabréfum sjóðanna og lægri ávöxtun á hlutabréfasafni þeirra, en ríflega 60% af eignum þeirra er í innlendum hlutabréfum.

Nýjungar á peningamarkaði

Viðskipti á peningamarkaði fela í sér viðskipti með markaðsverðbréf, sem gefin eru út til skemmri tíma en eins árs, svo sem ríkisvixla og vixla innlánsstofnana auk viðskipta á millibankamarkaði. Tveimur merkjum nýjungum á peningamarkaði var hleypt af stokkunum á árinu. Komið var á millibankamarkaði fyrir krónur og frumsölu ríkisvixla var breytt.

Nýjar reglur um millibankamarkað fyrir krónur, sem settar voru 10. júní, kveða á um skyldur markaðsaðila og hlutverk Seðlabankans um birtingu REIBOR vaxta „Reykjavik Interbank Offered Rates“. Markaðsaðilar eru skuldbundnir til að setja stöðugt fram tilboð í ákveðnar tímalengdir, frá einum degi til sex mánaða. Út frá tilboðum markaðsaðila reiknar Seðlabankinn og birtir daglega vexti inn- og útlána á millibankamarkaðnum. Veruleg umskipti hafa orðið á veltu á þessum markaði og var meðalvelta á millibankamarkaði um 2,4 ma.kr. á dag á þriðja ársfjórðungi.

Með endurskipulagningu á útgáfu ríkisvixla var verið að auka söluhæfni þeirra á eftirmarkaði með því að fækka flokkum ríkisvixla, sem í umferð eru, og stækka þá flokka sem eftir verða. Í hinu nýja markflokkakerfi ríkisvixla er gert ráð fyrir að á hverjum tíma verði 6 aðalmarkflokkar í umferð með gjalddaga annan hvern mánuð. Til viðbótar verða gefnir út 1-2 aukamarkflokkar með gjalddaga eftir 3 og 2½ mánuði.

Samsetning víxlaviðskipta á Verðbréfaþingi Íslands hefur tekið miklum breytingum undanfarið tvö ár eftir að viðskipti hófust með staðlaða bankavixla. Velta ríkisvixla hefur ekki aukist síðustu tvö ár, en velta þeirra fyrstu níu mánuði þessa árs var um 50 ma.kr., nær óbreytt frá fyrra ári. Fyrstu níu mánuði þessa árs þrefaldaðist velta með bankavixla, var 58,7 ma.kr. en 19,5 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Athygli vekur að viðskipti með bankavixla á Verðbréfaþingi hafa verið ríflega 18% meiri en ríkisvixla á árinu.

Frá því í mars hafa verið haldin vikuleg uppboð á endurhverfum samningum Seðlabankans og lánastofnana. Nokkrar sveiflur hafa verið í innsendum tilboðum sem mótast hefur af þörf lánastofnana fyrir laust fé. Fjárhæðir hafa þó fremur farið vaxandi, einkum í október og voru útstandandi samningar í lok október um 11,6 ma.kr.

Dregur úr skuldabréfaútgáfu ríkisins en útgáfa banka og sparisjóða eykst

Stofn markaðsskuldabréfa óx um ríflega 18% fyrstu níu mánuði ársins og var í lok september um 346 ma.kr. Útgefin húsbref voru fyrirferðarmest markaðsskuldabréfa. Þau voru að fjárhæð 121 ma.kr. í lok september, spariskírteini 92 ma.kr., bankabréf 41 ma.kr., húsnæðisbréf 23 ma.kr. og bréf fjárfestingarlánasjóða 22 ma.kr. Stofn óverðtryggðra ríkisbréfa var þá kominn í 20 ma.kr. og hafði vaxið um 6 ma.kr. frá áramótum.

Fyrstu níu mánuði ársins voru seld skuldabréf í almennum og lokuðum útboðum fyrir um 49,4 ma.kr. sem er 2,9 ma.kr. aukning frá sama tíma í fyrra. Hana má einkum rekja til vaxandi skuldabréfaútgáfu atvinnufyrirtækja og bankastofnana og sölu ríkissjóðs á ríkisbréfum. Útgáfa hús- og húsnæðisbréfa var svipuð í ár og í fyrra, eða ríflega 16,2 ma.kr. Hins vegar er verulegur samdráttur í útgáfu spariskírteina. Fyrstu níu mánuði ársins voru gefin út spariskírteini að fjárhæð 8 ma.kr. miðað við 17,5 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Á móti kemur að sala óverðtryggðra ríkisbréfa hefur aukist nokkuð.

Á Verðbréfaþingi Íslands hafa viðskipti með skuldabréf aukist verulega frá fyrra ári, sem stafar meðal annars af umbótum á skuldabréfamarkaði 1997, þ.e. markflokkavæðingu ríkisverðbréfa, hús- og húsnæðisbréfa. Velta

Tafla 4 Útgáfa skuldabréfa á markaði

Ma. kr.	Jan.-sept. '97	Jan.-sept. '98
Ríkissjóður	19,6	14,2
Sveitarfélög	1,1	1,1
Húsnæðisstofnun	16,0	16,2
Bankar og sparisjóðir	4,6	8,9
Aðrar lánastofnanir	3,7	3,3
Aðrir	1,5	5,6
Samtals	46,5	49,4

með ríkisverðbréf, hús- og húsnæðisbréf var um 115 ma.kr. fyrstu níu mánuði þessa árs en hafði verið um 40 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Viðskipti með hús- og húsnæðisbréf voru að fjárhæð 65,9 ma.kr., sem er tæplega fimmföldun frá fyrra ári, og viðskipti með spariskírteini hafa tvöfaldast og hafa verið að fjárhæð 39,9 ma.kr. frá áramótum.

Hlutabréfamarkaður

Dregið hefur úr viðskiptum með hlutabréf á Verðbréfaþingi Íslands. Fyrstu tíu mánuði ársins voru þingviðskipti 8,8 ma.kr. en á sama tíma í fyrra voru þau 11,5 ma.kr. Viðskipti hafa hins vegar verið mikil utan þings. Almenn hlutabréfaútboð atvinnufyrirtækja námu um 18,6 ma.kr. fyrstu tíu mánuði þessa árs en 10,6 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Nokkrar sveiflur hafa verið í verði hlutabréfa á árinu. Framan af árinu lækk-

Tafla 5 Velta á hlutafjármarkaði

Ma. kr.	Jan.-okt.			
	1995	1996	1997	1998
<i>Frummarkaður:</i>				
Hlutabréf gefin út				
í almennum útboðum	2,9	12,2	17,0	9,7
þ.a. hlutabréfasjóðir	1,5	5,3	10,7	1,1
þ.a. sjávarútvegsfyrirt.....	0,9	5,4	4,3	1,1
<i>Eftirmarkaður:</i>				
Velta alls	3,6	7,9	16,7	8,8
Verðbréfaþing, aðallisti.....	2,9	5,8	13,3	8,8
Opni tilboðsmarkaðurinn	0,8	2,0	3,4	.

aði úrvalsvísitala aðallista hlutabréfa, hækkaði síðan talsvert í maí-júlí en hefur síðan farið lækkandi. Fyrstu tíu mánuði þessa árs hefur úrvalsvísitalan hækkað um 2,7%.

V Sérefni: Hefur verðbólguferlið á Íslandi breyst?

Ísland var háverðbólguand frá miðjum áttunda áratugnum fram á miðjan níunda áratug.¹ Um miðjan yfirstandandi áratug var Ísland hins vegar komið í hóp þeirra OECD-ríkja þar sem verðbólga var einna minnst, eða undir 2%.² Um þær mundir var íslenskur þjóðarbúskapur í lægð og atvinnuleysi í sögulegu hámarki. Það vakti spurningar um hvort lítil verðbólga væri tímabundið fyrirbæri og hvort hún myndi taka á rás á ný um leið og kröftug uppsveifla yrði í íslenskum þjóðarbúskap. Nú hefur slík uppsveifla staðið í þrjú ár. Hún hefur haft það í för með sér að framleiðslugeta hagkerfisins er nú nálægt því að vera fullnýtt og atvinnuleysi hefur minnkað meira en áður var talið geta samrýmst stöðugri verðbólgu. Verðbólga hefur hins vegar ekki aukist. Þvert á móti hefur hún á undanförunum misserum verið minni en spáð hefur verið af Seðlabankanum, sem þó hefur verið með einna lægst- ar spár þeirra sem slíkar gera. Það sem meira er, verðbólga er um þessar mundir minni en hún hefur verið í langan tíma, eins og kemur fram í kafla II hér að framan. Það helgast þó að nokkru af tímabundnum þáttum og líklegt er að undirliggjandi verðbólga sé um 2% um þessar mundir, en um það er nánar fjallað í kafla III.

Í þessum kafla er reynt að varpa ljósi á ofangreinda þróun. Fjallað er um hvaða þættir skýri litla verðbólgu að undanförunu og hvort líklegra sé að um tímabundna eða varanlega verðbólgu- hjöðnun sé að ræða. Einnig er lagt mat á hvort orðið hafi eðlisbreyting á verðbólguferlinu hér á landi. Kaflinn skiptist í þrjú meginhluta. Í fyrsta hluta kaflans er verðlagsþróun undanfarinna ára og ákvörðunarþættir hennar greindir. Í öðrum hluta er fjallað um verðbólguþátt Seðlabankans og tilhneigingu síðustu ára að ofspá innlendri verðbólgu. Einnig er fjallað um hvort spá-

skekki Seðlabankans séu kerfisbundnar og mögulegar ástæður fyrir því. Að lokum er í þriðja hluta kaflans að finna greiningu á spáskekki bankans. Reynt er að meta hvort skýringa á ofspá undanfarinna missera sé að leita í röngum forsendum spánna eða hvort samband verðbólgu og skýristærða hennar hafi breyst. Niðurstöður eru síðan settar fram í loka- kafla.

Verðbólga undanfarinna ára

Fimm ára árið í röð eru horfur á að verðbólga á Íslandi verði undir 2,5% og fjögur þessara ára hefur hún verið minni en 2%. Þetta er mikil breyting frá fyrri árum, þegar verðbólga var iðulega mæld í tugum prósentu. Tafla 1 sýnir þessa þróun ágætlega. Hún sýnir meðalverð- bólgu á Íslandi á mismunandi tímabilum og staðalfrávik hennar.

Taflan sýnir ekki aðeins hvernig verðbólga hefur minnkað hér á landi frá upphafi síðasta áratugar, heldur einnig hve dregið hefur úr sveiflum í verðbólgunni og þar með óvissu og óhagræði sem sveiflukenndu verðlagi fylgir.

Tafla 1. Tólf mánaða breytingar neysluverðlags janúar 1980 til september 1998

	1980- 1998	1980- 1989	1990- 1998	1994- 1998
Meðaltal	23,2%	39,7%	4,5%	1,8%
Staðalfrávik	23,8%	21,5%	4,9%	0,7%
Hæsta gildi	102,9%	102,9%	23,9%	3,2%
Lægsta gildi	-0,1%	11,9%	-0,1%	-0,1%
Fjöldi mælinga	226	120	106	58

Ákvörðunarþættir verðbólgunnar

Helstu beinu orsakir verðhækkana eru annars vegar hækkun launa umfram framleiðni vinnu- afls og hins vegar hækkun innflutningsverðlags í íslenskum krónum. Þessir þættir eru því uppi- staðan í verðbólguþátt Seðlabankans. Að hluta til er hér um að ræða stærðir sem eru óháðar eða tiltölulegar óháðar verðlagsþróun

1. Ekki er til almennt viðurkennt flokkunarkerfi á verðbólgu. Hér er miðað við flokkunarkerfi frá Dornbusch og Fischer (1991), „Moderate Inflation“, *NBER Working Paper*, No. 3896, sem töluvert er notað. Samkvæmt því telst háverðbólga vera ársverðbólga sem er á bilinu 30-100% í a.m.k. 3 ár.

2. Lýsingu á þessari þróun og greiningu á ástæðum hennar er að finna í: Palle S. Andersen og Már Guðmundsson: „Inflation and Disinflation in Iceland“, *Central Bank of Iceland, Working Papers*, no. 1, janúar 1998.

hvers tíma, eins og innflutningsverðlag í erlendri mynt og framleiðni vinnuafis. Þróun launa og gengis er hins vegar ekki óháð verðlagsþróuninni og því þarf að skyggna á bak við þær stærðir ef skýra á verðbólguþróun til hlítar. Það er fyrir tilstilli þessara tveggja stærða sem peningastefnan hefur áhrif á verðbólgu. Hagfræðikenningar, studdar af tölfræðilegum rannsóknunum, gera ráð fyrir að laun ráðist af atvinnustigi, hlutdeild launa í þjóðartekjum og verðbólguvæntingum. Ákvörðun gengisins er hins vegar mun flóknari. Skammtímavaxtamunur gagnvart útlöndum og þar með aðhaldsstig peningastefnunnar hefur þar veruleg áhrif, en til langs tíma hefur þróun viðskiptajafnaðar og þeirra hagrænu afla, sem honum ráða, mikil áhrif á gengið.

Í ljósi ofangreinds má segja að eftirfarandi þættir ráði mestu um verðlagsþróun:

1. Innflutningsverðlag í erlendri mynt
2. Framleiðniþróun
3. Atvinnu- og eftirspurnarstig
4. Verðbólguvæntingar
5. Peningastefna og gengisþróun.

Tafla 2 sýnir árlega verðbólgu á 10. áratugnum og þróun helstu undirþátta hennar. Þar sést að á árunum 1993 og 1994 lækkuðu laun á framleidda einingu þar sem laun hækkuðu minna en framleiðni jókst. Það leiddi til þess að verðbólga minnkaði niður fyrir 2%. Frá árinu 1996 hafa laun hækkað mikið en aukin framleiðni dregið verulega úr áhrifum launahækkana á verðbólgu. Frá og með árinu 1997 hefur innflutningsverð í erlendri mynt lítið hækkað og lækkaði á þessu ári. Hagstæð þróun innflutningsverðs og hækkun gengis krónunnar hefur haldið aftur af verðbólgu.

Alþjóðleg þróun

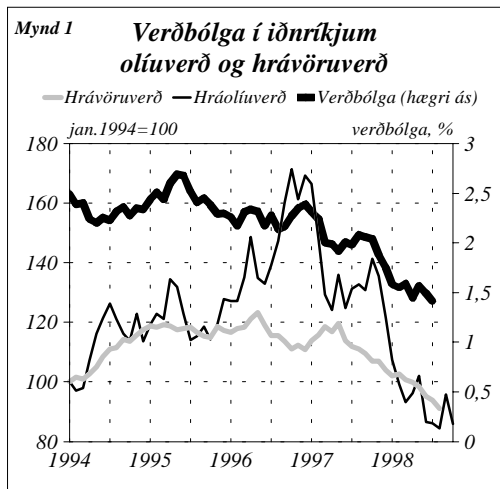
Erlend verðlagsþróun hefur verið óvenju hagstæð á þessu ári. Ekki aðeins hefur verðlag á helstu útflutningsafurðum hækkað mikið heldur hefur verðlag á innflutningsafurðum hækkað lítið og jafnvel lækkað. Lækkandi innflutningsverðlag hefur bæði bein og óbein áhrif til lækkunar neysluverðsvísitölunnar. Óbeint stuðlar það að lítilli verðbólgu með því að auka samkeppni við innlenda framleiðendur, sem gerir þeim erfiðara um vik að auka smásöluálag án

Tafla 2. Verðbólga og undirþættir

% breytingar milli ársmeðaltala

	Laun á framleidda einingu		Laun	Framleiðni	Innflutningsverðlag í innlendri mynt	Innflutningsverðlag í erlendri mynt	Gengi
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1990	14,8	5,5	7,2	1,6	19,3	7,1	11,5
1991	6,8	7,3	8,2	0,8	3,3	3,4	-0,1
1992	3,7	4,6	2,5	-1,9	1,4	0,0	1,3
1993	4,1	-0,8	0,9	1,7	10,0	1,3	8,7
1994	1,5	-1,9	0,8	2,8	5,6	0,7	4,9
1995	1,7	4,4	4,3	-0,1	3,6	3,8	-0,2
1996	2,3	2,8	5,2	2,4	2,9	2,3	0,7
1997	1,8	3,1	5,8	2,7	-0,5	1,2	-1,7
1998	1,6	3,7	7,1	3,3	-2,7	-1,0	-1,7
1999	1,3	3,1	5,6	2,4	-0,2	-0,2	0,0

Skýringar: Verðlag er mælt með vísitölu neysluverðs. Tölurnar fyrir 1998 og 1999 eru spá Seðlabankans frá 20. október sl. Laun á framleidda einingu eru reiknuð sem (2) ÷ (3) - (4). Laun eru mæld með launavísitölu fyrir almennt markað, nema fyrir árið 1990 sem sýnir breytingu á greiddu tímakaupi ASÍ landverkafólks. Tölurnar fyrir 1998 og 1999 eru byggðar á forsendum verðbólguþróunar Seðlabankans um þróun umsáminna launa og launaskriðs frá 20. október sl. Framleiðni er verg landsframleiðsla á vinnandi mann. Tölurnar fyrir 1998 og 1999 byggja á þjóðhagsáætlun þjóðhagsstofnunar frá 1. október síðastliðnum. Innflutningsverðlag í innlendri mynt er mælt með verðvísitölu innflutnings vöru og þjónustu, nema fyrir árin 1998 og 1999 sem byggja á forsendum verðbólguþróunar Seðlabankans frá 20. október sl. um þróun innflutningsverðlags. Innflutningsverðlag í erlendri mynt er reiknað sem (6) ÷ (5) + (7). Gengi er viðskiptavegin innflutningsgengisvísitala og mælir verð erlendra gjaldmiðla gagnvart krónunni. Tölurnar fyrir 1998 og 1999 byggja á forsendunni um óbreytt gengi frá 20. október sl.

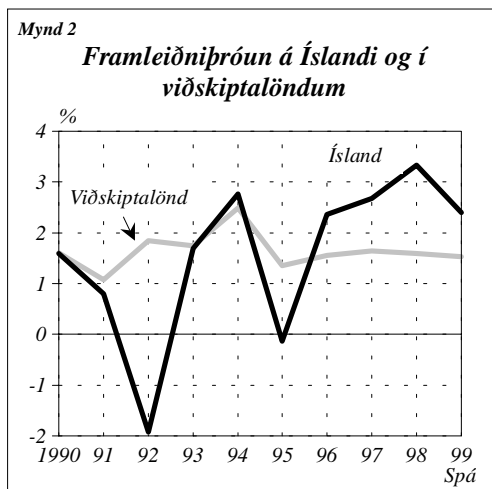


Þess að það komi niður á markaðshlutdeild, eins og raunin hefur orðið.

Lítill verðbólga í helstu viðskiptalöndum og sérstaklega verðlækkun olíu og annarrar hrávöru hefur að undanfögnu stuðlað að minni verðbólgu hér á landi. Þessi þróun sést vel á meðfylgjandi mynd. Horfur eru á að alþjóðleg verðbólga haldist lítil á næsta ári og að einhver dráttur verði á að verð hrávöru taki að hækka á ný. Stafar þetta af versnandi hagvaxtarhorfum í heimsbúskapnum og kreppu á mörgum nýmörkuðum, ekki síst í Asíu. Eigi að síður er líklegt að verð á olíu og annarri hrávöru hækki þegar hagvöxtur glæðist í heimsbúskapnum á ný, og muni þá ýta undir verðbólgu hér á landi.

Framleiðniþróun

Mynd 2 sýnir þróun framleiðni hér á landi og í viðskiptalöndum á 10. áratugnum. Þar sést að á fyrri hluta áratugarins var þróun innlendrar framleiðni tiltölulega óhagstæð í samanburði við framleiðniþróun erlendis. Hin síðari ár hefur innlend framleiðni hins vegar vaxið hratt og nokkru hraðar en í helstu samkeppnisríkjum. Ljóst er að ör vöxtur í framleiðni innlands vinnuafns hefur létt á þrýstingi launahækkana á verðlag á síðustu árum. Því er spáð að framleiðniaukning verði umtalsverð á þessu ári, eða um 3,3%, og um 2,4% á næsta ári. Ekki er líklegt að framleiðni aukist svo mikið til langframa og því má búast við að úr framleiðniaukningu dragi á komandi árum. Aukin framleiðni mun því ekki milda áhrif launahækkana á verðlag í sama mæli



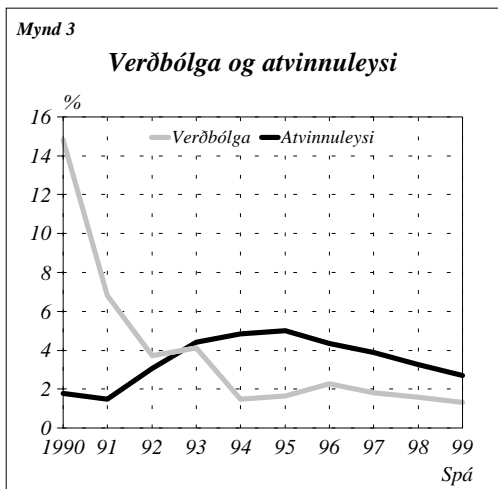
og verið hefur. Dragi ekki úr nafnlaunahækkunum má því vænta aukinnar verðbólgu.

Launamyndun og atvinnustig

Víða um heim hafa hagmælingar leitt í ljós nokkuð sterkt samband á milli atvinnuleysis og launahækkana. Mælt atvinnuleysi má að hluta til rekja til hagsveiflunnar, sem hefur áhrif á spurn eftir vinnuafli, en einnig getur verið um kerfis-lægar ástæður að ræða. Umfang kerfislaegs atvinnuleysis getur verið mjög misjafnt eftir löndum og tímaseiðum. Það myndar nokkurs konar tregbreytilegan þröskuld sem gerir það að verkum að torvelt er að beita almennum hagstjórnaraðgerðum til þess að draga eins mikið úr atvinnuleysi og stjórnvöld e.t.v. vildu. Ef atvinnuleysi fer niður fyrir þennan þröskuld leiðir það í raun til umframeftirspurnar vinnuafns sem getur leitt til launaskriðs og meiri samningsbundinna launahækkana en samræmist stöðugu verðlagi til lengri tíma. Með hliðsjón af sambandi launa og verðlags er hægt að leggja mat á það stig atvinnuleysis sem samræmist stöðugri verðbólgu, sem hér eftir verður kallað atvinnustig stöðugrar verðbólgu (ASV, e. non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU).

Hér á landi hefur verið gerð ein formleg tölfræðikönnun þar sem lagt er mat á ASV.³

3. Björn R. Guðmundsson og Gylfi Zoëga: „Atvinnuleysi á Ísland: Í leit að jafnvægi“, *Fjármálatíðindi*, 1997, 44, 18-39. Taka verður fram að mat á ASV er ávallt háð mikilli óvissu. ASV er yfirleitt talið nokkuð herra í flestum samkeppnisríkjum okkar og þá sérstaklega í Evrópu.



Niðurstöður þeirrar könnunar voru að ASV hafi hækkað á undanförunum árum og verið um 4% árið 1994. Síðari þróun vekur efasemdir um þessa niðurstöðu, enda hefur atvinnuleysi verið minna en 4% í rúmt ár án þess að verðbólga hafi aukist. Að auki hefur reynsla undanfarinna ára erlendis ýtt undir efasemdir þess efnis að þær aðferðir sem beitt hefur verið við mat á ASV séu nægjanlega traustar. ASV virðist víða hafa lækkað á síðustu árum, eftir að hafa aukist árum saman. Í Bandaríkjunum t.d. hefur atvinnuleysi um alllangt skeið verið töluvert lægra en samræmist mati flestra á ASV. Víða ríkir því mikil óvissa um hve mikið atvinnuleysi samrýmist í raun stöðugri verðbólgu. Mat á ASV hefur því um þessar mundir yfirleitt minna vægi í ákvörðunum yfirvalda peningamála en áður.

Mynd 3 sýnir þróun verðbólgu og atvinnuleysis á 10. áratugnum. Fylgni verðbólgu og atvinnuleysis mælist marktækt neikvæð á tímabilinu í heild, sem gæti gefið til kynna einhvers konar Phillips-kúrfu skammtímasamband. Hins vegar virðist neikvætt samband verðbólgu og atvinnuleysis hverfa á tímabilinu frá 1994 til 1998, þ.e. eftir að verðbólga hafði hjaðnað að því lágverðbólguþingi sem nú ríkir. Phillips-kúrfusambandið virðist því eiga við um það tímabil þegar verðbólga fór lækkanði á fyrri hluta áratugarins. Á myndinni sést að verðbólga hjaðnar og atvinnuleysi eykst til ársins 1995, en eftir það dregur úr atvinnuleysi án þess að verðbólga aukist svo marktækt sé.

Lítill verðbólga á undanförunum árum samfara miklum hagvexti og minnkandi atvinnuleysi bendir til þess að slakinn í íslensku efnahagslífi hafi verið meiri í upphafi núverandi uppsveiflu en áður var talið. ASV virðist einnig vera minna. Augljóslega getur atvinnuleysi þó ekki minnkað takmarkalaust án þess að það segi til sín í auknu launaskriði og verðbólgu. Reyndar verður að telja mjög ólíklegt að jafnvægisstaðan sé að ráði fyrir neðan núverandi atvinnuleysisstig. Aðrar vísbendingar benda einnig til þess að slakinn sé horfinn úr íslenska hagkerfinu. Ekki er því hægt að reikna með að umframframboð á vinnu- og vörumörkuðum muni halda aftur af verðbólgu í áframhaldandi uppsveiflu.

Verðbólguvæntingar

Verðbólguvæntingar hafa áhrif á framvindu verðbólgunnar, annars vegar fyrir tilstilli áhrifa þeirra á launamyndun og hins vegar með áhrifum á gengið. Væntingar um litla verðbólgu stuðla að öðru óbreyttu að minnkandi verðbólgu og gera auðveldara um vik að halda henni lítilli. Sambandið er auðvitað gagnvirkt, þar sem verðbólguvæntingarnar velta þegar öllu er á botninn hvolft á verðbólgunni sjálfri. Það getur hins vegar tekið verðbólguvæntingar mislangan tíma að laga sig að breyttri verðbólgu. Þetta skiptir einkum máli þegar stjórnvöld beita sér fyrir minnkandi verðbólgu. Kostnaðarsamt getur reynst að draga úr verðbólgu ef væntingar lagast hægt að minni verðbólgu þar sem almenningur treystir ekki að verðbólguhjöðnun sé varanleg, og krefst launa og nafnvaxta í samræmi við það. Það veldur svo samdrætti framleiðslu og auknu atvinnuleysi. Rannsóknir á verðbólguvæntingum almennings, byggðar á úrtakskönnunum á árunum 1984 til 1993, sem gerðar hafa verið á vegum hagfræðisviðs Seðlabankans, sýna að væntingar almennings um verðbólgu voru töluvert á eftir raunverulegri verðbólguþróun á þessum tíma. Einkum mynduðust mikil frávik í upphafi tímabils verðbólguhjöðnunar á þessum áratug.⁴ Þetta bendir til þess að höðnun verðbólgu hafi ekki verið talin trúverðug í upphafi.

4. Þórarinn G. Pétursson: „Verðbólguvæntingar - Skynsamur eða óskynsamur?“, óbirt handrit, Seðlabanki Íslands, mars 1997.

Þar sem launaákvarðanir áttu sér stað í miðstýrðum samningum sem byggðust á mun jákvæðara mati á verðlagshorfum og verðtrygging var útbreidd á fjármagnsmarkaði jók hin hæga aðlögun þó ekki kostnað verðbólguhjöðunar, eins mikið og ætla mætti, í formi samdráttar framleiðslu og aukins atvinnuleysis.⁵

Nýjustu mælingar á verðbólguvæntingum almennings benda til þess að lítil verðbólga þyki nú trúverðug. Virðast væntingarnar nú liggja á bilinu 2-2½% (sjá nánar kafla II). Mismunur vaxta á óverðtryggðum og verðtryggðum ríkisskuldabréfum gefur svipaða niðurstöðu. Verði 2% verðbólga lögð til viðmiðunar við gerð kjarasamninga og aðrar ákvarðanir á næstu árum mun það auðvelda að viðhalda lítilli verðbólgu.

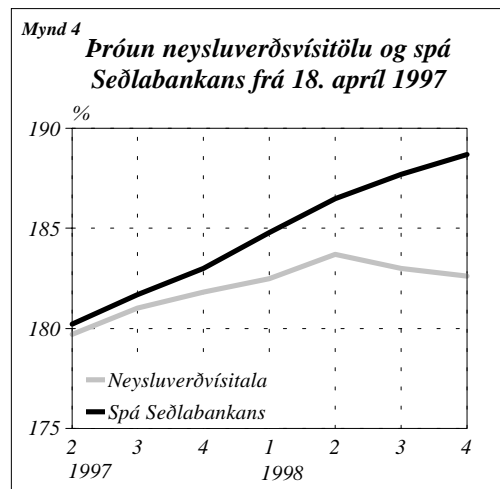
Ljóst er af framangreindu að ástæður þess að verðbólga hefur haldist lítil á undanförunum árum eru að hluta til tímabundnar, þótt aðstæður verði líklega áfram hagstæðar fram á næsta ár. Í því sambandi má nefna lækkingu olú- og hrávöruverðs, mikla framleiðniaukningu og áhrif slaka á vinnumarkaði á launamyndun. Þá er ekki við því að búast að gengishækkun krónunnar muni halda aftur af verðbólgu eins og hún gerði á árunum 1997 og 1998. Vaxandi viðskiptahalli og ótryggari staða á erlendum fjármagnsmörkuðum hafa að undanförunu leitt til þess að Seðlabankinn hefur þurft að halda uppi meiri vaxtamun gagnvart útlöndum en áður til að tryggja stöðugleika í gengi krónunnar. Á móti kemur að búast má við að verðbólga verði áfram lítil í viðskiptalöndum og verðbólguvæntingar virðast nú hafa lagað sig að minni verðbólgu.

Verðbólguþáttur Seðlabankans

Síðustu tvö árin hefur Seðlabankinn haft tilhneigingu til að ofspá verðbólgu. Til dæmis má nefna spá bankans frá apríl 1997, sem gerð var í kjölfar kjarasamninga. Eftir að hafa lagt mat á kostnaðaráhrif nýgerðra samninga spáði Seðlabankinn því að neysluverðsvísitalan myndi hækka um 0,9% frá fyrri ársfjórðungi, sem samsvarar um 3,4% verðbólgu á ári. Vísitalan hækkaði hins vegar aðeins um 0,6%, sem sam-

5. Sjá nánar Palle S. Andersen og Már Guðmundsson, áður tilvitnað.

6. Þar sem verðvísitalan fyrir síðasta ársfjórðunginn 1998 er ekki þekkt er notast við síðustu spá.



svarar 2,3% verðbólgu. Hvað áhrærir nýlegar spár bankans um verðbólgu einstakra ársfjórðunga, skiptir nokkuð í tvö horn. Seðlabankinn spáði nákvæmlega rétt fyrir um hækkun vísitölu á öðrum ársfjórðungi 1998, en aðrir aðilar sem gefa út verðlagsspár spáðu þá nokkru meiri verðbólgu en raun varð á. Seðlabankinn ofspáði hins vegar verulega á þriðja fjórðungi ársins, þegar verðlag lækkaði um 0,4% milli ársfjórðunga.

Eins og sjá má á mynd 4 var um töluverða ofspá að ræða í spá bankans til loka ársins 1998 sem gerð var í apríl 1997.⁶ Spáði bankinn að verðbólga á árinu 1997 yrði 2,1% og 3,4% á

Tafla 3. Spá um næsta ársfjórðung (í %)

Ársfjórðungur	Spá Seðlabanka	Breyt. á vísitölu	Spá-skekkjur
1996			
1	0,8	0,5	0,3
2	0,6	0,7	-0,1
3	0,4	0,8	-0,4
4	0,4	0,1	0,3
1997			
1	0,2	0,2	0,0
2	0,9	0,6	0,3
3	0,5	0,7	-0,2
4	0,6	0,4	0,2
1998			
1	0,8	0,4	0,4
2	0,7	0,7	0,0
3	0,4	-0,4	0,8
Meðaltal			0,14
Staðalfrávik			0,34

árinu 1998, en raunveruleg verðbólga 1997 varð 1,8% og útlit er fyrir að verðbólga á árinu 1998 verði um 1,6%. Vert er að taka fram að í spánni fyrir 1998 var ekki gert ráð fyrir neinum sérstökum peningamálaaðgerðum í því skyni að draga úr verðbólgu. Í reynd stuðlaði aðhaldssöm peningastefna Seðlabankans hins vegar að hækkun gengis krónunnar og veitti aðhald að innlendri eftirspurn. Seðlabankinn þurfti því að lækka spá sína í júlí 1997. Ársspáin fyrir 1997 var lækkuð niður í 1,7% og spáin fyrir 1998 í 2,8%.

Spáskekkjur Seðlabankans fyrir tímabilið 1996(1) til 1998(3) má sjá nánar í töflu 3 þar sem sýndar eru raunverulegar og spáðar verðlagshækkanir milli ársfjórðunga og spáskekkjur sem af hafa hlotist.

Eins og sjá má er spáskekkja Seðlabankans að meðaltali aðeins um 0,14%, sem vikur ekki frá núlli svo tölfræðilega marktækt sé. Staðalfrávik spáskekkjunnar er um 0,34% sem verður að teljast allgott miðað við að staðalfrávik metinnar spájöfnu er um 0,5%.

Tilhneiging til ofspár

Í upphafi árs spáði Seðlabankinn um 2,6% verðbólgu á þessu ári, mælt sem breyting milli ársmeðaltala. Nú er hins vegar ljóst að verðbólgan verður töluvert lægri, eins og áður hefur komið fram. Þetta er svipuð þróun og tvö undanfarin ár, þar sem verðbólguþá Seðlabankans í upphafi árs ofspáir raunverulegri verðbólgu.

Tilhneiging til að ofspá verðbólgu á síðustu árum birtist einkum með tvennum hætti. Í fyrsta lagi virðist vera tilhneiging að ofspá verðhækkunum í kjölfar kjarasamninga. Verðhækkanir í kjölfar launahækkana virðast nú koma hægar fram en reynsla fyrri ára segir til um. Í öðru lagi virðist sérstaklega hafa verið tilhneiging á síðustu árum til að ofspá ársverðbólgu þegar spáð var í upphafi árs. Þessir þættir eru að sjálfsögðu nátengdir. Mikilvægt er að greina á milli hvort varanleg breyting hafi orðið á sambandi launa og verðlags, þ.e.a.s. hvort langtímasamband þessara stærða hafi breyst, eða hvort samband launa og verðlags hafi eingöngu færst til innan ársins þannig að áhrif launabreytinga dreifist yfir lengri tíma en komi samt fram með sama hætti og áður þegar til langs tíma er litið.⁷

Hér á eftir er reynt að svara þessum spurningum. Fyrst þarf hins vegar að athuga hvort kerfisbundin slagsíða sé í spáskekkjum hagfræðisviðs eða hvort spáskekkjurnar séu eingöngu tölfræðilegur slembiliður sem er með öllu ófyrirsjáanlegur.

Er kerfisbundinn þáttur í spáskekkjunum?

Fróðlegt er að skoða spáskekkjur spálíkansins og kanna hvort fyrirsjáanleg, kerfisbundin skekkja sé í þeim. Ef svo er þá er augljóslega hægt að bæta spána ef þær upplýsingar sem skýra kerfisbundinn þátt spáskekkjunnar liggja fyrir þegar spáin er gerð.

Í Seðlabankanum hefur þetta verið athugað með því að skoða hvort unnt sé að skýra mánadaglegar spáskekkjur í verðbólguþá Seðlabankans á tímabilinu nóvember 1993 til mars 1998 með ýmsum þekktum stærðum.⁸ Í ljós kemur að kerfisbundin árstíðarsveifla er í spáskekkjum bankans á tímabilinu, sem þýðir að hægt hefði verið að bæta spánnar með því að taka tillit til þess hvenær ársins er spáð. Slík áhrif hafa ekki fundist í eldri könnunum og má rekja til sterkrar árstíðarsveiflu í búvöruþætti neysluvöruvísitölunnar sem varð til við gildistöku EES samningsins. Í ljósi þessa hefur verðbólguþá bankans verið endurskoðuð, og er nú tekið tillit til árstíðarsveiflu í neysluvöruvísitölunni og átti sú breyting sér stað sl. haust.

Auk kerfisbundinnar árstíðarsveiflu í spávillunum má finna marktæk áhrif frá launahækkunum síðasta mánaðar, mælt með launavísitölu Hagstofunnar. Niðurstöðurnar benda til þess að launabreytingar hafi jákvæð áhrif á spáskekkjurnar sem túlka má sem vísbendingu um að áhrif launabreytinga á verðlag hafi minnkað á tímabilinu. Að lokum virðast vaxtabreytingar og breytingar á útlánum til fyrirtækja fyrir tveimur mánuðum hafa einhver áhrif á spáskekkjurnar og virðast áhrif þessara stærða á

7. Niðurstöður rannsókna benda til þess að langtímasamband verðlags við launakostnað á unna einingu og innflutningsverðlag sé þannig að launakostnaður á unna einingu skýri um 60% af verðlagi til langs tíma en innflutningsverðlag um 40%. Sjá t.d. Guðmundur Guðmundsson: „Tölfræðikönnun á verðbólgu á Íslandi árin 1962-1989“, *Fjármálatíðindi*, 1990, 37, 43-53 og Þórarinn G. Pétursson: „Price Determination and Rational Expectations“, *International Journal of Finance and Economics*, 1998, 3, 157-167.

8. Þórarinn G. Pétursson: „Hugleiðingar um spávillur verðbólgu-spálíkans“, óbirt handrit, Seðlabanki Íslands, júlí 1998.

Tafla 4. Samanburður á verðbólguþám miðað við mismunandi forsendur (í %)

	<i>Raunveruleg verðbólga</i>	<i>Raunveruleg verðbólguþá</i>	<i>Spá metna líkansins</i>	<i>Spá án sérstakra þátta</i>	<i>Spá með réttum forsendum</i>
1996:1	0,5	0,8	1,6	1,0	1,4
1996:2	0,7	0,6	0,7	0,6	0,7
1996:3	0,8	0,4	0,4	0,5	0,3
1996:4	0,1	0,4	1,0	0,7	0,7
1997:1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1
1997:2	0,6	0,9	1,0	0,8	1,1
1997:3	0,7	0,5	0,8	0,6	0,8
1997:4	0,4	0,6	0,3	0,5	0,4
Meðalskekkja	.	0,04	0,20	0,08	0,16
Staðalfrávik	.	0,25	0,54	0,80	0,44
1996	2,3	2,1	2,3	2,1	2,3
1997	1,8	2,1	2,1	2,4	1,8
Meðalskekkja	.	0,06	0,14	0,23	-0,02
Staðalfrávik	.	0,24	0,20	0,40	0,03

verðlag vera að aukast á tímabilinu.⁹ Áhrif þeirra virðast þó enn lítil og varla tölfræðilega marktæk. Sameiginlega skýra þessir þættir tæplega helming breytileikans í spáskekkjunum.

Mögulegar skýringar

Tvær skýringar á kerfisbundnum spáskekkjum virðast helst koma til greina. Í fyrsta lagi getur verið að samband launa og verðlags hafi breyst. Launahækkningar á fyrri hluta árs virðast ekki hafa leitt til verðbólgu í sama mæli og gert er ráð fyrir í spálíkaninu, sem byggir á sögulegri reynslu. Þetta má m.a. skýra með aukinni samkeppni á innlendum smásölumarkaði og auknum áhrifum erlendar verðlagsþróunar á innlent verðlag. Önnur hugsanleg skýring er að forsendur um þróun launakostnaðar og innflutningsverðlags í spám Seðlabankans hafi verið rangar.

Greining spáskekkna

Til að reyna að átta sig á mikilvægi þeirra tveggja orsaka spáskekkna, sem nefndar eru að ofan, má skipta spáskekkjunum upp sem¹⁰

$spáskekkja = rangar forsendur + kerfisbreyting$

þar sem rangar forsendur taka til skekkna sem orsakast af röngum forsendum um þróun skýristærða verðbólgunnar en kerfisbreytingar taka til breytinga er hafa orðið á undirliggjandi sambandi verðbólgu og skýristærða hennar.¹¹

Rangar forsendur

Til að athuga hvort þær forsendur, sem gefnar voru um þróun launa og innflutningsverðlags, geti skýrt spáskekkjur Seðlabankans, hafa verið gerðar verðbólguþá miðað við mismunandi forsendur.¹² Við spágerð þarf að gefa sér tvenns konar forsendur. Annars vegar er um að ræða forsendur um þróun skýristærða líkansins, þ.e.a.s. sammingsbundin laun, launaskrið, framleiðni, gengi og erlent verðlag, hins vegar forsendur um sérstök áhrif. Með sérstökum áhrif-

9. Niðurstöður rannsóknna benda til þess að útlán til fyrirtækja hafi haft marktækt forsagnargildi fyrir þróun verðlags á síðustu tíu árum. Tómas Hansson: „Eiginleikar og samfylgni útlána- og peningastærða við verðlag og eftirspurn á mánaðartíðni“, óbirt handrit, Seðlabanki Íslands, febrúar 1997.

10. Þessi sundurgreining gerir ráð fyrir því að spálíkanið lýsi fullkomlega undirliggjandi sambandi verðbólgu og skýristærða hennar. Sé spálíkanið rangt skilgreint bætist einn þáttur enn við spáskekkjurnar. Sjá nánari útlitun í Þórarinn G. Pétursson: „Hugleiðingar um spávillur verðbólgu-spálíkans“, óbirt handrit, Seðlabanki Íslands, júlí 1998.

11. Rangar forsendur ná einnig til mæliskekkja í skýristærðum líkansins.

12. Marías H. Gestsson: „Verðbólguþróun á Íslandi og skekkjur í verðbólguþám Seðlabanka Íslands“, óbirt handrit, Seðlabanki Íslands, september 1998 og Þórarinn G. Pétursson: „Sundurgreining á spáskekkjum verðbólguþá Seðlabankans“, óbirt handrit, Seðlabanki Íslands, september 1998.

um er átt við þætti sem ekki eru í spálíkaninu. Þar má nefna áhrif árstíðarbundinna þátta, áhrif skattabreytinga o.s.frv.

Í töflu 4 eru bornar saman verðbólguþáttur, þar sem tekið er tillit til þróunar skýristærða og sérstakra áhrifa á mismunandi hátt. Fyrsti dálkurinn sýnir raunverulega verðlagsþróun á tímabilinu 1996 til 1997, ársfjórðungs- og árstíðni. Annar dálkurinn sýnir spár Seðlabankans. Þriðji dálkurinn sýnir spá metna líkansins, þ.e.a.s. spá sem byggir á bestu fánlegu upplýsingum um þróun skýristærðanna, í stað þeirra bráðabirgðatalna sem notaðar voru við spágerðina, en þó án þess að taka tillit til sérstakra áhrifa sem bætt er við spána á hverjum tíma. Fjórði dálkurinn sýnir spá sem byggir á forsendum sem þekktar voru á hverjum tíma, en án þess að taka tillit til sérstakra áhrifa. Síðasti dálkurinn sýnir verðlagsþáttur sem byggir á bestu fánlegu upplýsingum um þróun skýristærðanna og tekur einnig tillit til sérstakra áhrifa.

Samanburður á þessum spám leiðir í ljós að verðbólguþáttur versnar töluvert við að taka ekki tillit til sérstakra áhrifa, hvort sem notast er við forsendur spárinnar eða byggt á bestu fánlegu upplýsingum um þróun skýristærða. Spáskekkjur aukast að meðaltali og staðalfrávik þeirra er í öllum tilvikum stærra. Gildir þetta bæði um spár á ársfjórðungs- og árstíðni. Því virðist það hafa bætt spárnar töluvert að taka inn sérstakar upplýsingar sem talið var að skiptu máli.

Til þess að leggja mat á hvort gefnar forsendur á hverjum tíma hafi skipt máli fyrir spáskekkjurnar má bera saman raunverulegar verðbólguþáttur og þær spár sem taka tillit til bestu fánlegu upplýsinga um þróun skýristærða, en taka einnig tillit til sérstakra áhrifa. Þessi samanburður leiðir í ljós að gæði ársfjórðungsspáanna minnkar við að nota bestu upplýsingar. Meðalskekkjan eykst úr 0,04% í 0,16% og staðalfrávik skekkjunnar úr 0,25% í 0,44%. Því virðist ekki hægt að skýra spáskekkjur í ársfjórðungsspám með þeim forsendum sem gefnar voru um skýristærðir verðbólgu, nema síður sé. Ofmat bankans á áhrifum launahækkana innan ársins virðist því ekki stafa af ofmati á launahækkunum innan ársins.

Samanburður á ársspám gefur aftur á móti til kynna að meginskýring spáskekkna í ársspám

séu rangar forsendur um þróun skýristærða á árinu. Þannig fæst nánast nákvæmlega rétt spá miðað við bestu fánlegar upplýsingar fyrir bæði árin. Sérstaklega vekur athygli að með þeim hætti ofspár líkanið ekki verðbólgu ársins 1997 eins og raun varð á. Mestu máli skiptir að framleiðniaukning á árinu var vanmetin og hækkun innflutningsverðlags var ofmetin. Þegar leiðrétt er fyrir þessum þáttum fæst því spá sem er mun nær raunveruleikanum en opinberar spár.

Í ljósi þessa virðist langtímasamband launa og verðlags ekki hafa breyst. Ofspá síðasta árs virðist í meginatriðum mega skýra með vanmati á framleiðniaukningu í hagkerfinu og ofmati á hækkun innflutningsverðlags. Skammtímasamband þeirra virðist hins vegar hafa breyst þannig að launahækkunir koma fram hægar en áður.

Breytingar á skammtímasambandi verðlags og launa

Í meginatriðum má segja að sameiginleg niðurstaða þeirra rannsókna á verðbólgu sem farið hafa fram í Seðlabankanum sé að verðbólga ráðist að mestu leyti af þróun launakostnaðar á unna einingu og innflutningsverðlagi.¹³

Nýverið var rannsakað ítarlega hvort breytingar hefðu orðið á sambandi verðlags við laun og innflutningsverðlag.¹⁴ Notast var við hálfársöggn fyrir tímabilið 1963 til 1998. Líkanið var metið með svokallaðri Kalman-síu og er dreifni og samfylgni verðlags og launa leyft að breytast við gildistöku þjóðarsáttarsamninga árið 1990.

Niðurstöður þessarar rannsóknar benda til þess að skammtímasamband verðlags og launa hafi breyst eftir 1990.¹⁵ Tafla 5 sýnir áhrif 10% launahækkunar á verðlag til skamms og langs

13. Sjá t.d. Guðmundur Guðmundsson: „Tölfræðikönnun á verðbólgu á Íslandi árin 1962-1989“, *Fjármálatíðindi*, 1990, 37, 43-53. Þetta er fyrsta tilraunin til að meta verðbólgu líkan á villuleiðréttingarformi þar sem fékkst beint mat á skammtíma- og langtímaáhrifum launa- og innflutningsverðlags. Einnig Þórarinn G. Pétursson: „Price Determination and Rational Expectations“, *International Journal of Finance and Economics*, 1998, 3, 157-167. Í þessari grein er meira horft til áhrifa væntinga um breytingar á launum og innflutningsverðlagi í framtíðinni á verðbólgu.

14. Guðmundur Guðmundsson: „Tveggja jöfnu líkan af hálfársgildum launa og verðlags“, óbirt handrit, Seðlabanki Íslands, ágúst 1998.

Tafla 5. Áhrif 10% launahækkunar á verðlag

	Tímabilið 1963-1989	Tímabilið 1990-1998
Áhrif á verðlag næsta hálfra árið	4,1%	2,1%
Langtímaáhrif á verðlag	6,7%	6,7%

tíma. Á fyrri tímabilinu hefði slík launahækkun valdið 4% hækkun verðlags til skamms tíma en aðeins um 2% hækkun á seinna tímabilinu. Því virðist sem launahækkunar hafi haft um tvöfalt meiri áhrif á verðlag til skamms tíma fyrir gildistöku þjóðarsáttarsamninga.¹⁶

Til langs tíma veldur 10% launahækkun um 6,7% verðlagshækkun í báðum tilvikum. Því virðist sem langtímasamband launa og verðlags hafi ekki breyst. Það sem breyst hefur er að launahækkunar koma hægar fram en áður. Þetta er í samræmi við þær ályktanir sem dregnar voru af greiningu spáskekknanna að ofan.

Önnur athyglisverð niðurstaða úr þessari rannsókn er að svo virðist sem launamyndun á Íslandi hafi breyst. Á sjöunda og áttunda áratugnum virðist sem hlutfall launa af þjóðartekjum hafi haft mikil áhrif á launamyndun. Þetta hefur síðan smám saman breyst og hefur nú nánast engin áhrif. Mynd 5 sýnir aðlögunarhraða launa að misvægi þjóðartekna og launa. Í byrjun er aðlögunarhraðinn um 0,8 þannig að 10% vöxtur þjóðartekna umfram nafnlaun orsakaði 8% launahækkun sem er að mestu komin fram innan árs frá hækkun þjóðartekna. Aðlögunarhraðinn fer síðan smám saman minnkandi og er í lok tímabilsins orðinn nánast enginn.

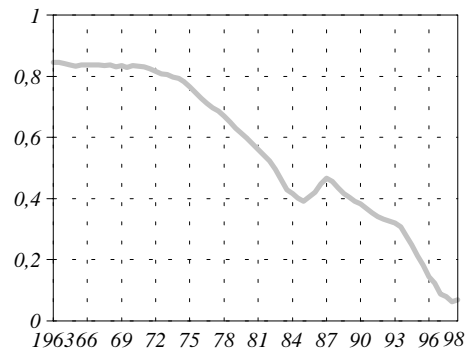
Skýringa á þessari breytingu er líklega að leita í kerfisbreytingum á innlendum vinnu- markaði. Á fyrri hluta tímabilsins tóku launasamningar í meginatriðum tillit til skiptingar þjóðartekna. Ef laun drógust aftur úr þjóðartekjum var krafist nafnlaunahækkunar því til

15. Þar sem skiptingin árið 1990 er ekki niðurstaða úr mati á sjálfu líkaninu er ekki víst að breytingin hafi átt sér stað nákvæmlega á þeim tímapunkti. Þannig gæti hún jafnvel hafa átt sér stað einu til tveimur árum síðar. Það sem skiptir hins vegar máli er að breyting virðist hafa átt sér stað, ekki endilega nákvæmlega hvenær.

16. Hafa ber í huga að ekki er ljóst hvort þessi munur er nægilega mikill til að ná því að vera tölfraðilega marktækur.

Mynd 5

Aðlögunarhraði launabreytinga að hlutfalli launa af þjóðartekjum



leiðréttingar. Á sama tíma var innlendir vinnu- markaður lokaður þannig að flöskuháls mynd- aðist á uppsveiflutímum, sem var aðeins lagaður með launahækkunum. Uppgangur í þjóðfélaginu, og þar með vöxtur þjóðartekna, fór því saman við miklar launahækkunar.

Þetta hefur smám saman verið að breytast með breyttum áherslum við gerð kjarasamninga og ekki síður með opnun innlands vinnu- markaðar. Nú er uppsveiflum í meira mæli mætt með innflutningi á vinnuafli þannig að minni þrýstingur skapast á nafnlaun á penslutímabilum en áður.

Niðurstöður

Ástæður lítillar verðbólgu eru að hluta til tímabundnar. Ekki virðist hafa orðið grundvallar- breyting á langtímasambandi launakostnaðar, innflutningsverðs og verðlags. Ofspár verðbólgu hafa að verulegu leyti stafað af of svartsýnum forsendum um ytri stærðir eins og innflutningsverð og framleiðni, auk þess sem aðhaldssöm peningastefna hefur stuðlað að minni verðbólgu í gegnum hærra gengi. Laun koma hins vegar hægar fram í verðlagi en áður og samband launamyndunar og hlutfalls launa í þjóðartekjum hefur veikst.

Hagstæðar ytri aðstæður að undanfögnu og tafir í áhrifum launabreytinga á verðlag gefa síður en svo tilefni til að slaka á árvekni gagnvart verðbólgu. Þvert á móti krefjast slíkar aðstæður meiri framsýni stjórnvalda við mótun

efnahagsstefnunnar. Það að ástæður lágrar verðbólgu að undanfögnu hafi að hluta til verið tímabundnar gefur ekki tilefni til að ætla að ekki verði unnt að varðveita lága verðbólgu á komandi misserum. Aðrir þættir eins og lágar verðbólguvæntingar geta komið til skjalanna og peningastefnan mun áfram hafa það að höfuðmarkmiði að halda verðbólgu í skefjum. Taki

ingum á að vera hægt að ná fram hæfilegum vexti kaupmáttar með minni hækkun nafnlauna en áður þurfti. Þar með skapast skilyrði til að festa lága verðbólgu í sessi, sérstaklega í ljósi þess að erlend verðlagsþróun verður að líkindum hagstæð enn um sinn. Til þess að treysta undirstöður lágrar verðbólgu er hins vegar nauðsynlegt að efnahagsstefnan vinni markvisst að því að draga úr viðskiptahalla.

Viðauki 1: Annáll peningamála

1997

Október

Húsnæðisstofnun seldi húsnæðisbréf að fjárhæð 1,1 ma.kr. úr tveimur flokkum sem gefnir voru út árið 1996. Útboðið fór fram fyrir milligöngu verðbréfafyrirtækis, sem veitti sölutryggingu, og hafði það verið valið að undangengnu útboði.

Hinn 15. október birti Seðlabanki Íslands nýja verðbólguþátt, sem gerði ráð fyrir að meðalhækkun verðlags yrði 1,8% frá 1996 til 1997 og að hækkun yfir árið 1997 yrði 2,3%. Spáð var að verðlag á fjórða ársfjórðungi myndi hækka um 0,6% eða um 2,4% á ársvarða.

Kaupþing hf. fékk fullt og ótakmarkað leyfi til gjaldeyrisviðskipta og um leið aðild að milli-bankamarkaði með gjaldeyri.

Nóvember

Þann 19. nóvember hækkaði Seðlabankinn vexti í viðskiptum sínum um 0,3 prósentustig. Vaxtahækkun bankans fól í sér viðbrögð við minnkandi peningalegu aðhaldi á undanförunum mánuðum vegna lækkandi vaxtamunar gagnvart útlöndum, lægra gengi, horfum um aukna verðbólgu á fyrri hluta árs 1998 og ýmsum merkjum um aukna spennu í þjóðarþúskapnum.

Sendinefnd Alþjóðagjaldeyrissjóðsins kynnti sér íslensk efnahagsmál á fundum með fulltrúum stjórnvalda dagana 11.–17. nóvember. Í lokaálit nefndarinnar, sem birt var 27. nóvember, kom fram að strangara aðhald í ríkisfjármálum og peningamálum væri nauðsynlegt til að viðhalda þeim góða árangri í efnahagsmálum sem náðst hefði að undanförunu. Var það í fyrsta skipti sem álit sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er birt með þessum hætti hér á landi en æ fleiri aðildarlönd sjóðsins hafa tekið að birta álit sendinefnda hans að undanförunu.

Desember

Hinn 4. desember tóku nýjar reglur Verðbréfaþings Íslands (VÞÍ) um skráningu verðbréfa

gildi, og í framtíðinni verða hlutabréf skráð á tvo lista, aðallista og vaxtalista.

Bandaríska matsfyrirtækið Moody's gaf Íslandsbanka hf. lánsþæfiseinkunnina A3 en fjárhagslegur styrkur bankans fékk einkunnina D+. Bankinn er fyrsta íslenska einkafyrirtækið sem gengst undir mat alþjóðlegs matsfyrirtækis á stöðu sinni á lánsfjármarkaði.

Hinn 15. desember ákvað bankastjórn Seðlabankans að bregðast við slæmri lausafjárstöðu bankanna með því að efna til uppboðs á endurhverfum verðbréfa kaupum til eins mánaðar. Um fastverðsuppboð var að ræða, þ.e. ávöxtunarkrafan var ákveðin fyrirfram, 7,2%, en tilboð viðskiptanna réðu því hvað mikið seldist. Andlag þessara verðbréfavíðskipta var víkkað frá því sem gilt hafði en auk ríkisvixla og innstæðubréfa Seðlabankans var bankinn reiðubúinn að kaupa ríkisbréf, markaðsskráð spariskríteini, húsbref og húsnæðisbréf. Alls keypti bankinn ríkistryggð verðbréf fyrir u.þ.b. 5 ma.kr. með endurkaupaskilmálum að mánuði liðnum.

Hinn 19. desember auglýsti Seðlabankinn breyttar reglur um gjaldeyrismarkað í stað reglna frá 1. júlí 1997. Breytingin fól m.a. í sér að viðskiptavökum á héraendum millibankamarkaði varð nú skylt að gefa bindandi kaup- og sölutilboð fyrir 1 milljón Bandaríkjadala í stað 500 þús. áður.

Seðlabankinn opnaði heimasíðu á Internetinu (veraldarvefnum). Heimasíðuslóðin er <http://www.sedlabanki.is>.

1998

Janúar

Samkvæmt reglum um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár sem Seðlabanki Íslands setti í júní 1995 varð sú breyting í ársbyrjun að lágmarks-lánstími verðtryggðra lána var lengdur úr þrem-

ur árum í fimm og lágmarksbinditími til verðtryggingar sparifjár lengdist úr einu ári í þrjú. Þessi breyting var annar áfangi að því marki að draga úr notkun verðtryggingar á skuldbindingum til skamms tíma í samræmi við stefnu bankans sem staðfest var í júní 1995.

Um áramót urðu breytingar á stofnunum á fjármagnsmarkaði. Ríkisbankarnir, Landsbanki Íslands og Búnaðarbanki Íslands, voru gerðir að hlutafélögum en eru áfram að fullu í eigu ríkisins. Fiskveiðasjóður, Iðnlánasjóður, Útflutningslánasjóður og Iðnþróunarsjóður voru lagðir niður og við eignum þeirra tóku Fjárfestingarbanki atvinnulífsins hf. og Nýsköpunarsjóður atvinnulífsins. Ennfremur tók Lánasjóður landbúnaðarins við eignum og skuldbindingum Stofnlánadeildar landbúnaðarins sem lögð var niður.

Fjárfestingarbanki atvinnulífsins hf. fékk fullt og ótakmarkað leyfi til gjaldeyrisviðskipta frá áramótum og aðild að millibankamarkaði með gjaldeyri frá 5. janúar.

Um áramót tóku gildi reglur um upplýsingaskyldu skráðra félaga á VÞÍ. Markmiðið með reglunum er að tryggja að fjárfestar hafi á hverjum tíma aðgang að nýjustu upplýsingum sem nauðsynlegar eru til að geta myndað sér upplýsta skoðun á fjárfestingarkostum sem í boði eru á hverjum tíma.

Hinn 1. janúar var auðkennum allra skráðra bréfa á VÞÍ breytt. Verðbréfum hefur nú verið skipt í hópa eftir tegundum bréfs eða útgefanda og hefur hver hópur sinn upphafsstaf í auðkennum. Markmið breytingarinnar er að einfalda auðkenni verðbréfa og gera þau skýrari.

Húsnæðisstofnun seldi húsnæðisbréf að fjárhæð 1,7 ma.kr. úr tveimur flokkum sem gefnir voru út árið 1996.

Verðbréfaþing Íslands skráði tvo nýja flokka húsbreifa, HÚSBR98/1 og HÚSBR98/2. Flokkarnir voru útgefnir þann 15.12.1997 og verða samtals allt að 16.500 m.kr. að stærð.

Hinn 20. janúar birti Seðlabanki Íslands verðbólguþá sem gerði ráð fyrir að meðalhækkun verðlags yrði 2,6% milli árana 1997 og 1998 en hækkun frá upphafi til loka árs 1998 yrði 2,3%. Spáð var að verðlag á fyrsta ársfjórðungi myndi hækka um 0,8% eða 2,6% á ársgrundvelli.

Hinn 20. janúar gaf Íslandsbanki út nýjan flokk verðtryggðra kúlubréfa til 8 ára að fjárhæð 2 ma.kr.

Febrúar

Bandaríska matsfyrirtækið Moody's gaf Landsbanka Íslands hf. lánshæfiseinkunnina A3/P-2 og D fyrir fjárhagslegan styrk.

Seðlabankinn framlengdi um þrjú mánuði samninga sem gerðir voru 25. febrúar 1997 til eins árs við þrjú verðbréfafyrirtæki um fjárvörslu og viðskiptavakt fyrir ríkisskuldabréf bankans.

Nýjar reglur um viðskipta- og upplýsingakerfi Verðbréfaþings Íslands tóku gildi hinn 23. febrúar. Reglurnar koma í stað eldri reglna frá árinu 1993 sem voru orðnar ófullnægjandi eftir að nýtt viðskiptakerfi þingsins var tekið í notkun. Reglurnar varða einkum starfsemi þingadila og upplýsingaveitna sem dreifa upplýsingum frá þinginu til annarra viðtakenda með rafrænum hætti.

Hinn 27. febrúar gaf Búnaðarbankinn hf. út óverðtryggðan skuldabréfaflokk til sex ára að fjárhæð 1 ma.kr.

Mars

Hinn 1. mars voru gerðar breytingar á stjórn-tækjum Seðlabanka Íslands.

- Reglur um lausafjárhlutfall innlánsstofnana féllu úr gildi.
- Komið var á vikulegum uppboðum í endurhverfum viðskiptum til 14 daga í stað viðskipta þegar innlánsstofnunum þóknaðist. Öll ríkistryggð verðbréf og innstæðubréf Seðlabankans verða tekin gild í endurhverfum viðskiptum en áður var eingöngu hægt að nota innstæðubréf Seðlabankans og ríkisvixla.

- Innstæðubréf til 14 daga verða til sölu á uppboðum þegar Seðlabankinn telur þörf á að binda lausafé. Beinni sölu innstæðubréfa til 45 daga var hætt en áfram verða til sölu 90 daga bréf Seðlabankans.

- Nýtt fyrirgreiðsluform við bindiskyldar stofnanir var stofnað, svonefnd daglán. Gegn þeim tekur Seðlabankinn veð í ríkistrygðum verðbréfum í eigu lánastofnana.

Tilgangurinn með breytingunum var tvíþættur, annars vegar að samræma starfsskilyði og aðgang lánastofnana að fyrirgreiðslu í Seðlabankanum og hins vegar að samræma starfsskilyrði innlendra lánastofnana og lánastofnana á Evrópska efnahagssvæðinu.

Verðbréfaþing Íslands hóf birtingu nýrra þingvísitalna hlutabréfa 1. mars. Framvegis verður birt úrvalsvísitala VPÍ en hún byggist á úrtaki 15 félaga á aðallista VPÍ, sem hafa hvað virkasta verðmyndun. Auk hennar verða áfram birtar vísitölur fyrir hvorn lista þingsins, Heildarvísitala aðallista og heildarvísitala vaxtalista. Verðbréfaþingið mun jafnframt reikna út og birta vísitölur fyrir nokkra atvinnuvegi sem skráð félög starfa í. Frá og með 1. mars verða atvinnuvega vísitölurnar átta.

Íslandsbanki hf. gaf út skuldabréf á erlendum markaði. Útgáfan nam 75 milljónum Bandaríkjadala þ.e. 5,4 ma.kr. Vextir bréfanna miðuðust við LIBOR með 0,15% álagi.

Apríl

Hinn 1. apríl tóku gildi nýjar reglur um bindiskyldu og fyrsti útreikningur samkvæmt þeim fór fram 21. maí. Bindigrunnurinn var stækkaður þar sem við hann bættust erlend lán en bindihlutfallið var lækkað. Fleiri stofnanir eru bindiskyldar samkvæmt nýju reglunum en verið hafði.

Hinn 6. apríl voru samþykktar á Alþingi breytingar á lögum um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða. Breytingarnar fela m.a. í sér afnám á einkaleyfi VPÍ á verðbréfaþingsstarfsemi.

Hinn 16. apríl voru samþykktar á Alþingi breytingar á lögum nr. 22/1968 um gjaldmiðil Íslands. Samkvæmt lögnum er viðskiptaráðherra nú heimilt, að fenginni tillögu Seðlabanka Íslands, að ákveða að fjárhæð sérhverrar kröfu eða reiknings skuli greind og greidd með heilli krónu.

Húsnaðisstofnun seldi húsnaðisbréf að fjárhæð 1,1 ma.kr. úr tveimur flokkum sem gefnir voru út árið 1996.

Hinn 22. apríl birti Seðlabanki Íslands verðbólguþá sem gerði ráð fyrir að meðalhækkun verðlags yrði 2,3% milli árána 1997 og 1998 en hækkun frá upphafi til loka árs 1998 yrði 2,1%. Spáð var að verðlag á öðrum ársfjórðungi myndi hækka um 0,7% eða 2,2% á ársgrundvelli.

Mái

Hinn 12 maí var tilkynnt um endurskipulagningu á útgáfu ríkisvixla. Ríkisvixlaflokkum í umferð verður fækkað og þeir flokkar, sem í umferð eru hverju sinni, munu verða stærri en hingað til. Þessi endurskipulagning er hliðstæð markflokkaæðingu ríkisskuldabréfa.

Nýjar reglur um útreikning og færslu vaxta o.fl. við Seðlabanka Íslands í viðskiptum við bindiskyldar lánastofnanir tóku gildi hinn 21. maí.

Hinn 21. maí komu til framkvæmda breytingar á fyrirgreiðslu Seðlabanka Íslands við innlánsstofnanir. Reikningskvóti var afnuminn og óbundnir gjaldeyrisreikningar lánastofnanna voru lagðir niður.

Bandaríska matsfyrirtækið Standard & Poor's staðfesti óbreytt lánshæfismat á ríkissjóði Íslands og tilkynnti um leið jákvæðar horfur á lánshæfiseinkunn Íslands á erlendum skuldbindingum til langs tíma. Lánshæfiseinkunn Standard & Poor's var A+ fyrir erlendar langtímaskuldbindingar og A-1+ fyrir skammtímaskuldbindingar sem er hæsta skammtímaeinkunn sem fyrirtækið gefur. Lánshæfiseinkunn fyrir innlendar skuldbindingar til langs tíma var AA+.

Hinn 27. maí var í fyrsta skipti skráður á Verðbréfaþingi Íslands pappírslaus skuldabréfa-flokkur. Útgefandi skuldabréfanna er Landsbanki Íslands hf. og eru skuldabréfin gefin út undir Eurobond skilmálum í Bretlandi fyrir milligöngu Enskilda Debt Capital Markets í London. Skuldabréfin eru skráð hjá Euroclear en viðskiptastofa Landsbankans heldur eigenda-skrá fyrir þá viðskiptavinum sem ekki eru aðilar að Euroclear. Auk þess að vera skráð á VPÍ eru bréfin skráð í Kauphöllinni í Lúxemborg.

Hinn 29. maí tóku í gildi nýjar reglur um fyrir-greiðslu Seðlabanka Íslands við viðskiptavaka, jafnframt voru samningar um viðskiptavakt fjárvörsluaðila, sem verið hafa í gildi undanfarin tvö ár, felldir niður. Nokkrir aðilar að VPÍ hafa lýst því yfir við þingið að þeir muni gegna hlutverki viðskiptavaka með ríkiskuldabréf með líkum hætti og fólst í fjárvörslusamningum Seðlabankans.

Júní

Hinn 1. júní hætti Verðbréfaþing Íslands reglubundinni dreifingu upplýsinga um viðskipti á Opna tilboðsmarkaðnum, en samkvæmt 34. grein laga nr. 34/1998 um starfsemi kaup-halla og skipulegra tilboðsmarkaða er óheimilt að gefa til kynna að verðbréfamarkaður sé skipulagður vegna viðskipta með verðbréf sem ekki eru skráð í kauphöll eða á skipulegum tilboðsmarkaði. Opni tilboðsmarkaðurinn telst hvorki kauphöll né skipulagður markaður í skilningi laga nr. 34/1998.

Sparisjóður Hafnarfjarðar gaf út flokk verð-tryggðra skuldabréfa til 15 ára að nafnvirði 3 ma.kr.

Hinn 10. júní tóku gildi reglur um viðskipti á millibankamarkaði með íslenskar krónur. Samkvæmt þeim mun Seðlabankinn reikna út dag-lega REIBOR og REIBID vexti út frá meðaltali tilboða allra markaðsaðila. REIBOR og REIBID verða reiknaðir út í þremur tímalengdum, til eins dags (O/N), einnar viku (S/W) og eins mánaðar (1M). Hinar nýju reglur fela í sér gagnkvæmar skuldbindingar markaðsaðila til að gefa upp vexti í ofangreindum tímalengdum fyrir tiltekn-

ar fjárhæðir. Þann 1. ágúst munu bætast við vextir þriggja mánaða millibankalána.

Hinn 11. júní opnaði Kaupþing verðbréfa-fyrirtæki í Lúxemborg. Er þetta fyrsta íslenska verðbréfafyrirtækið sem tekur til starfa erlendis.

Hinn 19. júní hóf Búnaðarbankinn viðskiptavakt með hlutabréf, hann skuldbindur sig til að gera 1 m.kr. kaup- og sölutilboð í 10 af 15 stærstu fyrirtækjunum á markaðnum.

Samþykkt voru á Alþingi lög um stofnun Fjármálaeftirlits. Þau fela í sér sameiningu banka- eftirlits Seðlabanka Íslands og Vátrygginga- eftirlitsins frá 1. janúar 1999. Eftirlit með starfsemi allra fjármálastofnana verður í höndum Fjármálaeftirlitsins frá þeim tíma.

Samþykktar voru á Alþingi breytingar á lögum nr. 36/1986 um Seðlabanka Íslands. Helstu breytingar voru þær að kaflinn um bankaeftirlit var felldur niður en í stað hans kom kaflur um upplýsingaöflun. Þá verður Seðlabankanum heimilt að eiga viðskipti við aðrar lánastofnanir en innlánsstofnanir og setja reglur um með hvaða hætti þau skulu vera. Inn í 3. gr. laganna var fellt ákvæði um að Seðlabankanum beri að stuðla að greiðri, hagkvæmri og öruggri greiðslumiðlun í landinu og við útlönd.

Júlí

Hinn 1. júlí var gengisskráningarvog breytt vegna árlegrar endurskoðunar í ljósi samsetningar utanríkisviðskipta á árinu 1997.

Húsnæðisstofnun seldi húsnæðisbréf að fjárhæð 1,1 ma.kr. úr tveimur flokkum sem gefnir voru út árið 1996.

Hinn 1. júlí hóf viðskiptastofa Íslandsbanka viðskipti með afleiður í hlutabréf. Afleiðusamningarnir eru tengdir úrvalsvísitölu Verðbréfaþings Íslands.

Íslandsbanki hóf formlega viðskiptavakt með hlutabréf fimm fyrirtækja af þeim fimmtán sem mynda úrvalsvísitölu Verðbréfaþings Íslands. Bankinn mun daglega setja fram kaup- og sölu-

tilboð að fjárhæð 2 m.kr. í hlutabréf þessara fyrirtækja. Auk þess hóf bankinn óformlega viðskiptavakt með fimm önnur félög sem mynda úrvalsvísitölu Verðbréfaþings Íslands.

Hinn 15. júlí birti Seðlabanki Íslands verðbólgu-
spá sem gerði ráð fyrir að meðalhækkun
verðlags yrði 2,0% milli árunna 1997 og 1998
en hækkun frá upphafi til loka árs 1998 yrði
1,6%. Spáð var að verðlag á þriðja ársfjórðungi
myndi hækka um 0,4% eða 1,9% á ársgrund-
velli.

Ágúst

Hinn 21. ágúst var reglum um útreikning og
færslu vaxta við Seðlabanka Íslands breytt.
Meginbreytingin fólst í því að skuldabréfa-
flokkur Landsvirkjunar, SFLAN12/KU, er nú
hæfur í endurhverfum verðbréfa viðskiptum og
daglánaviðskiptum við Seðlabankann.

September

Hinn 4. september hækkaði Seðlabankinn

ávöxtun í endurhverfum viðskiptum um 0,3%,
ávöxtunin er nú 7,5% í stað 7,2% áður.

Október

Húsnæðisstofnun seldi húsnæðisbréf að fjárhæð
1,1 ma.kr. úr tveimur flokkum sem gefnir voru
út árið 1996.

Hinn 15. október tóku gildi breytingar á reglum
um viðskiptakerfi Verðbréfaþings Íslands sem
varða uppgjör viðskipta. Helstu breytingar
reglnanna eru þær að uppgjör með öll skráð bréf
fer fram næsta viðskiptadag eftir að viðskipti
eiga sér stað.

Hinn 22. október birti Seðlabanki Íslands
verðbólgu-
spá sem gerði ráð fyrir að meðal-
hækkun verðlags yrði 1,6% milli árunna 1997
og 1998 en hækkun frá upphafi til loka árs 1998
yrði 0,6%. Spáð var að verðlag á fjórða árs-
fjórðungi myndi hækka um 0,2% eða 0,7% á
ársgrundvelli.

TÖFLUVIÐAUKI

Tafla 1. Yfirlitstölur¹

	M1	M3	Innlán	Útlán og	Lausafjár-	Endingartími			Íbúða-	Vöru-	Vöru-	Vöruskipta-
	með	með	með	markaðs-	staða	gjalddeyris-			verð á	útflyt.,	Vöru-	jöfnuður,
	áætl.	áætl.	áætl.	verðbréf	innlánsst.,	forða í lok			höfuðb.-	útflyt.,	innflyt.,	% af
	vöxtum,	vöxtum,	vöxtum,	innlánsst.,	hlutfall af	tímab. m.v.		Hluta-	svæðinu,-	% breyt.	% breyt.	vöru-
	12 mán.	12 mán.	12 mán.	12 mán.	innlán. og	12 mán.	Vísitala	bréfa-	á milli	á milli	á milli	útflyt.
	% breyt.	% breyt.	% breyt.	% breyt.	verðbr.	meðaltal	gengis-	verð,	útsafn.	útsafn.	útsafn.	síðustu
	í lok	í lok	í lok	í lok	útg. í lok	alm.innflyt.	skrán.	12 mán.	12 mán.	12 mán.	12 mán.	síðustu
	tímabils	tímabils	tímabils	tímabils	tímabils	Mán. ²	méðaltal ³	% breyt. ⁴	% breyt. ⁵	tímabila ⁶	tímabila ⁶	12 mán.
1980.....	61,9	65,4	67,1	66,4	8,1	2,5	.	.	.	60,2	60,0	3,5
1981.....	60,1	70,5	69,9	72,2	3,9	3,6	.	.	.	46,5	56,3	-3,0
1982.....	29,1	58,0	59,7	92,0	-6,2	2,4	.	.	66,7	29,7	54,0	-22,2
1983.....	77,9	78,7	80,2	85,6	-5,6	2,9	.	.	43,6	119,6	75,2	2,5
1984.....	42,5	33,4	33,8	43,0	-8,1	2,4	.	.	31,6	26,5	31,6	-1,4
1985.....	27,3	47,6	48,2	29,7	-5,3	3,2	.	.	13,8	43,3	41,3	0,0
1986.....	43,3	35,0	34,9	19,1	-2,3	4,0	.	.	15,6	33,2	21,4	8,9
1987.....	31,7	35,2	35,4	42,1	2,1	2,7	.	.	38,1	18,0	34,2	-3,7
1988.....	16,5	24,0	24,3	37,2	4,3	2,8	.	.	36,3	16,2	12,7	-0,5
1989.....	32,8	27,2	27,6	25,2	8,3	3,5	.	.	14,9	29,8	17,1	9,3
1990.....	24,9	14,9	15,2	11,0	8,4	3,9	.	78,0	12,6	15,5	20,7	5,2
1991.....	19,9	14,4	14,6	11,5	9,1	3,7	.	7,1	11,5	-1,0	8,0	-3,4
1992.....	1,3	3,8	3,7	5,7	9,8	4,6	100,7	-10,4	5,6	-4,1	-6,9	-0,4
1993.....	5,4	6,5	6,5	7,0	10,6	4,7	110,6	-17,0	-0,2	7,8	-6,4	12,8
1994.....	10,7	2,3	1,9	-0,1	5,8	2,9	116,0	23,6	-1,2	19,0	12,9	17,2
1995.....	9,6	3,7	2,0	0,8	4,3	2,8	116,1	35,2	-1,5	3,5	10,8	11,4
1996.....	8,5	6,8	6,9	12,4	7,9	3,3	116,2	59,9	0,2	7,8	20,8	0,7
1997.....	17,4	9,2	9,5	17,9	1,3	2,8	114,7	13,6	0,9	4,4	5,2	-0,1
1997:												
Janúar.....	11,2	5,1	4,8	11,8	7,8	2,6	115,8	56,4	1,2	11,6	21,2	1,9
Febrúar.....	11,3	6,4	6,6	14,0	6,6	2,6	116,0	56,5	1,9	8,4	21,0	0,1
Mars.....	12,2	6,3	6,1	13,4	5,8	2,8	115,8	49,5	3,0	5,3	16,9	0,6
Apríl.....	10,2	6,8	6,7	13,3	7,1	3,0	115,3	71,7	3,3	6,3	17,3	-0,3
Máí.....	11,7	6,2	6,2	13,3	6,9	3,1	114,7	60,2	0,7	7,2	15,6	-0,5
Júní.....	10,7	6,6	6,7	13,8	5,6	3,6	114,2	49,5	2,9	6,1	15,0	-0,4
Júlí.....	15,3	8,3	8,4	16,2	8,2	3,7	113,4	43,9	0,3	5,7	12,0	0,4
Ágúst.....	7,9	7,2	7,2	15,5	7,0	3,7	113,2	28,0	-3,8	3,7	11,5	-0,9
September...	12,1	8,4	8,5	17,4	5,9	3,1	113,6	21,3	0,7	6,3	9,7	0,0
Október.....	11,8	10,3	10,3	18,6	4,1	2,7	114,9	17,1	3,4	4,6	6,7	0,3
Nóvember...	9,4	9,8	9,9	15,0	3,8	2,9	115,2	13,3	-0,4	5,0	5,3	0,6
Desember...	17,4	9,2	9,5	17,9	1,3	2,8	114,0	13,6	-2,0	4,4	5,2	-0,1
1998:												
Janúar.....	21,3	11,1	11,3	17,4	2,8	2,7	114,1	5,1	1,0	0,0	7,4	-5,3
Febrúar.....	25,1	11,4	11,2	17,6	1,5	2,6	113,3	1,8	1,1	0,2	7,3	-7,0
Mars.....	12,6	8,4	8,8	17,0	-0,9	2,5	113,4	-1,8	0,7	0,5	14,2	-13,0
Apríl.....	17,8	9,3	8,8	17,6	-0,9	2,6	112,8	-21,9	-0,2	-1,4	11,9	-13,7
Máí.....	16,1	12,3	12,0	18,6	-1,7	2,6	112,6	-11,0	2,7	-0,1	14,7	-15,3
Júní.....	16,7	14,2	14,3	18,7	-3,3	2,9	111,7	-5,9	1,2	1,9	17,3	-15,5
Júlí.....	17,0	15,3	15,3	18,9	0,2	2,6	111,6	-5,7	1,0	3,0	20,1	-16,0
Ágúst.....	24,4	16,3	16,7	23,1	-1,2	2,4	111,6	5,3	...	6,0	20,7	-14,9
September...	17,4	16,9	17,1	25,0	-3,2	2,4	112,6	3,1	...	4,3	20,9	-15,9
Október.....	...	...	...	...	...	2,4	113,0	0,4	...	...	...	...

1. Nýjstu tölur eru bráðabirgðatölur. 2. Á föstu gengi. 3. Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu m.v. vog opinberrar skráningar 31. des. 1991=100. Frá og með 6. sept. 1995 er skráningin miðuð við vöru- og þjónustuvísitölum í milli og þjónustuvísitölum í milli 16 mynta, en áður við eku (76%), Bandaríkjadal (18%) og japanskt jen (6%). 4. Byggt er á hlutabréfavísitölu VÍB í upphafi, en á þingvísitölu VÍB frá og með janúar 1993 og á Úrvalsvísitölu VÍB frá og með janúar 1998. 5. 12 mánaða breyting nafnverðs milli ársmeðaltala eða frá sama mánuði fyrra árs. Verð á fermetra í fjölbylí á höfuðborgarsvæðinu. 6. Prósentubreyting á milli uppsafnaðra 12 síðustu mánaða og 12 mánaða þar á undan. M.v. fob-verð.

Tafla 2. Innlendir vextir

í % á ári

	Seðlabankavextir, ársmeðaltal		Ávöxtun á peningamarkaði í lok tímabils				Ávöxtun á verðbréfamarkaði í lok tímabils ¹				Meðalvextir banka og sparisjóða	
	Viðskipta- reikn. lána- stofn.	Endur- kaup, ávöxtun	Kauptilboð SÍ í ríkisvíxla á Verðbréfaþingi ²			Milli- banka- lán ⁴	Ríkis- bréf, kaup- tilboð SÍ ⁵	5 ára sparisk., SÍ á VPÍ ⁶	20 ára sparisk., SÍ- á VPÍ ⁶	25 ára húsbréf, kaup- tilb. Lands- bréfa ⁶	Óverðtr. skulda- bréfalán, meðal- vextir	Verðtr. skulda- bréfalán, meðal- vextir
			3 mán. vígla	6 mán. vígla ³	12 mán. vígla ³							
1990.....	4,5	17,7	.	.	.	10,00	.	7,10	.	7,30	16,4	8,0
1991.....	5,5	20,4	.	.	.	13,46	.	8,25	.	8,40	17,7	9,2
1992.....	2,7	12,5	11,30	11,35	.	8,60	.	7,80	.	7,60	13,1	9,3
1993.....	3,4	8,4	5,48	5,61	5,91	5,70	6,55	5,00	.	5,45	14,3	9,1
1994.....	2,5	5,3	6,07	6,45	7,40	4,90	8,65	5,05	.	5,75	10,6	7,9
1995.....	2,6	6,9	7,28	7,63	7,89	7,00	10,59	5,90	5,74	5,80	11,5	8,7
1996.....	2,4	6,6	7,07	7,29	7,83	8,27	9,38	5,81	5,53	5,78	12,4	8,9
1997.....	2,7	6,9	7,22	7,40	7,56	7,36	8,30	5,32	4,91	5,30	12,9	9,0
<i>Í lok mánaðar:</i>												
<i>1996:</i>												
Janúar.....	2,3	6,5	7,60	7,66	7,89	7,00	10,52	5,87	5,80	5,87	12,1	8,8
Febrúar....	2,3	6,5	7,50	7,62	7,93	6,70	10,32	5,78	5,67	5,73	12,9	9,0
Mars.....	2,3	6,5	7,47	7,59	7,87	7,10	9,47	5,70	5,66	5,73	12,6	8,9
Apríl.....	2,3	6,5	6,54	6,66	6,93	6,70	8,64	5,42	5,39	5,54	12,4	8,9
Maí.....	2,3	6,5	6,52	6,65	6,86	6,50	8,90	5,15	5,22	5,50	12,3	8,8
Júní.....	2,3	6,5	6,50	6,68	6,86	7,75	8,73	5,42	5,29	5,39	12,2	8,8
Júl.....	2,3	6,5	6,53	6,68	7,09	6,50	8,62	5,42	5,41	5,68	12,2	8,8
Ágúst.....	2,3	6,5	6,58	6,75	7,22	6,61	8,67	5,31	5,39	5,53	12,2	8,8
September	2,3	6,9	7,09	7,22	7,85	6,93	8,85	5,40	5,49	5,62	12,2	8,8
Október....	2,7	6,9	7,09	7,29	7,81	7,20	9,58	5,90	5,58	5,78	12,6	8,9
Nóvember.	2,7	6,9	7,13	7,32	7,85	7,20	9,20	5,80	5,50	5,68	12,7	8,9
Desember.	2,7	6,9	7,07	7,29	7,83	8,27	9,38	5,81	5,53	5,78	12,8	9,0
<i>1997:</i>												
Janúar.....	2,7	6,9	7,10	7,31	7,84	7,30	9,84	5,80	5,34	5,67	12,8	9,0
Febrúar....	2,7	6,9	7,14	7,38	7,84	7,30	9,54	5,80	5,25	5,77	12,8	9,0
Mars.....	2,7	6,9	7,15	7,45	7,80	7,30	9,28	5,80	5,15	5,75	12,8	9,1
Apríl.....	2,7	6,9	7,10	7,43	7,73	7,36	9,30	5,70	5,12	5,63	12,9	9,1
Maí.....	2,7	6,9	7,00	7,38	7,67	.	8,91	5,75	5,16	5,68	13,1	9,1
Júní.....	2,7	6,9	6,99	7,30	7,58	8,32	8,64	5,67	5,05	5,49	13,1	9,1
Júl.....	2,7	6,9	6,91	7,07	7,25	.	7,88	5,40	4,90	5,17	13,0	9,1
Ágúst.....	2,7	6,9	6,87	6,88	6,88	6,93	8,07	5,37	5,04	5,35	12,8	9,0
September	2,7	6,9	6,87	6,90	6,90	6,93	8,24	5,23	4,96	5,25	12,8	9,0
Október....	2,7	6,9	6,91	6,93	6,94	6,93	8,29	5,20	4,92	5,31	12,8	9,0
Nóvember.	3,0	7,2	7,25	7,25	7,25	7,25	8,18	5,33	4,96	5,39	12,9	9,0
Desember.	3,0	7,2	7,22	7,40	7,56	7,36	8,30	5,32	4,91	5,30	12,9	9,0
<i>1998:</i>												
Janúar.....	3,0	7,2	7,27	7,38	7,54	7,79	8,44	5,12	4,74	5,18	12,9	9,0
Febrúar....	3,0	7,2	7,43	7,68	7,71	9,96	8,10	5,13	4,64	5,10	12,9	9,0
Mars.....	3,0	7,2	7,33	7,39	7,50	7,36	7,63	4,78	4,40	4,90	12,9	8,9
Apríl.....	3,0	7,2	7,26	7,32	7,32	7,84	7,48	4,82	4,33	4,94	12,9	8,7
Maí.....	3,0	7,2	7,26	7,33	7,36	8,32	7,64	4,78	4,30	4,91	12,9	8,7
Júní.....	3,0	7,2	7,31	7,37	7,39	7,36	7,67	4,82	4,34	4,94	12,9	8,7
Júl.....	3,0	7,2	7,27	7,34	7,36	7,25	7,76	4,88	4,35	4,96	12,9	8,7
Ágúst.....	3,0	7,2	7,28	7,29	7,29	7,27	7,69	4,86	4,30	4,90	12,8	8,7
September	3,0	7,5	7,54	7,62	7,66	7,41	7,39	4,75	4,13	4,75	12,7	8,7
Október....	3,0	7,5	7,56	7,61	7,64	7,65	7,30	4,85	3,94	4,78	12,6	8,7

1. Ávöxtun umfram verðtryggingu í öllum tilvikum nema ríkisbréf sem eru óverðtryggð. 2. Miðað við þá ríkisvíxla sem hafa lengstan líftíma hverju sinni, sem kann að vera styttri en fram kemur í yfirskrift dælsins. 3. Ávöxtun ríkisbréfa fram til nóvember 1993. 4. Frá júní 1998 er sýnd ávöxtun á vikulánum (REIBOR). 5. Miðað við þann flokk bréfa sem hefur lengstan líftíma hverju sinni. Frá og með janúar 1998 RB03-1010. Áður RB00-1010. 6. Ávöxtun nýjustu flokka hverju sinni.

Tafla 3. Þjóðarframleiðsla og verðmætaráðstöfun ¹

	Á verðlagi hvers árs, m.kr.				Magnbreyting frá fyrra ári			
	1996	1997	1998 ²	1999 ³	1996	1997	1998 ²	1999 ³
1. Einkaneysla.....	296.840	320.314	358.115	383.526	6,4	6,0	10,0	5,0
2. Samneysla	100.358	107.304	119.548	128.996	1,0	2,6	3,0	3,0
3. Fjármunamyndun	86.752	98.666	129.279	119.214	26,5	11,2	27,3	-10,0
4. Birgðabreytingar	-1.202	-5.093	0	0	-0,7	-0,9	0,8	0,0
5. Þjóðarútgjöld alls (1+2+3+4).....	482.748	521.190	606.942	631.737	7,5	5,4	12,8	1,5
6. Útflutningur vöru og þjónustu	176.863	190.945	200.214	221.085	10,0	5,6	1,5	8,5
7. Innflutningur vöru og þjónustu	173.727	187.716	226.479	231.310	16,6	8,5	22,6	0,0
8. Verg landsframleiðsla (5+6-7).....	485.884	524.419	580.677	621.511	5,6	4,4	5,2	4,6
9. Jöfnuður þáttatekna.....	-10.848	-11.498	-12.050	-14.348	.	.	.	.
10. Rekstrarframlög ⁴	-464	-238	-267	-283	.	.	.	.
11. Viðskiptajöfnuður (6-7+9).....	-8.176	-8.507	-38.583	-24.857	.	.	.	.
12. Verg þjóðarframleiðsla (8+9)	475.036	512.921	568.626	607.163	6,3	4,3	5,0	4,2
13. Viðskiptajöfnuður sem % af VLF.....	-1,7	-1,6	-6,6	-4,0	.	.	.	.
14. Viðskiptajöfnuður sem % af VBF.....	-1,7	-1,7	-6,8	-4,1	.	.	.	.
15. Jöfnuður þáttatekna sem % af VLF	-2,2	-2,2	-2,1	-2,3	.	.	.	.

1. Þjóðhagssáætlun, október 1998. 2. Áætlun. 3. Spá. 4. Framlög ríkisins til alþjóðastofnana, þróunarástoðar o.fl.
Heimild: Þjóðhagsstofnun

Tafla 4. Fjármál hins opinbera

Rekstrargrunnur	Milljarðar króna				Hlutfall (%) af vergri landsframleiðslu			
	1996	1997	1998 ¹	1999 ²	1996	1997	1998 ¹	1999 ²
1. Tekjur hins opinbera.....	178,1	194,6	214,8	225,4	36,7	37,1	37,0	36,3
2. Útgjöld hins opinbera	185,8	193,8	211,6	219,6	38,2	37,0	36,4	35,3
3. Tekjuafgangur/halli	-7,7	0,8	3,2	5,8	-1,6	0,2	0,6	0,9
4. Vergar skuldir hins opinbera	274,4	279,1	272,5	258,2	56,5	53,2	46,9	41,5
5. Hreinar skuldir hins opinbera	191,5	197,2	186,7	171,7	39,0	37,2	32,0	27,4
1. Tekjur ríkissjóðs ³	143,6	150,0	164,5	171,5	29,6	28,6	28,3	27,6
2. Útgjöld ríkissjóðs	150,9	147,2	160,0	165,6	31,1	28,1	27,6	26,6
3. Tekjuafgangur/halli	-7,3	2,7	4,5	6,0	-1,5	0,5	0,8	1,0
4. Vergar skuldir ríkissjóðs	239,2	241,6	233,0	217,9	49,2	46,1	40,1	35,1
5. Hreinar skuldir ríkissjóðs	168,2	172,3	160,4	145,1	34,2	32,5	27,5	23,1
1. Tekjur sveitarfélaga	40,0	49,6	53,5	57,2	8,2	9,5	9,2	9,2
2. Útgjöld sveitarfélaga	40,5	51,7	55,0	57,5	8,3	9,9	9,5	9,2
3. Tekjuafgangur/halli	-0,4	-2,1	-1,4	-0,3	-0,1	-0,4	-0,2	0,0
4. Vergar skuldir sveitarfélaga	35,7	38,1	39,9	40,9	7,3	7,3	6,9	6,6
5. Hreinar skuldir sveitarfélaga	24,2	25,8	27,0	27,3	4,9	4,9	4,6	4,3

1. Áætlun. 2. Áætlun Seðlabankans. 3. Ríkissjóður og almannatryggingar.
Heimild: Þjóðhagsstofnun

Tafla 5. Verðlagsþróun

	Vísitala neysluverðs ¹			Lánskjaravísitala ²			Launavísitala ³			Byggingarvísitala ⁴		
	Meðal- tal árs	Breyt. frá fyrra ári %	Breyt. yfir árið %	Meðal- tal árs	Breyt. frá fyrra ári %	Breyt. yfir árið %	Meðal- tal árs	Breyt. frá fyrra ári %	Breyt. yfir árið %	Meðal- tal árs	Breyt. frá fyrra ári %	Breyt. yfir árið %
1980.....	8,1	61,8	59,7	164	57,5	52,6	.	.	.	9,8	54,9	57,5
1981.....	12,2	50,8	41,1	249	52,0	47,6	.	.	.	15,1	53,6	45,2
1982.....	18,4	51,0	63,7	373	49,9	60,5	.	.	.	23,2	53,8	63,0
1983.....	33,9	84,2	70,8	669	79,2	73,4	.	.	.	40,2	73,3	55,1
1984.....	43,7	29,2	23,1	895	33,8	18,9	.	.	.	50,9	26,7	19,5
1985.....	57,9	32,4	34,1	1.169	30,6	35,6	.	.	.	66,6	30,9	34,7
1986.....	70,2	21,3	12,8	1.457	24,6	14,7	.	.	.	83,9	26,0	17,2
1987.....	83,4	18,8	26,1	1.711	17,4	22,2	.	.	.	98,7	17,6	18,0
1988.....	104,6	25,4	18,3	2.111	23,4	19,1	.	.	.	116,4	18,0	16,2
1989.....	126,7	21,1	23,7	2.498	18,3	21,6	106,3	.	13,3	142,3	22,2	27,3
1990.....	145,5	14,8	7,3	2.886	15,5	7,1	116,1	9,2	6,1	169,6	19,2	10,6
1991.....	155,4	6,8	7,2	3.103	7,5	7,6	125,8	8,3	6,3	183,1	7,9	6,2
1992.....	161,2	3,7	2,4	3.218	3,7	1,6	129,5	2,9	2,3	188,2	2,8	1,2
1993.....	167,8	4,1	3,2	3.298	2,5	3,0	131,3	1,4	0,9	192,0	2,1	3,1
1994.....	170,3	1,5	1,7	3.359	1,9	1,3	132,9	1,2	1,5	197,0	2,6	1,8
1995.....	173,2	1,7	1,6	3.412	1,6	1,6	138,9	4,5	9,6	203,1	3,1	3,2
1996.....	177,1	2,3	2,0	3.488	2,2	2,1	147,8	6,4	1,4	212,4	4,6	6,1
1997.....	180,3	1,8	2,2	3.550	1,8	2,0	155,8	5,4	12,8	222,4	4,7	3,6
1998 ⁵	183,2	1,6	0,6	...	...	...	...	...	...	...	...	...

1. Maí 1988=100. 2. Júní 1979=100. 3. Maí 1989=100. 4. Miðað við gildistíma. Júlí 1987=100. 5. Spá.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 6. Raungengi, samkeppnisstaða og fleira

	Raungengi		Samkeppnisstaða		Kaupmáttur		Þjóðar- tekjur á mann % breyt.	Fjár- festing í hlutfalli af VLF	Viðskipta- jöfnuður í hlutf. af VLF		
	Hlutfallslegt verðlag vísitala	Hlutfallslegur launakostnaður vísitala % breyt.	Sjávar- úttegur vísitala	Meðaltal vísitala	útflytn.- tekna % breyt. ¹	VLF á ársverk % breyt.					
1980.....	100,0	.	100,0	.	100,0	100,0	-1,9	2,4	3,2	25,4	-1,9
1981.....	104,3	4,3	106,3	6,3	99,4	99,1	2,7	-0,9	2,3	24,6	-4,0
1982.....	95,7	-8,2	102,2	-3,9	96,1	97,1	-9,7	-0,4	0,0	24,6	-7,9
1983.....	90,2	-5,7	84,3	-17,5	104,8	106,5	9,6	-3,0	-4,9	21,7	-1,9
1984.....	94,6	4,9	83,4	-1,1	100,9	103,2	3,1	2,7	2,4	21,7	-4,6
1985.....	93,1	-1,6	84,5	1,3	105,5	105,8	10,0	-0,3	2,1	21,1	-3,9
1986.....	94,9	1,9	86,4	2,2	111,7	109,1	11,7	3,0	8,1	19,2	0,5
1987.....	104,0	9,6	109,0	26,2	104,6	101,8	7,7	2,6	9,4	20,4	-3,4
1988.....	109,3	5,1	113,4	4,0	95,1	95,0	-4,3	2,9	-2,4	19,7	-3,5
1989.....	100,5	-8,1	98,1	-13,5	97,7	98,6	-1,1	1,7	-2,7	19,0	-1,3
1990.....	97,2	-3,3	87,3	-11,0	106,3	104,3	-1,5	2,1	-0,2	19,2	-2,0
1991.....	99,8	2,6	89,9	2,9	110,0	105,8	-2,6	1,2	1,9	19,2	-3,9
1992.....	99,7	0,0	93,0	3,5	108,4	104,5	-4,6	-1,9	-5,3	17,5	-2,3
1993.....	94,3	-5,4	85,1	-8,5	104,0	102,9	1,5	1,8	-1,9	15,6	0,8
1994.....	89,2	-5,5	79,6	-6,4	108,8	107,0	9,9	3,1	1,9	15,1	2,2
1995.....	89,3	0,1	82,7	3,9	108,8	107,1	-1,1	0,2	1,3	14,6	0,9
1996.....	89,5	0,3	85,0	2,7	106,2	105,8	6,5	2,5	4,1	17,9	-1,7
1997 ²	90,3	0,9	87,5	2,9	104,9	105,6	8,5	2,6	4,5	18,8	-1,6
1998 ³	92,1	1,9	91,1	4,1	...	...	6,6	3,3	6,4	22,3	-6,6

1. Kaupmáttur útflytnings miðað við innflutning. 2. Bráðabirgðatölur. 3. Spá.
Heimildir: Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.