



## *Peningamál*

*Þróun, horfur, stefna*

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

*11. nóvember 1997*

## *Efnisyfirlit*

	Bls.
Inngangur .....	3
I Stefnan í peningamálum.....	4
II Framleiðsla og eftirspurn .....	8
III Opinber fjármál .....	16
IV Vinnumarkaður, tekjur og verðlag.....	20
V Peninga - og fjármagnsmarkaðir .....	24
VI Vextir og gengi .....	28
<i>Sérefni:</i>	
VII Vaxtamyndun og vaxtamunur .....	31
<i>Viðaukar:</i>	
Viðauki 1: Alþjóðleg efnahagsmál.....	40
Viðauki 2: Annáll peningamála.....	43
Töfluviðauki.....	46

## *Inngangur*

*Sá slaki, sem var í íslenska hagkerfinu á árunum 1992-1995, er horfinn. Mikill hagvöxtur á þessu og síðasta ári hefur skilað hagkerfinu nálægt þeim mörkum sem samrýmst geta til lengdar stöðugleika í verðlagsmálum. Á sama tíma hafa ytri skilyrði þjóðarbúsins batnað vegna aukinnar stóriðju og uppbyggingar fiskistofna. Merki aukinnar innlendar eftirspurnar sjást víða, m.a. í peninga- og lánastærðum. Launahækkunar og skattalækkunar, sem lofað var í tengslum við kjarasamninga, eru á ystu nöf og ýta undir mikinn vöxt innlendar eftirspurnar. Vísbendingar um afkomu í atvinnurekstri á þessu ári benda til þess að hún sé yfirleitt þokkaleg þótt hún hafi líklega versnað frá fyrra ári, m.a. vegna aukins launakostnaðar, en afkoman var með besta móti á árinu 1996. Efnahagsbatinn hefur skilað sér í bættri afkomu ríkissjóðs, og sá ánægjulegi árangur er í sjónmáli, gangi markmið fjárlagafrumvarps eftir, að afgangur verði á ríkissjóði á rekstrargrunni og að skuldir ríkisins muni lækka að raungildi. Meiri árangur í ríkisfjármálum er hins vegar æskilegur til að hamla gegn mikilli aukningu þjóðarútgjalda, auka þjóðhagslegan sparnað og skapa svigrúm fyrir lægri langtímavexti og minna aðhald í peningamálum en ella.*

*Bætt ytri skilyrði þjóðarbúsins hafa leitt til þess að það raungengi sem samrýmist jafnvægi í þjóðarbúskapnum hefur hækkað. Því til viðbótar kemur að stóriðjuframkvæmdir fela í sér hreint innstreymi gjaldeyris. Að öðru óbreyttu felur þetta hvort tveggja í sér að gengi krónunnar hefur tilhneigingu til að hækka á sama tíma og viðskiptajöfnuður versnar. Það er áhyggjuefni að viðskiptahalli myndast við fjárfestingarstig sem er ekki ýkja hátt í sögulegu eða alþjóðlegu samhengi. Það er hins vegar fyrst og fremst hlutverk ríkisfjármálanna að bregðast við því samkvæmt þeirri verkaskiptingu sem þróast hefur á milli ríkisfjármála og peningamála. Hærra jafnvægisraungengi býður upp á val um hvort aðlögun raungengis gerist í gegnum hærra nafngengi krónunnar eða aukna verðbólgu. Lægra gengi krónunnar er við þessar aðstæður óæskilegt.*

*Nokkuð gott jafnvægi ríkir í þjóðarbúskapnum. Viðskiptahallinn verður í ár mun minni en reiknað var með í vor, og stærstan hluta hans má rekja til stóriðjuframkvæmda. Verðlagshækkunar í kjölfar kjarasamninga voru minni en búist var við, ekki sjást enn marktækar vísbendingar um aukið almennt launaskrið og verðbólga er enn mjög hófleg. Framundan er hins vegar nokkur óvissa. Seðlabankinn spáir því að verðbólga aukist á næsta ári og verði 2,7% á milli árána 1997 og 1998. Verðbólguhraðinn verður enn meiri á fyrri árshelmingi vegna almennrar launahækkunar í byrjun árs. Verðbólgu hefur verið ofspáð í framhaldi af launahækkunum á undanförunum árum og svo gæti einnig farið nú. Á móti kemur að framhald öflugs hagvaxtar getur valdið spennu á vinnu-markaði, og meiri eftirspurn á vöru- og þjónustumörkuðum eykur hættuna á að framleiðendur velti kostnaðarhækkunum út í verðlagið. Við þær aðstæður sem nú ríkja í íslenskum þjóðarbúskap er ofþensluhættan meiri en samdráttarhættan. Varúðarsjónarmiðið er því þeim megin. Þetta þýðir að áfram verður fylgt aðhaldssamri peningastefnu.*

## I Stefnan í peningamálum

Höfuðmarkmið stefnunnar í peningamálum er stöðugt verðlag. Það byggist annars vegar á því að peningaleg stjórnþæki hafa fyrst og fremst áhrif á verðbólgu, þegar litið er til langs tíma, og hins vegar á því að stöðugleiki í verðlagsmálum skapi ákjósanleg skilyrði fyrir nýsköpun og hagvöxt. Þrátt fyrir ýmis önnur og gagnstæð markmið í lögum um Seðlabankann virðist ríkja nokkuð góð sátt um þessa stefnu.

Gengi krónunnar er millimarkmið stefnunnar í peningamálum í þeim skilningi að með stöðugu gengi er stuðlað að stöðugu verðlagi. Gengisstefnan er ákvörðuð sameiginlega af Seðlabanka og ríkisstjórn. Síðan í september 1995 hefur hún falist í því að gengi krónunnar skuli vera innan vikmarka sem eru 6% í hvora átt frá miðgildi gengisskráningarvísitölu sem byggð er á hlutdeild landa í utanríkisviðskiptum Íslands.

Seðlabankinn framfylgir peningastefnunni aðallega með því að stýra peningamarkaðsvöxtum með ákvörðun seðlabankavaxta og inngripum á peningamarkaði. Til skamms tíma litið getur hann einnig haft áhrif á gengi með kaupum og sölu gjaldeyris.

### Áhrif peningastefnu

Nokkur umræða hefur átt sér stað að undanförunu um með hvaða hætti peningastefnan hafi áhrif á efnahagslífið. Hagfræðingar eru flestir sammála um að peningastefna sem hefur áhrif á hagkerfið eftir óbeinum leiðum á opnum mörkuðum hafi einkum áhrif eftir þremur leiðum. Þær eru vaxtaleiðin, gengisleiðin og bankaútlána-leiðin.

Vaxtaleiðin felst í því að breytingar skammtavaxta valda vaxtabreytingum upp allt vaxtarófið. Þannig breytast langtímavextir yfirleitt einnig í einhverjum mæli þegar skammtímavextir breytast. Langtímavextir hafa síðan áhrif á einkaneyslu og fjárfestingu en skammtímavextir geta einnig haft tímabundin áhrif þar á. Breytingar á einkaneyslu og fjárfestingu hafa síðan áhrif á heildareftirspurn eftir vörum og þjónustu og þannig óbeint á eftirspurn eftir vinnuafli. Hvort tveggja hefur áhrif á verðbólgu.

Virgni þessarar leiðar er einnig breytileg frá einum tíma til annars eftir því hverjar væntingar eru á fjármagnsmarkaði. Yfirleitt eru tímatafir í áhrifum þessarar leiðar töluverðar og algengt að allt að tvö ár geti liðið frá því að skammtímavöxtum er breytt þar til áhrif þess á verðbólgu eru komin fram.

Gengisleiðin felst í því að breytingar á skammtímavöxtum hafa bein áhrif á gjaldeyrisstrauma. Þeir hafa síðan áhrif á gengi, nema seðlabanki eyði þeim áhrifum með eigin gjaldeyrisviðskiptum. Hann getur það þó yfirleitt ekki nema í takmarkaðan tíma þar sem takmörk eru fyrir því hve æskilegt er að láta gjaldeyrisforða seðlabanka minnka eða vaxa. Breytingar á gengi hafa bein áhrif á verðbólgu vegna breytinga á innflutningsverði í innlendri mynt og óbein þar sem spurn eftir innlendri vöru og vinnuafli breytist m.a. vegna breytinga í útflutningi og innflutningi. Almennt er talið að við skilyrði frjálsra fjármagnshreyfinga sé gengisleiðin fljótverkust og öflugust til áhrifa á verðlag í litlum opnum hagkerfum.

Bankaútlána-leiðin felur í sér að breytingar á markaðsvöxtum valda breytingum á framboði bankaútlána og það getur haft sérstök áhrif á heimili og smáfyrirtæki sem yfirleitt hafa ekki í mörg önnur hús að vanda en bankana varðandi lánsfjármagn. Þessi áhrif koma til viðbótar því að bankavextir breytast samhliða breytingum á markaðsvöxtum, en það hefur áhrif á spurn eftir bankalánnum.

Rannsóknir benda til þess að allar þessar leiðir séu virkar hér á landi. Hvað varðar vaxtamyndun og hvernig breytingar á skammtímavöxtum valda breytingum upp allt vaxtarófið er vísað til sérstaks kafla hér á eftir (kafla 7). Rannsóknir benda síðan til að breyting á verðtryggðum langtímavöxtum hafi áhrif á einkaneyslu og fjárfestingu, bæði beint og vegna breytinga á eignaverði. Áhrif vaxtaleiðarinnar hér á landi eru því til staðar, þótt þau kunní að vera minni en ella sökum þess hve verðtrygging er útbreidd.

Reynslan frá því að fjármagnshreyfingar urðu

að fullu frjálsar í ársbyrjun 1995 bendir eindregið til þess að skammtímavaxtamunur gagnvart útlöndum hafi töluverð áhrif á gjaldeyrisstrauma. Gjaldyrisstraumarnir valda síðan breytingum á gengi ef Seðlabankinn eyðir ekki þeim áhrifum með eigin gjaldeyrisviðskiptum. Sterkt samband gengis og verðlags hér á landi hefur verið staðfest í fjölda tölfræðilegra rannsókna. Gengisleiðin er því mjög virk hér á landi hvað þennan þátt varðar. Breytingar á nafngengi krónunnar valda yfirleitt einnig breytingum á raungengi, en tölfræðilegar rannsóknir sýna að innflutningur og í minni mæli útflutningur er næmur fyrir breytingum á raungengi. Hærra raungengi dregur þannig úr eftirspurn eftir vörum framleiddum hér á landi og þar með úr spurn eftir vinnuafli. Hvort tveggja slær á opþenslutilhneigingar.

### **Virkni peningastefnunnar við skilyrði frjálsra fjármagnshreyfinga**

Fjármagnshreyfingar gagnvart útlöndum hafa verið óheftar frá ársbyrjun 1995. Reynsla annarra þjóða sýnir að óheftar fjármagnshreyfingar geta valdið erfiðleikum við að framfylgja stefnu stöðugleika í gengismálum. Hins vegar hefur tekist mjög vel til hvað það varðar hér á landi að undanförunu, þar sem gengi krónunnar hefur aldrei farið út fyrir gömlu  $\pm 2\frac{1}{4}\%$  vikiörkin sem voru við lýði þar til haustið 1995 og daglegar sveiflur í gengi hafa verið litlar miðað við það sem algengt er í öðrum löndum.

Óheftar fjármagnshreyfingar leiða til þess að innlendir skammtímavextir hafa tilhneingingu til að leita jafnvægis við erlenda að teknu tilliti til væntra gengisbreytinga og áhættuálags á innlenda vexti. Ef fylgt er trúverðugri fastgengisstefnu verða væntar gengisbreytingar engar og áhættuálag lítið og því verður sterk tilhneiging til jafnvægis innlendra og erlendra vaxta. Við þær aðstæður verður peningastefnan vanmáttug til annars en að halda genginu stöðugu og innlent vaxtastig ræðst af erlendu. Ef gengið ákvarðast á gjaldeyrismarkaði án íhlutunar stjórnvalda getur innlend eftirspurnarstjórnun ráðið vaxtamyndun óhindrað. Ástæðan er sú að miðlun peningastefnu í gegnum gengi verður að fullu virk og hægt er að halda uppi öðrum vaxtamun gagnvart útlöndum en þegar fastgengis-

stefnu er fylgt, ef innlendir aðstæður krefjast þess.

Aðstæður hér á landi liggja á milli þessara tveggja jaðartilfella. Í fyrsta lagi vantar nokkuð á að fjármagn sé að fullu hreyfanlegt í hagfræðilegum skilningi, þó svo að lagalegt frelsi sé til staðar. Viðskiptakostnaður og upplýsingaskortur hamla því að innlendir og erlendir vextir nái tafarlaust jafnvægi. Í öðru lagi er gengið hreyfanlegt að ákveðnu marki. Þessi atriði gera það að verkum að svigrúm er fyrir sjálfstæða peningastefnu.

### **Samband peningastefnu og raungengis**

Til langs tíma getur stefnan í gengis- og peningamálum ekki ein og sér ákvarðað raungengi krónunnar. Stjórnvöld og Seðlabankinn geta hins vegar ráðið miklu um nafngengi krónunnar. Áður fyrr gerðist það beint með einhliða ákvörðun, en með tilkomu virks millibankamarkaðar fyrir gjaldeyri hefur Seðlabankinn áhrif á gengi óbeint með vaxtastefnu sinni og inngrípum á gjaldeyrismarkaði. Hvernig breytingar á nafngengi skila sér í breytingum á raungengi ræðst hins vegar af innlendri launa-, framleiðni- og verðþróun. Nafngengisbreytingar sem ekki eru spröttar af undirliggjandi efna-hagsaðstæðum hafa því aðeins skammtímaáhrif á raungengið, en valda til langs tíma fyrst og fremst breytingu á verðlagi. Þetta eru ein helstu rökin fyrir því að stöðugt verðlag sé markmið peningastefnunnar. Til langs tíma ákvarðast raungengið þannig af þeim þáttum sem ákvarða jafnvægisraungengi, þ.e. því raungengi sem samrýmist jöfnuði í viðskiptum við útlönd og hagvexti sem er í samræmi við vöxt framleiðslugetu. Þessir þættir eru m.a. sparnaðarhneigð þjóðarinnar, fjárfestingarstig, mismunur framleiðni vinnuafli í utanríkisviðskiptagreinum og heimageirum, framleiðni fjármagns, auðlinda-grunnur o.s.frv. Breytingar á þessum þáttum valda breytingum á jafnvægisraungengi. Raunverulega raungengið aðlagast síðan jafnvægisraungenginu á einhverjum tíma, annaðhvort með breytingum á nafngengi eða verðlagi.

Breytingar á nafngengi sem koma til vegna stefnunnar í peningamálum geta leikið ákveðið jákvætt hlutverk í aðlögun þjóðarbúsins að breyttum aðstæðum. Ef jafnvægisraungengið

hefur t.d. hækkað getur stefnan í peningamálum stuðlað að því að aðlögunin gerist með hækkun nafngengis í stað tímabundinnar hækkunar verðbólgu. Síðarnefnda leiðin hefur þá hættu í för með sér að verðbólguvæntingar aukist og að herra verðbólguvæntingastig festist í sessi. Ef jafnvægisraungengi hefur hins vegar lækkað vegna ytri áfalla getur lækkun nafngengis flýtt verulega fyrir aðlöguninni þar sem reynslan sýnir að nafnlaun og verð eru tregbreytanleg til lækkunar. Þess verður hins vegar að gæta vandlega að sú tímabundna aukning verðbólgu sem fylgir lægra nafngengi sé ekki túlkuð sem fráhrif frá stefnu lágrar verðbólgu með neikvæðum afleiðingum fyrir langtímaverðbólguvæntingar. Hættan á þessu er því minni sem ytri áföllin eru stærri og sýnilegri og því meiri sem slakinn er í hagkerfinu. Báðir þessir þættir draga úr líkum á því að launahækkanir fylgi í kjölfar slíkra gengisbreytinga.

### **Samband ríkisfjármála og peningastjórnunar**

Aðhaldssöm peningastefna við skilyrði frjálsra fjármagnshreyfinga og hreyfanlegs gengis vinnur sitt verk að verulegu leyti með því að herða að fyrirtækjunum. Það kann að hafa óheppilegar hliðarverkanir. Það er hins vegar margt sem bendir til að aðgerðir í ríkisfjármálum, einkum skattamálum, séu mun áhrifameiri til að draga úr einkaneyslu en aðhald í peningamálum. Samband einkaneyslu, þjóðhagslegs sparnaðar og viðskiptajafnaðar er náð. Þetta færir frekari rök fyrir þeirri skoðun að beita eigi ríkisfjármálum til þess að halda viðunandi stöðu gagnvart útlöndum, en stjórn peningamála miði að lágri verðbólgu. Við þær aðstæður sem nú ríkja þurfa þessi markmið ekki að stangast á. Aukið aðhald í ríkisfjármálum eða fjármálum sveitarfélaga myndi eins og nú standa sakir stuðla að framgangi beggja markmiðanna.

Sú verkaskipting á milli stefnunnar í peningamálum og ríkisfjármálum sem hefur verið að skjóta rótum hér á landi eins og í öðrum iðnríkjum, byggist á því að stefnan í peningamálum stuðli að verðstöðugleika en að stefnan í ríkisfjármálum stuðli að nægjanlegum þjóðhagslegum sparnaði til að jöfnuður náist í viðskiptum við útlönd. Ef stefnan í ríkisfjármálum skilar

ekki þessu hlutverki sínu er hætt við að þrýstingur skapist á peningastefnuna um að víkja til hliðar markmiðinu um lága verðbólgu í því skyni að bæta viðskiptajöfnuð og stöðu atvinnuvega. Slík stefnubreyting er hins vegar alls ekki heppileg, m.a. sakir þess að hún myndi stuðla að hærri raunvöxtum hér á landi þegar frá líður. Afar brýnt er því að aðhaldsstig opinberra fjármála verði nægjanlegt.

Aukið aðhald í ríkisfjármálum mun við núverandi aðstæður og að öðru óbreyttu draga úr því álagi sem er á peningastefnuna og skapa forsendur fyrir minni vaxtamun gagnvart útlöndum. Fjárfestingu og innlendu atvinnulífi yrði þannig gefið meira svigrúm. Áhrif aukins aðhalds í ríkisfjármálum á gengi krónunnar eru hins vegar tvíþent. Að öðru óbreyttu stuðlar minni vaxtamunur að lægra gengi. Á móti kemur að þjóðhagslegur sparnaður eykst og viðskiptajöfnuður batnar. Þeir þættir stuðla að herra jafnvægisraungengi og leiða til þess að nafngengi hefur tilhneigingu til að hækka Til viðbótar gæti aukinn trúverðuleiki efnahagsstefnunnar vegna betri stöðu ríkisfjármála stuðlað að fjármagnsinnstreymi og herra gengi. Erfitt er að meta fyrirfram hvernig þessi áhrif vegast á.

### **Aðhald peningastefnunnar**

Síðan Seðlabankinn hækkaði vexti sína um 0,4 prósentustig í september á sl. ári hefur peningastefnan hér á landi verið tiltölulega aðhaldssöm. Við hækkun seðlabankavaxta í september 1996 varð munur peningamarkaðsvaxta hér á landi og viðskiptavegens meðaltals peningamarkaðsvaxta í viðskiptalöndum um 2,8 prósentustig. Hann jókst síðan lítillega á næstu vikum á eftir vegna lækkunar vaxta erlendis og fór yfir 3 prósentustig í seinni hluta janúar síðastliðins. Aðhaldsaðgerðir bankans í september 1996 voru nauðsynlegar, annars vegar vegna meiri verðbólguvæntinga og aukinnar óvissu vegna kjarasamninga og hins vegar vegna gjald-eyrisústreymis vikunnar á undan. Bankinn greip til aðgerða í janúar síðastliðnum til að viðhalda því aðhaldi sem stefnt var að í september 1996. Nafnvaxtamunur gagnvart útlöndum minnkaði hins vegar nokkuð frá hápunkti sínum í janúar vegna hækkunar vaxta erlendis. Ekki kom til greina að lækka peningamarkaðsvexti svo lengi

sem óvissa ríkti um niðurstöðu kjarasamninga.

Við undirritun samninga á almennum vinnu- markaði, sem náðust í lok mars, virtust launahækkanir vera við efri mörk þess sem samrýmt gat áframhaldandi stöðugleika. Umsamdar launahækkanir voru á bilinu 5½-6%, sem er umtalsvert meira en í viðskiptalöndum Íslands. Útlit var fyrir að verðbólga myndi að óbreyttu fara töluvert umfram 3% á fyrstu mánuðum ársins 1998. Hins vegar varð þróunin í framhaldi af kjarasamningum mjög hagstæð þar til í ágústmánuði. Verðbólga varð minni en spáð hafði verið. Verðbólguvæntingar, sem lesa má út úr mun óverðtryggðra og verðtryggðra ríkisbréfa til sömu tímalengdar, fóru einnig ört lækkandi. Mikið gjaldeyrisinnstreymi í apríl og fram í júlí knúði upp gengi krónunnar þótt Seðlabankinn ynni þar á móti með miklum gjaldeyriskaupum. Áframhaldandi gjaldeyrisinnstreymi hefði hugsanlega gefið tilefni til lækkunar skammtímavaxta, einkum í ljósi þess að lægri verðbólguvæntingar og aukin tiltrú á stöðugleika fól í raun í sér að sami nafnvaxtamunur gagnvart útlöndum hafði í för með sér meira peningalegt aðhald en áður. Með tilliti til þeirrar hættu á ofpenslu sem fylgir jafnhröðum vexti eftirspurnar og verið hefur og líklegra eftirspurnar- og verðlagsáhrifa kjarasamninga, taldi Seðlabankinn rétt að bíða átekta uns frekari vísbendingar, t.d. af vinnumarkaði og í peninga- og útlánastærðum lægju fyrir. Hins vegar má segja að bankinn hafi í raun slakað nokkuð á aðhaldi peningastefnunnar með því að ekki var brugðist við hækkun erlendra vaxta á sumarmánuðum og nafnvaxtamunurinn hélt áfram að minnka nokkuð. Vaxtamunurinn var í lok júlí sl. orðinn um 2½ prósentustig.

Þróunin í ágúst, september og október var mun óhagstæðari. Útstreymi varð á gjaldeyrismarkaði og gengi krónunnar lækkaði um 2½% frá lokum júlí til loka október. Það gengissig felur í raun í sér nokkra tilslökun í peningamálum. Sú tilslökun leggst við nokkra minnkun skammtímavaxtamunar gagnvart útlöndum frá miðjum september til loka október, þar sem innlendir vextir hafa ekki fylgt erlendum vaxtahækkunum. Í lok október var vaxtamunurinn

þannig kominn í 2,4 prósentustig. Verðbólguvæntingar jukust einnig á ný samkvæmt því sem lesa má út úr mun verðtryggðra og óverðtryggðra vaxta. Þannig var verðbólguálag á ríkisbréfum til þriggja ára orðið yfir 3 prósentustig í lok október en var undir 2,5 prósentustig í lok júlí. Þar sem þessi þróun lagðist við ýmis önnur einkenni sem bentu til aukinnar hættu á ofpenslu, var ljóst að ekki voru forsendur til að lækka skammtímavexti.

### Staða og horfur

Mikill hagvöxtur og minna atvinnuleysi í fyrra og í ár hefur skilað hagkerfinu nálægt þeim mörkum sem samrýmt geta til lengdar stöðugleika í verðlagsmálum. Á sama tíma hafa ytri skilyrði þjóðarbúsins batnað vegna aukinnar stóriðju og uppbyggingar fiskstofna. Það leiðir til herra jafnvægisraungengis. Aðlögun raungengis að herra jafnvægisraungengi getur gerst með aukinni verðbólgu eða hækkun nafngengis. Launahækkanir og skattalækkanir sem lofað var í tengslum við kjarasamninga eru meiri en æskilegt væri og stuðla að mikilli aukningu innlendirar eftirspurnar. Aðhald ríkisfjármála er vart nægjanlegt miðað við styrkleika efnahagssuppgangsins.

Enn er nokkuð gott jafnvægi í þjóðarbúskapnum, sem birtist í tiltölulega lágri verðbólgu og betri viðskiptajöfnuði en reiknað var með í vor. Horfur eru hins vegar á að verðbólga fari vaxandi á næsta ári og spáir Seðlabankinn að verðbólguhraðinn geti farið upp fyrir 3% á fyrrihluta ársins. Ofspá verðbólgu í framhaldi af launahækkunum á síðustu árum vekur vissar vonir um að útkoman verði betri. Á móti kemur að slakinn er horfinn úr hagkerfinu. Framhald öflugs hagvaxtar getur því aukið spennu á vinnumarkaði og leitt til launaskriðs. Meiri eftirspurn á vöru- og þjónustumörkuðum eykur einnig hættuna á að framleiðendur velti kostnaðarhækkunum út í verðlagið. Varúðarsjónarmið krefjast þess því að peningastefnan taki fremur mið af ofpensluhættunni en öðrum þáttum á næstu mánuðum. Þetta þýðir að áfram verður fylgt aðhaldssamri peningastefnu.

## II Framleiðsla og eftirspurn

Öflugur hagvöxtur sem einkenndi efnahagsstarfsemina á síðasta ári hefur haldið áfram á yfirstandandi ári og stefnir í að verða öllu meiri en spáð var fyrir á árinu. Samkvæmt þjóðhagsáætlun sem nýlega var lögð fram verður magnaukning vergrar landsframleiðslu á árinu 4½%, 1% meiri en gert var ráð fyrir í apríl síðastliðnum. Á síðasta ári jókst landsframleiðslan um 5,2%. Eins og þá er hagvöxturinn á yfirstandandi ári knúinn áfram af örur vexti fjármunamyndunar og einkaneyslu. Gert ráð fyrir að fjármunamyndun muni aukast um 18½%, heldur minna en í fyrra, og að einkaneysla muni aukast um 5%, eins og 1996. Jafnmikill hagvöxtur og verið hefur undanfarin tvö ár vekur óhjákvæmlega þá spurningu hvort eða hve lengi hann geti haldið áfram, án þess að grafa undan þeim stöðugleika sem náðst hefur í efnahagsmálum þjóðarinnar. Hin mikla aukning í fjármunamyndun og einkaneyslu hefur haft í för með sér umskipti á viðskiptajöfnuði, sem snerist í halla á síðasta ári sem útlit er fyrir að vaxi á yfirstandandi ári, eftir þriggja ára tímabil afgangi í utanríkisviðskiptum.

Að halli skuli hafa myndast á viðskiptajöfnuði við skilyrði mikils hagvaxtar þarf í sjálfu sér ekki að vera áhyggjuefni. Þvert á móti, má líta svo á að halli á viðskiptum við útlönd geti við slíkar aðstæður létt á þrýstingi innan hagkerfisins vegna mikillar aukningar eftirspurnar, sem annars myndi leiða til ört vaxandi verðbólgu með tilheyrandi víxlverkun verðlags og launa. Lönd með mikinn hagvöxt og hátt fjárfestingarstig geta búið við halla á utanríkisviðskiptum árum eða jafnvel áratugum saman, án þess að í því felist óviðráðanleg söfnun skulda er grafið gæti undan efnahagslegum stöðugleika, ef hann stafar af arðbærri fjárfestingu er skilar aukinni framleiðslu og útflutningstekjum í framtíðinni. Eins og vikið verður nánar að síðar, verður að telja meginhluta þess halla sem nýlega hefur myndast á viðskiptajöfnuði þess eðlis, því þegar innflutningur í tengslum við stóriðju og orkuver er frátalinn er útlit fyrir að lítill halli standi eftir.

Í haustskýrslu sinni í fyrra komst Seðlabankinn að þeirri niðurstöðu að of stór hluti hallans á viðskiptum við útlönd ætti sér rætur í aukningu einkaneyslu, einkum með hliðsjón af því að þjóðhagslegur sparnaður er hér lítill. Síðan þá hefur þó allmikið vatn runnið til sjávar. Gerðir hafa verið kjarasamningar til langs tíma sem fela í sér töluvert meiri launahækkanir en í viðskiptaríkjum Íslands og frekari stóriðjuáform hafa verið staðfest. Þjóðhagsstofnun tók mið af þessari þróun í spá sinni í apríl síðastliðinn og spáði að halli á viðskiptum við útlönd myndi nema 5% af landsframleiðslu á yfirstandandi ári. Í þjóðhagsáætlun hefur þessi spá verið lækkuð í 3,4% af landsframleiðslu m.a. vegna betri útkomu viðskiptajafnaðar á fyrra ársþingi en vænst var. Nú liggja fyrir tölur um vöruviðskipti fyrstu níu mánuði ársins og benda þær til að útkoman gæti orðið enn betri.

### Framleiðsla og utanríkisviðskipti

Fremur litlar breytingar hafa orðið á ytri skilyrðum þjóðarbúsins á síðustu 12 mánuðum. Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands verður þó að líkindum heldur meiri á yfirstandandi ári en árið 1996. Einkum kann að skipta máli fyrir íslenskt efnahagslíf að hagvöxtur í Evrópu er tekinn að glæðast eftir alllangt hlé sem gefur von um að verðlag á stærstu útflutningsmörkuðum eigi eftir að hækka. Einnig kann aukinn stöðugleiki og hagvöxtur í ríkjum fyrirverandi Sovétríkja og Austur-Evrópu að opna nýja markaði fyrir íslenskar útflutningsafurðir. Sama má segja um stóran hluta Asíu, þrátt fyrir hremmingar að undanförunu á gjaldeyris- og verðbréfamörkuðum. Nánari umfjöllun um erlend efnahagsmál er í viðauka 1.

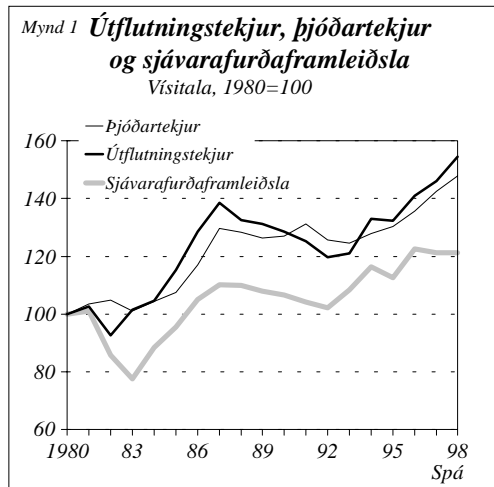
Verðlag á helstu útflutningsafurðum hefur þokast upp á við það sem af er árinu, en verður að teljast fremur lágt í sögulegu samhengi, þegar tekið er mið af almennri verðlagsþróun í útflutningslöndunum. Í heildina hefur fiskafli lítið breyst, þótt afurðaverðmæti hans kunni að aukast eitthvað. Það má því segja að hagvöxtur að undanförunu sé ekki nema að litlu leyti sprott-



inn af batnandi ytri skilyrðum sem þegar hafa komið fram, heldur megi fremur rekja aukna fjárfestingu og neyslu til væntinga um batnandi ytri skilyrði, jafnframt því að fjárfesting er knúin áfram af innri hvötum tækni- og framleiðniþróunar. Þannig er fjárfesting erlendra aðila í stóriðju sprottin af væntingum um hækkandi verðlag á áli í framtíðinni og fjárfesting í sjávarútvegi á síðustu árum grundvallast eflaust að hluta á væntingum um auknar aflaheimildir auk viðleitni til að bæta samkeppnishæfni íslensks sjávarútvegs með hagræðingu og hagnýtingu nýrrar tækni og þess ábata sem virkt og hagkvæmt fiskveiðistjórnunarkerfi gefur færi á.

Veigamesta ástæða þess að nú er gert ráð fyrir meiri hagvexti á þessu ári en í aprílspá Þjóðhagsstofnunar er töluvert hagfelldari útkoma utanríkisviðskipta, sem einkum birtist í minni innflutningi en áður var reiknað með. Innflutningur vöru og þjónustu er nú talinn munu aukast rúmlega 3% minna á árinu en áður var gert ráð fyrir. Einnig er áætlað að útflutningur muni aukast heldur meira, en það skýrist af útflutningi flugvélar. Á móti kemur að gert er ráð fyrir heldur minni aukningu í fjármunamyndun, þótt vöxtur hennar sé enn mikill, og kemur þar flugvélsalan einnig við sögu.

Breyttar horfur um utanríkisviðskipti frá því í apríl má að langmestu leyti rekja til þess að vöruinnflutningur hefur ekki aukist eins mikið og áður var reiknað með. Nú er því reiknað með að vöruskiptajöfnuður verði óhagstæður um einungis 5,6 ma.kr. í stað 15,1 ma.kr., eins og reiknað var með í aprílspánni, þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir heldur minni útflutningsframleiðslu.



Þegar niðurstöður fyrstu níu mánaða ársins liggja fyrir er enn ½ ma.kr. afgangur á vöruviðskiptunum. Aftur á móti er útlit fyrir að þjónustujöfnuður verði óhagstæðari en gert var ráð fyrir í aprílspá Þjóðhagsstofnunar. Það stafar af því að nú virðist sem stærri hluti innflutnings vegna stóriðju en áður var talið muni falla undir þjónustu- fremur en vöruinnflutning. Þetta skýrir að hluta hvers vegna vöruskiptajöfnuður hefur það sem af er árinu verið miklu hagstæðari en ætla mætti. Það skýrir hins vegar ekki hvers vegna þjónustujöfnuður á fyrri helmingi yfirstandandi árs var í reynd 1,3 ma.kr. hagstæðari en á sama tíma í fyrra. Á fyrstu 6 mánuðum ársins jókst útflutt þjónusta um tæp 24% en innflutt um tæp 11%. Þessi mikli vöxtur skýrist að hluta til af tímabundnum þáttum, t.d. mikilli þjónustu við varnarliðið, en að hluta má skýra

#### Helstu þjóðhagsstærðir

Árlegar magnbreytingar í %

	1995	1996	Aprílspá 1997	Októberspá 1997	Spá 1998
Einkaneysla .....	4,2	6,4	5,0	5,0	5,0
Samneysla .....	1,3	1,4	2,0	2,2	3,0
Fjármunamyndun .....	-2,8	23,5	20,0	18,6	1,3
Þjóðarútgjöld .....	3,1	7,1	7,0	6,7	3,9
Útflutningur vöru og þjónustu .....	-2,1	10,0	2,8	3,2	4,6
Innflutningur vöru og þjónustu .....	3,8	16,6	12,7	9,6	5,9
Verg landsframleiðsla .....	1,0	5,2	3,5	4,5	3,5
Þjóðartekjur .....	1,9	4,2	3,9	5,0	3,7
Viðskiptajöfnuður, hlutfall af VLF .....	0,8	-1,7	-5,0	-3,4	-3,4

Heimild: Þjóðhagsstofnun

## Útanríkisviðskipti

Breytingar frá fyrra ári (%) eða jöfnuður í m.kr.

	1995	1996	Aprílspá 1997	Októberspá 1997	Spá 1998
Vöruútflutningur.....	-2,2	9,6	1,2	1,5	5,0
þ.a. útflutningsframleiðsla .....	-0,3	6,7	3,0	2,7	7,8
Vöruinnflutningur.....	6,5	16,6	15,3	7,6	6,9
þ.a. alm. vöruinnflutningur.....	6,1	17,8	5,6	5,0	4,6
<b>Vöruskiptajöfnuður.....</b>	<b>13.356</b>	<b>1.817</b>	<b>-15.141</b>	<b>-5.579</b>	<b>-6.307</b>
Þjónustutekjur.....	-1,9	10,9	7,3	7,7	3,6
Þjónustugjöld.....	-2,7	16,6	5,9	14,7	3,2
<b>Jöfnuður þáttatekna.....</b>	<b>-12.502</b>	<b>-10.803</b>	<b>-11.026</b>	<b>-9.855</b>	<b>-11.007</b>
<b>Þjónustujöfnuður.....</b>	<b>3.169</b>	<b>1.219</b>	<b>567</b>	<b>-1.701</b>	<b>-1.299</b>
<b>Viðskiptajöfnuður.....</b>	<b>3.717</b>	<b>-8.231</b>	<b>-25.974</b>	<b>-17.507</b>	<b>-18.996</b>

Heimild: Þjóðhagsstofnun

aukninguna með því að erlendir verktakar sem samið hefur verið við vegna fjárfestingar í stóriðju og orkuverum ráða að verulegu leyti innlenda undirverktaka. Áhrifin koma því fram á báðum hliðum þjónustujafnaðar.

Þótt samkvæmt ofangreindu megi ætla að hallinn á viðskiptum við útlönd verði að öðru óbreyttu eitthvað minni en gert er ráð fyrir í þjóðhagsáætlun er rétt að hafa í huga að stór hluti innflutnings á vegum Norðuráls hf. fer fram öðru hvorum megin við næstu áramót, eru endanlegar niðurstöður afar viðkvæmar fyrir fremur smávægilegri seinkun eða flýtingu á innflutningi. Reyndar kann útflutningurinn að vera nokkuð varlega áætlaður, því að áætlunum um álútflutning á árinu hefur ekki verið breytt þótt ljóst sé að umtalsverð flýting hafi orðið á stækkun álvers Ísals hf. Góður vöxtur hefur verið í útflutningi ýmissar iðnaðarvöru annarrar en afurða stóriðju á árinu, eða 9½% fyrstu sjö mánuði ársins frá sama tímabili 1996. Nam útflutningurinn 3½ ma.kr. á tímabilinu.

Í forsendum Þjóðhagsstofnunar er reiknað með að innflutningur vegna stóriðju og orkuframkvæmda muni nema 15 ma.kr. á yfirstandandi ári. Þegar áhrif fjárfestingar í stóriðju og orkuverum eru undanskilin verður viðskiptajöfnuðurinn á yfirstandandi ári, samkvæmt októberspá Þjóðhagsstofnunar, neikvæður um 0,7% af landsframleiðslu.

### Raungengi og samkeppnisstaða

Kjarasamningar á fyrri hluta ársins fólu í sér umtalverðar launahækkningar umfram launapróun

í helstu viðskiptalöndum. Samkvæmt mati Seðlabankans munu laun á almennum vinnu- markaði hækka um 5,6% á milli ársmeðaltala 1996 og 1997, en laun í helstu viðskiptalöndum um 3%. Miðað við spár verður samsvarandi hækkun launakostnaðar 6,6% og 4,2% á næsta ári. Reiknað er með að innlend framleiðni aukist öllu meira en erlend, þannig að ef ekki kæmi til gengishækkun krónunnar myndi innlendir launakostnaður á framleidda einingu hækka í ár um rúmlega 1½% umfram einingarkostnað erlends vinnuafis. Vegna hækkunar á gengi krónunnar verður hækkun raungengis á mælikvarða launakostnaðar þó að líkindum nær tvöfalt meiri, eða tæplega 3%, og er þá miðað við óbreytt gengi frá miðjum október. Spáð er að raungengi á þennan mælikvarða hækki minna á næsta ári eða um 2%. Raungengi reiknað út frá þróun neysluverðs mun hækka minna eða um 1% á þessu ári en aðeins rúmlega ½% á því næsta. Þessi þróun felur vissulega í sér nokkuð verri samkeppnisstöðu, en hana verður þó að skoða í samhengi við eftirfarandi:

- Raungengi hefur verið mjög lágt í sögulegu samhengi undanfarin ár og hækkun þess í ár og árin tvö á undan vegur aðeins upp helming þeirrar lækkunar sem varð árin 1993 og 1994.

- Hækkun raungengis krónunnar undanfarin ár er síður en svo mikil í alþjóðlegum samanburði miðað við þá kröftugu efnahagslegu upp-sveiflu sem átti sér stað hér á landi í kjölfar langvarandi lægðar. Þannig er t.d. áætlað að raungengi breska pundisins verði á þessu ári 23% hærra en fyrir tveimur árum. Álíka mikil hækk-

un raungengis hefur orðið á Nýja-Sjálandi frá 1994. Í báðum þessum löndum hefur orðið mikil hækkun á nafngengi gjaldmiðils, sem skýrir stærstan hluta raungengishækkunarinnar. Svipaða sögu mætti segja um raungengisþróun í mörgum öðrum löndum, þ.á.m. Norðurlöndum, þar sem hagvöxtur hefur verið í uppsveiflu, eftir samdrátt sem hafði í för með sér lækkingu bæði nafn- og raungengis. Að raungengi hækki á uppgangstímum og lækki á tímasteiðum samdráttar er eðlilegur gangur hagsveiflunnar.

- Auk eðlilegra hagsveifluáhrifa á raungengið hefur íslenska þjóðarþúið fengið búhnykki sem telja má varanlega og ættu að öðru óbreyttu að leiða til hækkunar á jafnvægisraungengi krónunnar.

Ástæða er til að staldra ögn við þá staðhæfingu að jafnvægisraungengi krónunnar hafi hækkað. Torvelt er að leggja mat á það hvert jafnvægisraungengið er á hverjum tíma, enda ekki stærð sem hægt er að mæla beint. Með því að skoða þróun raungengis yfir lengra tímabil má þó fá grófa hugmynd um á hvaða bili jafnvægisraungengið liggur.

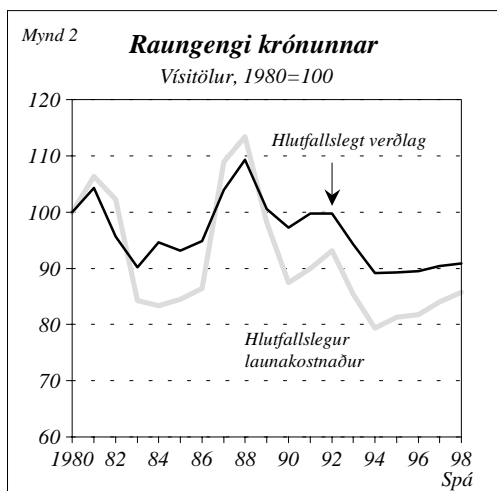
Þegar raungengi er mjög lágt í sögulegu samhengi bendir það að öðru jöfnu til þess að gengi sé lægra en samrýmist stöðugleika verðlags til langs tíma. Ákjósanleg samkeppnisstaða örvar hagvöxt að mörkum raunhæfrar nýtingar framleiðslugetu, samkeppni um vinnuafli eykst og verð og laun taka að hækka. Hagstæð þróun utanríkisviðskipta og innstreymi fjármagns

skapa þrýsting á nafngengi upp á við. Raungengi hækkar. Samhengi þessarar þróunar er hins vegar oft rofið af breytingum á ytri aðstæðum og hagstjórn, þannig að raunverulegt ferli getur verið mun margbrotnara. Sú staðreynd að raungengi krónunnar hefur verið töluvert langt undir meðalstöðu tveggja síðustu áratuga bendir til þess, að öðru óbreyttu, að raungengi hafi verið undir jafnvægisraungengi. Á síðasta fjórðungi yfirstandandi árs er áætlað að raungengi á neysluverðsmælikvarða verði  $5\frac{1}{2}\%$  undir meðaltali raungengis síðan 1980 og 7% á mælikvarða launaþróunar.

Ýmsa fyrirvara verður að gera við slíkan

#### Hvað er jafnvægisraungengi?

Hugtakið jafnvægisraungengi hefur verið skilgreint með ýmsum hætti. Hugmyndin er náskyld og upphaflega sprottin af kenningum um kaupmáttarjafnvægi (e. purchasing power parity, PPP). Algennt er nú að skilgreina jafnvægisraungengi sem það stig raungengis sem samræmist þjóðhagslegu jafnvægi, bæði innan hagkerfisins (innra jafnvægi) og gagnvart útlöndum (ytra jafnvægi). Innra jafnvægi er í þessum skilningi ástand sem felur í sér sem næst fulla raunhæfa nýtingu framleiðslugetu ásamt því að verðbólga hefur hvorki tilhneigingu til að hækka né lækka. Ytra jafnvægi felur í sér stöðu greiðslujafnaðar sem er í jafnvægi í þeim skilningi að hún leiðir ekki, sé ekkert að gert, til stigmagnandi skuldaföfnunar. Hugtakið felur í sér að til lengri tíma hefur raungengi tilhneigingu til þess að hníga að ákveðnu gildi, annaðhvort fyrir áorkan breytinga á nafngengi eða verðlags- og launaþróunar miðað við viðskiptalönd, svo framarlega sem ekki verða breytingar á ytri aðstæðum er breyta jafnvægis-skilyrðum í þjóðarþúskapnum til frambúðar. Ýmislegt getur orðið til þess að breyta þessum jafnvægis-skilyrðum, þ.á.m. breytingar á sparnaðarhneigð landa, mismunandi framleiðniþróun í utanríkisgeira hagkerfisins annars vegar og þeim hluta hagkerfisins sem ekki lýtur samkeppni við útlönd hins vegar, varanlegar breytingar á viðskiptakjörum, breytingar á viðskiptakostnaði í milliríkjavíðskiptum (t.d. tolla- eða fjarlægðarvernd), breytingar á auðlindagrunni hagkerfisins o.s.frv. Loks er jafnvægisraungengi hvers tíma háð fyrri frávikum frá jafnvægisraungengi.



samanburð. Kerfisbundin skekkja getur verið í raungengismælingum sem gerir meðaltöl að sumu leyti verri mælikvarða á langtímatilhneigingu eftir því sem lengra tímabil er tekið. Einnig er mikilvægt að hafa hugfast að jafnvægisraungengið er ekki fasti, heldur stærð sem breytist þegar varanlegar breytingar verða á ytri skilyrðum þjóðarbúsins. Minnkandi sparnaðarhneigð, skerðing aflakvóta og langvarandi rýrnun viðskiptakjara hafa vafalítið leitt til þess að jafnvægisraungengið lækkaði á fyrri helmingi 10. áratugarins. Sökum langvarandi ytra ójafnvægis þjóðarbúsins hafa erlendar skuldir aukist mikið frá upphafi níunda áratugarins. Slík skuldaaukning felur einnig í sér lækkun jafnvægisraungengis. Það er því ekki ólíklegt að jafnvægisraungengi hafi legið nokkuð undir meðalstöðu raungengis síðustu 17 ára. Þær óhagstæðu breytingar sem urðu á ytri skilyrðum þjóðarbúsins á fyrri helmingi 10. áratugarins hafa líklega leitt til lækkunar á jafnvægisraungengi krónunnar. Þessar breytingar hafa reynst langvarandi, en geta gengið til baka. Á síðustu árum hafa hins vegar orðið verulegar breytingar á ytri skilyrðum þjóðarbúsins til batnaðar, sem líklegt er að standi til langframa. Fiskistofnar eru nú aftur á uppleið, í kjölfar bættrar fiskveiðistjórnunar. Jafnframt er útgerðin og fiskvinnslan smám saman að færa sér í nyt þá möguleika til hagræðingar sem núverandi fyrirkomulag á fiskveiðistjórn skapar. Á sama tíma hafa orðið breytingar í alþjóðaefnahagsmálum sem gera það að verkum að aðdráttarafli orkulinda landsins hefur aukist. Erlend fjárfesting í orkufrekum iðnaði hefur stóraukist og útlit er fyrir að sú þróun muni halda áfram. Viðskiptakjör eru reyndar enn með lakara móti, en líklegt verður að telja að þau eigi eftir að batna. Það er því líklegt að jafnvægisraungengi hafi hækkað, þótt ekki sé hægt að fullyrða með neinni vissu á hvaða stigi þeirra vísitalna raungengis sem hér eru reiknaðar jafnvægið liggja. Söguleg reynsla, núverandi staða efnahagsmála og horfur gefa hins vegar til kynna að líklegra er heldur en hitt, að jafnvægisstaða raungengisins liggja hærra en núverandi staða þess.

#### **Afkoma atvinnuvega**

Síðastliðið fiskveiðiár (1. september 1996 -

30. ágúst 1997), barst á land metafli, tæplega 2,2 milljónir tonna. Aflinn á fyrstu níu mánuðum þessa árs var orðinn tæplega 1.860 þús. tonn en var 1.780 þús. tonn á sama tíma 1996. Árviss stígandi hefur verið í afla á seinustu fjórum árum, alls 39% aukning. Verðmæti aukningarinnar er þó aðeins tæplega 6%, þar sem aukning afla er öll í uppsjávarfiski, sem ekki er eins verðmætur og botnfiskafurðir. Samkvæmt nýrri spá Þjóðhagsstofnunar er áætlað að heildaraflinn á yfirstandandi almanaksári verði um 2.160 þús. tonn, sem er 105 þús. tonna aukning frá árinu 1996. Áætlað aflaverðmæti og útflutningsframleiðsla minnkar þó lítillega milli ára eða um 1%, vegna breytingar á aflasamsetningu. Aflahámark á nokkrum mikilvægum fisktegundum var hækkað á yfirstandandi fiskveiðiári, þ.e. frá 1. september 1997 til 30. ágúst 1998. Loðnukvótinn kann einnig að hækka frá því sem nú er gert ráð fyrir.

Staða íslenskra sjávarafurða á erlendum mörkuðum virðist almennt sterk á haustmánuðum 1997. Birgðir helstu sjávarafurða á heimsmarkaði eru t.d. litlar og mun minni en fyrir ári. Verð á langflestum afurðum fer nú hækkanði og bjartsýni ríkir um framhaldið. Frá árinu 1994, en þá lauk verðlækkunarferli sem staðið hafði frá árinu 1991, fram til hausts 1997 hefur meðalverð sjávarafurða í erlendri mynt hækkað um 15%.

Á haustmánuðum hafa verið að birtast afkomutölur úr árshlutauppgjörum þeirra sjávarútvegsfyrirtækja sem eru á Verðbréfaþingi Íslands (VPÍ) og á Opna tilboðsmarkaðnum (OTM). Eftirfarandi umfjöllun byggist á árshlutauppgjörum 22 sjávarútvegsfyrirtækja með rúmlega 47% af veltu sjávarútvegsins á árinu 1996. Hagnaður af reglulegri starfsemi sem hlutfall af veltu lækkar úr 4,9% í árshlutauppgjörum 1996 í 2,5% á fyrrihluta þessa árs. Hreinn hagnaður á móti veltu lækkar einnig eilítið eða úr 7,3% 1996 í 6,6% á þessu ári. Þessi munur á hreinum hagnaði og hagnaði af reglulegri starfsemi skýrist með hagnaði af sölu fastafjármuna, sérstaklega skipa og hlutabréfa, og hagnaði af rekstri hlutdeildarfyrirtækja. Vergur rekstrarhagnaður (rekstrarafgangur fyrir afskriftir og fjármagnsliði) hækkar nokkuð milli árshlutauppgjöra 1996 og 1997, úr 15,0% í

16,3%, og hreinn rekstrarhagnaður (rekstrarafgangur fyrir fjármagnsliði) hækkar úr 7,5% árið 1996 í 7,7% á þessu ári. Mismunandi þróun hagnaðarkennitalna skýrist að nær öllu leyti af því að afskriftir og þó sérstaklega fjármagnsgjöld hafa aukist verulega á fyrri hluta 1997 miðað við árið 1996. Hjá fyrirtækjunum í úrtakinu í heild hækka afskriftir úr 7,4% af veltu í 8,8% af veltu á þessu ári og fjármagnsgjöld hækka úr 2,7% af veltu í 5,2% á þessu ári. Vaxandi afskriftir má rekja til aukningar sem orðið hefur í bókfærðum fastafjármunum þeirra sjávarútvegsfyrirtækja sem eru á hlutabréfamarkaði. Athyglisvert er að ekki er sjáanlegt að gengisþróunin hafi skaðað rekstur fyrirtækjanna á þessu tímabili, þar sem vergur rekstrarhagnaður sem hlutfall af veltu hækkar frá sama tíma í fyrra.

Góð afkoma sjávarútvegsins, traustari eiginfjárstaða og góðir framtíðartekjumöguleikar hafa hækkað markaðsgengi sjávarútvegsfyrirtækja á hlutabréfamarkaðnum. Þrátt fyrir nokkra lækkingu allra síðustu mánuði, hefur markaðsvirði sjávarútvegsfyrirtækja á VPÍ þrefaldast frá ársbyrjun 1996 til loka september 1997, en upplýsingar skortir um hækkun á markaðsvirði OTM fyrirtækja. Vísitala sjávarútvegs á VPÍ hefur hækkað um 211% frá áramótum 1996, en um 12,5% frá áramótum 1996/97 til septemberloka 1997.

Haldbærustu vísbendingar um afkomu í iðnaðinum í heild er að finna í uppgjörum þeirra iðnfyrirtækja sem eru á hlutabréfamarkaði. Á Verðbréfaþingi Íslands eru núna 10 iðnfyrirtæki, sem eru í hópi stærri og öflugri iðnfyrirtækja. Líta má á þróun afkomu þeirra sem vísbendingu um þróun afkomu fyrirtækja í iðnaði í heild. Velta þessara fyrirtækja er tæplega 15 ma.kr. á árinu 1996 eða u.þ.b. 15% af heildarveltu iðnfyrirtækja án stóriðju. Veltan í hálfársuppgjörinu 1997 hefur aukist um nær 20% frá sama tíma í fyrra, en nokkur lækking verður á hlutfallslegum rekstrarafgangi, bæði vergum og hreinum. Vergur rekstrarafgangur lækkar úr 10,8% fyrrihluta árs 1996 í 8,8% á fyrstu 6 mánuðum þessa árs. Hreinn hagnaður fer á sama tíma úr 6,2% í 4,5%. Lakari afkoma iðnfyrirtækja skýrist einkum af hækkun launaliðar og að nokkru leyti meiri hráefnanotkun. Einnig aukast

afskriftir og segir þar til sín, að fastafjármunir hafa aukist um þriðjung frá árinu 1995.

Sterk staða atvinnufyrirtækja á síðustu árum endurspeglast einnig í batnandi afkomu lána- stofnana. Dregið hefur úr framlögum þriggja viðskiptabanka og fjögurra stærstu sparisjóðanna í afskriftarreikninga um 13% á milli árunna 1996-1997. Einnig hafa aðrar rekstrartekjur banka og sparisjóða en vaxtatekjur aukist verulega. Afkoma lánastofnana batnar því, þrátt fyrir minnkandi mun á vaxtatekjum og -gjöldum.

Á heildina litið, sé tekið mið af afkomu þeirra fyrirtækja í sjávarútvegi og iðnaði sem eru skráð á VPÍ eða OTM, verður ekki annað séð en staða atvinnuveganna sé tiltölulega sterk um þessar mundir. Hér er vissulega um mörg stærstu og öflugustu fyrirtækin í sinni grein að ræða og því ekki við því að búast að afkoma þeirra endurspegli fyllilega meðalafkomu fyrirtækja í þessum greinum. Það er hins vegar engan veginn sjálfgefið að mat á efnahagsaðstæðum taki mið af meðaltölum. Líta má svo á að tilvist fyrirtækja sem sýna mjög slaka afkomu, og draga niður meðalafkomuna, sé fyrst og fremst mælikvarði á hversu mikið tilefni er til endurskipulagningar og hagræðingar í viðkomandi grein.

#### Helstu kennitölur rekstrar og efnahags sjávarútvegsfyrirtækja á VPÍ og OTM

M.kr. og %	1995	1996	Úrtak	
			1996	fyrri- hluti 1997
Velta.....	42.944	53.044	49.056	31.723
Hreinn hagnaður/velta ...	6,3	5,9	6,5	6,6
Hagnað. af regl. starfsemi/velta.....	3,4	3,1	3,4	2,5
Vergur rekstrarhagnaður/velta .....	15,3	14,4	14,8	16,6
Arðsemi eigin fjár .....	19,3	14,3	15,2	.
Arðsemi hreinna eigna...	7,1	5,8	6,3	.
Eiginfjárlutfall .....	27,5	31,4	31,7	33,4
Sjóðsstreymi .....	3.394	4.610	4.589	3584

#### Eftirspurn

Öll skilyrði hafa verið til öflugs vaxtar eftirspurnar á yfirstandandi ári. Kjarasamningar sem gerðir voru á árinu fólu í sér hækkun launa um u.þ.b. 6% á yfirstandandi ári, störfum hefur fjölgað og vinnutími lengst. Áætlað er að kaup-

máttur ráðstöfunartekna muni aukast um u.þ.b. 5½%. Fjárfesting í stóriðju mun ná hámarki á yfirstandandi ári og samneysla aukast lítið eitt meira að raungildi en tvö undanfarin ár. Þjóðar-útgjöld munu, skv. Þjóðhagsáætlun, vaxa um 6,7% á þessu ári, samanborið við 7,9% á því síðasta. Gert er ráð fyrir lítið eitt minni aukningu einkaneyslu, sem samkvæmt spá mun fara nærri því að aukast í samræmi við kaupmátt ráðstöfunartekna. Heldur dregur úr vexti fjármunamyndunar samkvæmt spá Þjóðhagsstofnunar, úr 23,5% í fyrra niður í 18,6%. Það er þó tæpast hægt að túlka á þann veg að dregið hafi úr eftirspurn, eins og vikið verður að síðar.

Þjóðhagsstofnun spáir 5% vexti einkaneyslu á þessu ári, en á síðasta ári er áætlað að einkaneyslan hafi aukist um 6,4%. Vöxtur einkaneyslu í ár virðist þannig nokkuð minni en aukning kaupmáttar ráðstöfunartekna í heild á árinu, sem ælta má að sé vel yfir 6%. Útlit er fyrir að skuldir heimilanna vaxi um 19 ma.kr. á þessu ári, sem er heldur minna en síðastliðin þrjú ár á sambærilegu verðlagi. Hlutfallsleg aukning skuldanna er um 5½% að raungildi, sem er minni aukning en verið hefur allt frá árinu 1979. Hrein fjárfesting heimilanna í íbúðarhúsnæði og bifreiðum virðist ætla að verða nærri 14 ma.kr., auk þess sem þau auka fjáreignir töluvert. Auknar skuldir fara því ekki til að fjármagna einkaneyslu, enda virðist eiginfjárhlutfall heimilanna án lífeyrissjóðaeigna ætla að verða svipað og árið áður. Er það þriðja árið í röð sem þetta hlutfall annað hvort hækkar eða stendur í stað, eftir stöðuga lækkun í um einn og hálfan áratug þar á undan. Í þetta hlutfall vantar hins vegar hlutfjáreign heimilanna og innbú. Hlutfjáreign þeirra hefur að líkindum vaxið þó nokkuð undanfarin tvö ár.

Fjármunamyndun er nú talin munu aukast heldur minna en gert var ráð fyrir í apríl-spánni, eða 18,6%, eins og komið hefur fram. Meginástæða þess að nú er gert ráð fyrir, á heildina lítið, heldur minni fjármunamyndun en áætlað var í apríl er að sala flugvélar á árinu leiðir til þess að fjárfesting í samgöngum verður minni á yfirstandandi ári en áður. Nú er reiknað með að fjárfesting í þessum geira verði 5,5 ma.kr. í stað 8 ma.kr. Þótt sala flugvélar komi fram sem neikvæð fjárfesting í þjóðhagsreikningum (á

móti auknum útflutningi, þannig að áhrif á landsframleiðslu af sölonni einni og sér verða engin) felur það ekki í sér minnkandi umsvif í flugrekstri, né heldur er það til marks um að dregið hafi úr eftirspurn.

Gert er ráð fyrir heldur meiri fjárfestingu vegna stóriðju en gert var í apríl, eða 12,6 ma.kr., og að nýfjárfesting í stóriðju og orkuverum muni samsvara u.þ.b. þriðjungi heildarfjárfestingar. Annar stór fjárfestingarliður er fjárfesting í íbúðarhúsnæði og hefur hún undanfarin ár numið u.þ.b. fimmtungi af heildarfjárfestingunni. Fjárfesting í íbúðarhúsnæði dróst saman um nær 10% árið 1995, en jókst um 4% á síðasta ári. Aukist fjárfesting um 5% á þessu ári, eins og Þjóðhagsstofnun reiknar nú með, hefur rétt tæplega tekist að vinna upp þann samdrátt sem varð í íbúðarfjárfestingu árið 1995. Samt sem áður yrði íbúðarfjárfesting 15% minni en hún var árið 1990. Reyndar þarf að fara allt aftur til ársins 1972 til þess að finna jafnlága fjárfestingu í íbúðarhúsnæði og verið hefur undanfarin ár. Hefur þjóðinni þó fjölgað töluvert á tímabilinu. Svipaða sögu er að segja um fjárfestingu í verslunar- og skrifstofuhúsnæði. Þar hefur fjárfesting aukist allmikið síðastliðin tvö ár, en frá mjög lágu stigi, þannig að fara þarf aftur til ársins 1981 til þess að finna jafnlága fjárfestingu. Til samans hafa þessir tveir liðir í gegnum árin verið á bilinu fjórðungur til þriðj-ungur af heildarfjármunamyndun, og vöxtur þeirra því skipt verulegu máli fyrir þróun atvinnustigs í landinu.

### **Horfur**

Í þjóðhagsáætlun frá því í október er áfram gert ráð fyrir öflugum hagvexti á næsta ári, eða 3½% magnaukningu landsframleiðslu. Fjárfesting vegna stóriðju nær hámarki á yfirstandandi ári, en úr henni dregur á næsta ári. Á móti er hins vegar reiknað með að fjárfesting annarra atvinnuvega muni í heild halda áfram að aukast og taka að einhverju leyti upp slakann sem verður þegar dregur úr stóriðjuframkvæmdum. Áætluð kaup Flugleiða á tveimur flugvélum á árinu eiga þar stærstan hlut að máli. Spáð er að fjárfesting í íbúðarhúsnæði haldi áfram að aukast svipað og áætlað er að hún hafi gert á yfirstandandi ári eða um 5%. Þá er gert ráð fyrir nokkrum samdrætti í

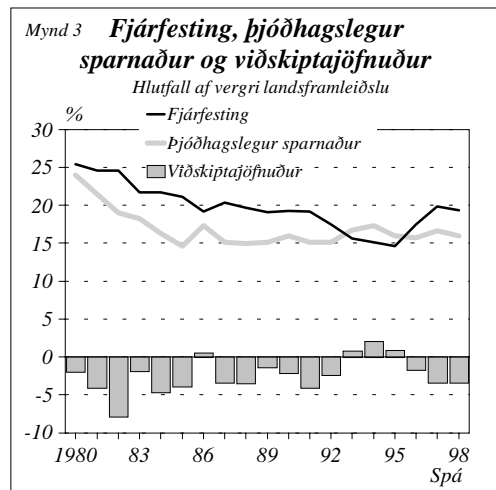
opinberri fjárfestingu. Á heildina litið er gert ráð fyrir lítils háttar magnaukningu (1,3%) í fjármunamyndun. Útflutningur eykst í takt við aukna framleiðslugetu í áli og kísiljárni, en reiknað er með að útflutningur á sjávarafurðum standi í stað. Gert er ráð fyrir að einkaneysla aukist í takt við aukningu ráðstöfunartekna og að samneysla aukist heldur meira að raungildi en undanfarin ár.

Helstu óvissuþættirnir í spánni fyrir 1998 eru að nokkru leyti þeir sömu og í spánni fyrir yfirstandandi ár. Innflutningur á fjárfestingarvöru, bæði vegna stóriðju og flugvélakaupa, getur auðveldlega flust á milli ára. Jafnframt er fremur óvíst að hve miklu leyti aðrir atvinnuvegir en stóriðja munu vega upp slakann sem verður þegar dregur úr fjárfestingu í stóriðju. Í þeirri spá sem nú liggur fyrir veltur þetta að miklu leyti á áformum eins fyrirtækis, Flugleiða, enda er reiknað með að fremur dragi úr fjárfestingu í sjávarútvegi eftir mikla fjárfestingu á þessu ári og því síðasta. Á hitt ber einnig að líta að önnur stóriðjuáform bíða handan við hornið og gætu hugsanlega fyllt skarðið þegar á næsta ári.

Horfur um neyslu og sparnaðarhegðun heimilanna eru alltaf töluverðri óvissu háðar. Í spá Þjóðhagsstofnunar um næsta ár er gert ráð fyrir að einkaneysla aukist um 5%. Það er minna en gera má ráð fyrir að kaupmáttur ráðstöfunartekna í heild vaxi um. Í ljósi þess að skuldir heimilanna eru nú komnar vel yfir 130% af ráðstöfunartekjum gæti komið til þess að sparnaðarhneigð heimilanna aukist meira. Aukin áhersla á lífeyrissparnað og auknar heimildir til skattfrelsis í því sambandi gæti einnig stuðlað að því sama. Alls er hins vegar óvíst að áhrif þessa komi fram á næsta ári.

Eins og oft hefur komið fram í skýrslum bankans, og ítarlega var fjallað um í haustskýrslu bankans í fyrra, hefur þjóðhagslegur sparnaður á Íslandi verið með því lægsta sem

gerist á meðal OECD-landa í rúman áratug. Að mati bankans hefur þjóðhagslegur sparnaður verið lægri en æskilegt getur talist. Sjá má af mynd 3 að vergur þjóðhagslegur sparnaður fylgir nokkuð vel vergri fjármunamyndun til langs tíma, þótt frávik verði á einstökum árum. Aukning fjármunamyndunar í fyrra og á þessu ári, hefur hins vegar ekki náð að auka vergan þjóðhagslegan sparnað til muna. Það stafar af því að aukin fjárfesting er að verulegu leyti fjármögnuð með erlendu fjármagni, lánsfé eða beinni fjárfestingu, en ekki innlendum sparnaði, sem veldur halla á viðskiptajöfnuði. Vergur þjóðhagslegur sparnaður hefur þó þokast upp um tæplega 1% á árinu og verður samkvæmt spá Þjóðhagsstofnunar um 16½% af landsframleiðslu. Spáð er að hann lækki á næsta ári og haldist á því stigi til loka þessarar aldar. Fari svo, er það vissulega áhyggjuefni. Það undirstrikar því enn frekar nauðsyn aðhalds í opinberum fjármálum, sem er fljótverkasta og öruggasta leiðin til að auka þjóðhagslegan sparnað, en jafnframt að hugað verði að leiðum til að örva sparnað einkageirans.



### III Opinber fjármál

Fjárlög ársins 1997 voru samþykkt í óvissu- andrúmslofti yfirvofandi kjarasamninga og án þess að lokið væri vinnu við að draga úr jaðar- áhrifum í tekjuskattskerfinu. Tekjur og gjöld áttu að verða um 126 ma.kr. með örlitlum af- gangi eftir samfelldan hallarekstur frá 1984. Ríkisútgjöld önnur en vextir skyldu lækka um nær 8 ma.kr. að raungildi milli ára (m.v. verð landsframleiðslu) einkum vegna yfirtöku sveit- arfélaganna á grunnskólanum en einnig vegna 2 ma.kr. raunniðurskurðar í skólamállum, hús- næðismálum, heilbrigðismálum og samgöngu- málum. Tekjur áttu að lækka um 5,7 ma.kr á föstu verði, þar af tekjuskattur einstaklinga um tæpa 6 ma.kr. á móti hækkun útsvars vegna yfirtöku sveitarfélaga á grunnskólanum.

fulla framkvæmd og virðist síst ofmetið, en fyrsti áfanginn er metinn á 1,7 ma.kr. Helmingur þess frestast þó til álagningar 1998 en þeir 0,8 ma.kr. sem koma til greiðslu 1997 samsvara því sem samkvæmt fjárlögum skyldi varið til að lækka jaðarskatta.

Framúrkefsla gjalda um 2,6 ma.kr. stafar að hluta af hækkun launa og tryggingabóta umfram áætlanir í kjölfar kjarasamninga. Heilbrigðis- útgjöld stefna 0,8 ma.kr. fram úr fjárlögum umfram það sem rekja má til samninganna. Fast- eignahald og ný verkefni utanríkisráðuneytis fara 0,5 ma.kr. fram úr fjárlögum.

Útstreymi á lánveitingum og hlutafé stefnir í 1,8 ma.kr. en innstreymi skv. fjárlögum átti að verða 1,7 ma.kr. Tveir þriðju hlutar af mismun-

**Tafla 1. Yfirlit ríkisfjármála 1994-1997**

*Hlutföll af landsframleiðslu*

	1994	1995	1996	Fjárlög 1997	Áætlun 1997	Frumv. 1998 <sup>1</sup>
Tekjur .....	25,2	25,3	26,4	24,3	25,1	24,5
Gjöld (án innlausnarvaxta) .....	26,9	27,3	26,8	24,3	24,6	23,9
Tekjuafgangur.....	-1,7	-2,0	-0,4	0,0	0,5	0,6
Stofnfé/hlutafé, selt umfram keypt.....	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	1,0
Aðrar hreyfingar veittra lána, innstreymi .....	-1,7	-2,1	-0,1	0,4	-0,3	-0,4
Hrein lánsfjárförf .....	3,4	4,1	0,6	-0,3	-0,2	-1,2
Innlendar afborganir utan Seðlabanka.....	1,4	2,4	6,1	1,3	2,9	1,5
Afborganir erlendra lána.....	2,1	0,7	1,9	1,5	1,5	1,6
Verg lánsfjárförf .....	7,0	7,3	8,6	2,4	4,2	1,9

1. Greiðslugrunnur, hefðbundin framsetning.

#### Horfur 1997

Við fyrstu sýn virðist hafa slaknað á fram- kvæmd fjárlaga og niðurstaðan stefna í 1,3 ma.kr. halla fremur en jöfnuð. Þegar leiðrétt er fyrir vaxtagreiðslu af flýtiinnlausn spariskírteina sést þó bati. Tekjur fara 4,7 ma.kr. fram úr fjár- lögum, en útgjöld án flýtivaxta fara 2,6 ma.kr. fram úr. Afgangur verður með þessu móti 2,7 ma.kr. í stað 0,1 ma.kr. skv. fjárlögum.

Auknar tekjur stafa einkum af aukinni veltu og umsvifum. Verulegar skattalækkanir voru boðaðar í mars til að greiða fyrir kjarasamning- um. Tekjutap ríkissjóðs vegna skattalækkananna hefur verið talið rúmum 5 ma.kr. á heilu ári við

inum stafa af láni til Byggingarsjóðs ríkisins sem kemur í stað eigin lántöku sjóðsins. Með því að líta á vexti af flýtiinnlausn spariskírteina sem afborgun, stefnir í að hrein lánsfjárförf sýni afgang upp á 0,9 ma.kr. fremur en 1,8 ma.kr. í fjárlagaáætlunum.

Það sem af er ári hefur afkoma ríkissjóðs verið 4,7 ma.kr. betri en á sama tíma í fyrra, þegar flýtivextir spariskírteina eru taldir afborgun. Breytingar á fjármögnun hafa orðið enn meiri. Í stað 11 ma.kr. erlendra lántöku umfram afborganir til septemberloka í fyrra, nema hreinar uppgreiðslur erlendra lána 6 ma.kr. það sem af er þessu ári. Hins vegar hefur ríkið í ár



**Tafla 2. Hrein lánsfjármögnun ríkissjóðs**  
Milljarðar króna

	Jan.- des. 1996	Jan.-sept. 1996	Jan.-sept. 1997
Hrein lánsfjárförf .....	2,7	11,6	7,5
Erlendar lántökur .....	7,3	11,1	-6,0
Innlend lántaka ríkissjóðs .....	-4,5	1,3	14,8
Langtímabréf ríkisins .....	-3,9	-5,5	7,1
Ríkisvixlar .....	-0,6	6,9	7,8
Eignalækkun Seðlabanka .....	7,7	5,9	-0,3
Langtímabréf ríkisins .....	3,4	4,0	1,1
Ríkisvixlar .....	4,3	1,9	-1,4
Eignaaukning annarra .....	3,2	7,2	14,5

tekið ný lán innanlands sem nema 14,8 ma.kr. umfram afborganir (þ.m.t. vextir af sérstakri innlausn) á móti 1,3 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Að baki þessari aukningu er að hluta minni þrýstingur frá breytingum á ríkisverðbréfaeign Seðlabankans. Fyrstu níu mánuði þessa árs lækkaði ríkisvixlaeign bankans um rúman 1 ma.kr., en önnur verðbréfaeign óx álíka mikið. Fyrstu níu mánuði 1996 lækkaði eign bankans í spariskírteinum, ríkisbréfum og ríkisvixlum hins vegar um tæpa 6 ma.kr. Aðrir aðilar hagræfisins en Seðlabankinn hafa því aukið ríkisverðbréfaeign sína um 14,5 ma.kr. það sem af er þessu ári á móti 7,2 ma.kr. á sama tíma í fyrra.

### Fjárlagafrumvarp 1998

Miklar breytingar verða á uppsetningu fjárlaga frá og með 1998. Hér verður þó einkum stuðst við þá greiðslugrunnsframsetningu sem tíðkast hefur undanfarin ár. Miðað við hana er

stefnt að því að tekjur verði 137,6 ma.kr. og hækki um 5% milli ára en útgjöld verði 134,4 og hækki um 1,7%. Þrennt ruglar myndina: óregla í greiddum vöxtum, flutningur grunnskólans og auknar greiðslur vegna breytinga á Lífeyrissjóði starfsmanna ríkisins. Í töflu hér að neðan er reynt að leiðrétta fyrir þessum þáttum árin 1995 - 1998 í sambærilegri framsetningu. Útgjöld og tekjur eru lækkuð sem svarar útgjöldum til grunnskóla, í stað vaxtagreiðslna er sett áætlun um áfallna vexti, og leiðrétt er fyrir þeim mismun sem er á greiðslum til lífeyrissjóða og lífeyrisskuldbindingu vegna greiddra launa ársins. Niðurstaðan er meira í líkingu við rekstrargrunn en greiðslugrunn, en þó vantar ýmis óregluleg útgjöld og uppgjör og tekjur sem ekki innheimtast á árinu. Með þessum leiðréttingum sést að eftir verulegan bata 1995 - 1996 og allnokkurn milli 1996 og 1997 stendur áætluð afkoma í stað 1997 - 1998, enda þótt búist sé við talsverðum hagvexti sem að öðru jöfnu ætti að stuðla að frekari bata.

Þannig leiðrétt eiga útgjöld ríkisins að hækka um tæp 6% milli ára eða einungis sem nemur hækkun á verði samneyslu. Rekstrargjöld hækka hins vegar um 2,5% umfram verð samneyslu og tilfærslur um ½%. Útgjöld til viðhalds og fjárfestinga lækka um 5% eða 0,7 ma.kr. að raunvirði miðað við áætlun 1997 og verð fjárfestingar. Þessi útgjöld eiga að verða í sögulegu lágmarki 1998, 2,6% af VLF. Meðaltal árunna 1986 -1995 var 3,6% af VLF, og er óvíst að hægt verði að halda fjárfestingum svo lágum til lengdar.

**Tafla 3. Ríkisafkoma með leiðréttingum**  
Milljarðar króna á greiðslugrunni og verði hvers tíma

	1994	1995	1996	Fjárlög 1997	Áætlun 1997	Frumv. 1998
Tekjur .....	109,6	114,3	127,7	126,2	130,9	137,6
Útgjöld .....	116,9	123,3	139,7	126,1	132,7	134,5
Afgangur .....	-7,3	-9,0	-12,0	0,1	-1,8	3,1
Tekjulækkun v.skóla .....	-5,0	-5,0	-6,2	-1,2	-1,2	0,0
Leiðrétta tekjur .....	104,6	109,3	121,6	125,0	129,6	137,6
Leiðréttingar við útgjöld:						
Spariskírteinavextir .....	-	-	-10,0	-	-4,0	-
Grunnskóli .....	-5,0	-5,0	-6,2	-1,2	-1,2	0,0
Vangreiddir vextir .....	3,6	3,5	1,5	2,2	2,2	3,9
Vantalin lífeyrir .....	2,8	3,0	2,7	2,3	3,1	2,0
Leiðrétt útgjöld .....	118,4	124,8	127,7	129,4	132,7	140,4
Leiðréttur afgangur .....	-13,8	-15,5	-6,1	-4,4	-3,1	-2,9

Á tekjuhlið veldur lækkun tekjuskattshlutfalls einstaklinga tekjusamdrætti um 0,8 ma.kr. á föstu verði þrátt fyrir fjármagnstekjuskatt og hækkun á hlutfalli hátekjuskatts, en gert er ráð fyrir að tekjuskattar fyrirtækja og eignarskattar bæti það sem næst upp. Gert er ráð fyrir að óbeinir skattar hækki um 1,9% umfram verð VLF, sem er varfærnislegt í ljósi þjóðhagsspar. Aðrar tekjur lækka að raungildi, þar sem minni arðgreiðslur vega upp hagnað af eignasölu.

Útstreymi á veittum lánnum er talið verða 2,4 ma.kr. 1998 í stað 1,8 ma.kr. í ár. Gert er ráð fyrir að selja ríkiseignir fyrir 8,1 ma.kr. Þar af teljast 1,9 ma.kr. hagnaður og verða tekjufærðir, en 6,2 ma.kr. teljast fjármagnshreyfing. Hrein lánsfjárförf ríkissjóðs er talin verða neikvæð um 6,6 ma.kr. sem jafngildir 1,2% af VLF, en hrein lánsfjárförf á sambærilegum grunni var síðast neikvæð árið 1981 og þá um 0,2% af VLF.

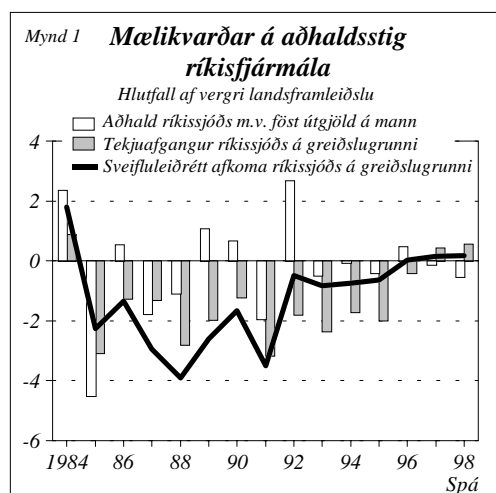
### Ríkisfjármálin og hagsveiflan

Ef horft er framhjá vaxtagreiðslum vegna sérstakrar innlausnar spariskírteina kemur í ljós bati á afkomu ríkissjóðs sem nemur 1,6% af VLF milli árana 1995 og 1996 og bati verður um 0,8% af VLF milli 1996 og 1997 ef spár ganga eftir. Miðað við áform í fjárlagafrumvarpi verður hins vegar ekki teljandi bati á afkomu ríkissjóðs á næsta ári. Meðfylgjandi línurit sýnir mismunandi mat á stöðu ríkisfjármála. Í fyrsta lagi er það tekjuafgangur ríkissjóðs, sem er sýndur með leiðréttingu fyrir sérstökum vaxtagreiðslum 1996 og 1997. Ekki er leiðrétt fyrir flutningi grunnskólans eða lífeyriskuldbindingum. Hvorugt breytir samanburði milli ára, þar sem grunnskólinn kemur eins inn í tekjur og gjöld og lífeyrisleiðréttingin er lík öll árin.

Í öðru lagi er sýnt svokallað aðhaldsátak ríkissjóðs, sem sýnir breytinguna á afkomu ríkissjóðs í hlutfalli við landsframleiðslu sem er umfram hagvaxtartilefni á tekjuhlið og fólksfjölgun á gjaldahlið. Þegar mælikvarðinn er jákvæður er um aukið aðhald að ræða en slökun þegar hann er neikvæður. Það kann að koma á óvart hve lítið aðhald er metið árið 1996 þrátt fyrir umtalsverðan bata í afkomu ríkissjóðs, en það skýrist af því að batatílefni var ærið vegna hagvaxtar umfram fólksfjölgun. Batinn á afkomu ríkissjóðs í ár slær heldur ekki umtalsvert

út á myndinni og á næsta ári er sýnd slökun þar eð afkoman batnar ekki þrátt fyrir hagvöxt. Á þennan mælikvarða verður slökunin á þessu og næsta ári svipuð og aðhaldið á árinu 1996.

Aðhaldsátakið hefur þann galla að það sem sýnist mikið aðhald getur verið leiðrétting á óvenjulegum slaka árið á undan. Önnur nálgun, sem sneiðir hjá þessum annmarka, er að reikna einskona sveifluleiðrétta afkomu. Þá er leitast við að meta hver halli ríkissjóðs á hverju ári hefði orðið ef áhrif hagsveiflunnar á landsframleiðslu hefðu ekki verið til staðar, með öðrum orðum, ef landsframleiðslan hefði verið jöfn sveifluleiðrétta gildi sínu. Það er hins vegar miklum vandkvæðum bundið að meta þetta sveifluleiðrétta gildi, sérstaklega á líðandi stund. Á mynd 1 er það gert með ákveðinni tölfræðilegri síu sem finnur leitnina í landsframleiðslu. Síðan er reiknað hver afkoman hefði verið ef landsframleiðslan hefði verið á leitnilínunni, að gefnum ákveðnum forsendum um samband afkomu ríkissjóðs og hagsveiflunnar. Mikla fyrirvara verður að gera við þessar niðurstöður en þær gefa líklega betri mynd af þróuninni en af stöðunni á hverjum tíma. Samkvæmt þeim niðurstöðum sem er að finna á mynd 1, verður nokkur afkomubati hjá ríkissjóði á síðasta og þessu ári umfram það sem leiðir beint af hagsveiflunni, eða sem nemur 0,8% af VLF. Segja má að það sé viss mælikvarði á aðhald stjórnvalda í ríkisfjármálum á þessum árum. Sárálítið



viðbótaraðhald á sér stað á næsta ári miðað við áform fjárlagafrumvarps.

### Skuldir ríkissjóðs

Rétt er að ítreka að þær athugasemdir sem hér hafa verið gerðar um heldur lítið aðhald í fjárlagafrumvarpi 1998 byggjast á mati á efnahagsaðstæðum. Það breytir því ekki að viss árangur hefur náðst í að hemja ríkisútgjöld og hallarekstur. Með leiðréttingunum í töflu 2 eiga ríkisútgjöld að lækka úr 27% af VLF 1994 í 25% 1998 og hallinn á ríkissjóði að lækka úr rúmum 3% af VLF 1994 í 0,5% 1998. Þótt hallinn minnki ekki milli 1997 og 1998 er hert að með eignasölu sem nemur 1,2% af VLF umfram það sem mælist í tekjum og afkomu. Þá er gert ráð fyrir að kröfur ríkisins vegna óinnheimtra tekna aukist bæði í ár og á næsta ári. Vegna þessa eiga hreinar skuldir ríkisins að lækka um 1½ ma.kr í ár og rúma 3 ma.kr. á næsta ári. Skuldir á föstu verði lækka enn meira, eða um 7 ma.kr. í ár og rúma 9 ma.kr. á næsta ári. Hlutfall hreinna skulda af landsframleiðslu á að lækka úr 51% í árslok 1995 niður í 42½% í lok 1998. Slíkt hefur ekki gerst síðustu 18 árin ef frá er talin lítills háttar lækkun skuldahlutfallsins á öpensluárinu 1987.

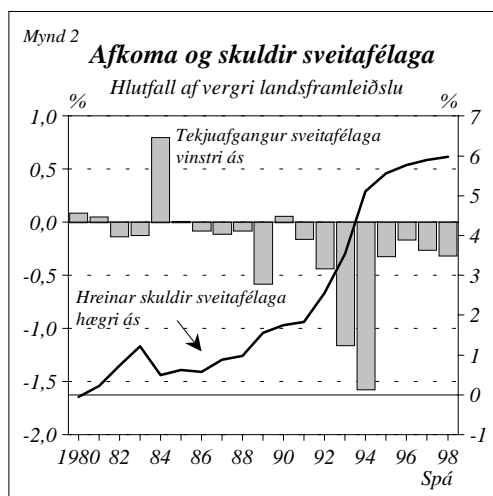
### Fjármál sveitarfélaga

Síðasta ár fyrir sveitarstjórnkosningar hefur áður reynst sveitarfélögunum í landinu skeinu-hætt svo sem sannaðist 1989 og 1993. Samkvæmt reikningum 14 stærstu sveitarfélaganna, þar sem tæp 80% landsmanna búa, var halli á rekstri þeirra 1996 innan við 1 ma.kr. Í ár stefndu þau að því að halda hallarekstri innan við hálfan milljarð króna, þ.e. innan við 0,1% af landsframleiðslu. Síðustu vísbendingar benda til að heldur hafi sigið á ógæfuhliðina, en þó ekki verr en svo, að hallarekstur sveitarfélaga stefni í 2 ma.kr. á árinu. Á litlu er að byggja varðandi næsta ár, en í áætlunum Þjóðhagsstofnunar er gert ráð fyrir lítills háttar slökun milli árana 1997 og 1998. Svo sem sjá má á mynd 3 var gert mikið átak til að rétta sveitarfélögin við 1995, og mikilvægt er að þar verði bætt við fremur en gefið eftir. Skuldir sveitarfélaganna hafa hrannast upp á undanförunum árum. Hreinar skuldir eru þó enn sem komið er hlutfallslega minni en

hjá ríkissjóði, um 65% af tekjum hjá sveitarfélögum en 110% hjá ríkinu. Á móti kemur að sveitarfélögin hafa minna vald yfir tekjum sínum og útgjöldum en ríkið, svo að þörf er varfærni.

### Hið opinbera í heild

Halli á rekstri hins opinbera, ríkis, sveitarfélaga og almannatrygginga, er nú talinn hafa verið um 1,7% af landsframleiðslu á árinu 1996 og hefur ekki verið lægri síðan á árinu 1987. Þjóðhagsstofnun gerir ráð fyrir að hann lækki enn á þessu ári og fari niður í 0,7%. Sú áætlun er ekki fyllilega sambærileg við þær tölur sem hér hefur verið velt upp í töflum 1 og 2 um ríkið eitt. Þjóðhagsstofnun tekur fyllra tillit til ýmissa óreglulegra útgjalda og óinnheimtra tekna en þar er gert. Það ber til tíðinda að þótt hreinar skuldir hins opinbera séu taldar vaxa lítilllega á þessu ári, þá gera áætlanir ráð fyrir að þær lækki sem hlutfall af landsframleiðslu úr tæpum 40% 1996 í rúm 37% í ár og 34,5% í árslok 1998. Þar hjálpar hagvöxtur til, en hitt eru meiri fréttir, að miðað við fast verðlag 1997 er talið að hrein skuld hins opinbera lækki úr 201 ma.kr. um síðustu áramót í 196 ma.kr. um næstu áramót og 188 ma.kr. ári síðar. Vergar skuldir hins opinbera sem hlutfall af landsframleiðslu eru um þessar mundir mikið notaðar í alþjóðlegum samanburði vegna svokallaðra Maastrichtskilyrða um að þær séu undir 60%. Hlutfallið hér á landi í ár stefnir í að verða 53,5% og 50,4% 1998.



## IV Vinnumarkaður, tekjur og verðlag

### Vinnumarkaður

Eftirspurn á vinnumarkaði hefur aukist á yfirstandandi ári, líkt og á öðrum sviðum þjóðarbúsins, þriðja árið í röð. Gera má ráð fyrir að spurn eftir vinnuafli haldi áfram að aukast umfram framboð og draga muni úr atvinnuleysi enn frekar. Atvinnuleysi fer því minnkandi, úr 4,3% af mannafla í fyrra, í 3,9% á yfirstandandi ári, sem jafngildir að um 5.200 manns séu að jafnaði atvinnulaus, og 3,6% á komandi ári. Atvinnuleysi í september var hið lægsta í þeim mánuði frá árinu 1992 eða 3%.

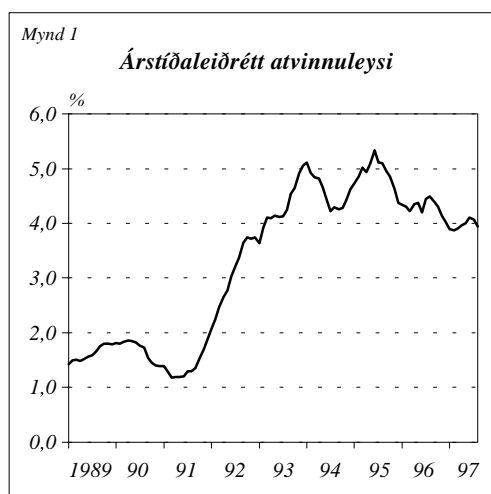
Öflugur hagvöxtur, eins og verið hefur undanfarin 2-3 ár, samfara minnkandi atvinnuleysi, vekur óhjákvæmilega þá spurningu hvort flöskuhálsar séu að myndast á vinnumarkaðnum sem kunni að leiða til launaskriðs í ákveðnum greinum, sem að lokum kunni að leiða til meiri almennrar launahækkunar en samræmist langtímastöðugleika verðlags. Ekkert einfalt svar er við þessari spurningu. Reynt hefur verið að meta tölfræðilega hversu lítið atvinnuleysi getur orðið án þess að verðlagsstöðugleika sé teft í tvísýnu og hafa niðurstöður slíkra mælinga hérlandis eins og víða annars staðar í Evrópu yfirleitt sýnt að það stig atvinnuleysis, sem samræmist verðstöðugleika, hafi farið hækkandi. Almenn er nú litið svo á að þessi atvinnuleysisþröskuldur sé ekki fasti heldur tregbreytileg stærð, sem ræðst af samspili margra þátta er varða hæfni vinnumarkaðarins til aðlögunar.

Í fyrsta lagi skiptir máli hve hratt dregur úr atvinnuleysi. Eftir því sem atvinnuleysi minnkar hraðar gefst vinnumarkaðnum skemmri tími til að greiða úr flöskuhálsum sem myndast. Í öðru lagi getur sveigjanleiki markaðarins til þess að fullnægja staðbundinni eða starfsbundinni eftirspurn eftir vinnuafli verið mjög mismunandi. Kemur þar margt til álita. Hvert hagkerfi býr að jafnaði yfir ákveðnum varasjóði vinnuafls, sem kemur til starfa þegar vel árar en hverfur aftur af markaðnum þegar slær í bakseglin. Í gegnum árin hefur þessi varasjóður lengst af verið á heimilum landsins og til sveita áður fyrr. Á síðari árum hafa skólar og flutningur vinnuafls

til og frá landinu gegnt líku hlutverki. Almenn menntun og þjálfun vinnuaflsins og þar með geta þess til að fullnægja nýjum þörfum getur einnig skipt máli. Loks er að geta þess sem mjög hefur verið til umræðu í Evrópu á síðustu árum, en það eru skipulagsmál á vinnumarkaði, fyrirkomulag og rausn bótakerfisins og skattamál fyrirtækja.

Með aukinni samfelldri atvinnuþátttöku kvenna hefur dregið mjög úr því hlutverki heimilanna að vera varasjóður vinnuafls sem ganga má í á uppgangstímum. Á síðustu árum hefur skólakerfið gegnt líku hlutverki og heimilin áður. Fólk sem misst hefur vinnuna hefur horfið til náms um skeið, og kemur aftur inn á vinnumarkaðinn þegar úr rætist í efnahagsmálum.

Aðlögun atvinnuþátttöku að breytingum í vinnuaflseftirspurn mildar sveiflur í atvinnuleysi og svo hefur einnig verið á síðustu árum. Þegar þrengja tók að á vinnumarkaði um 1990 minnkadi atvinnuþátttaka nokkuð. Hún var minnst 75,3% árið 1993, en hefur vaxið hægt og sígandi síðan þá. Á yfirstandandi ári er atvinnuþátttaka áætluð 76,6%, sem er örlítill aukning frá síðasta ári. Framboð vinnuafls eykst samkvæmt áætlun Þjóðhagsstofnunar um 1,2% frá fyrra ári, sem samsvarar rúmlega 1.600 ársverkum. Þessi aukning á framboði vinnuafls fer langt með að



fullnægja aukinni eftirspurn á árinu, en Þjóðhagsstofnun áætla að atvinna muni aukast um 1,7%. Á síðasta ári jókst atvinna um 2,4%, sem er meira en sést hafði allt frá árinu 1987.

Í könnun Þjóðhagsstofnunar, sem gerð var í apríl á þessu ári, kom í ljós að atvinnurekendur vildu í heild bæta við 310 störfum og var meira en öll sú aukning á höfuðborgarsvæðinu eða 330 störf, en atvinnurekendur á landsbyggðinni vildu fækka um 20 störf. Samkvæmt því ætti misvægið á milli landsbyggðar og höfuðborgarsvæðis að fara minnkandi um þessar mundir. Þess er því síður að vænta að staðbundinn skortur á vinnuafli raski jafnvægi á vinnumarkaði. Í septemberkönnun Þjóðhagsstofnunar kom hins vegar fram sterkur vilji hjá atvinnurekendum, bæði á höfuðborgarsvæðinu og landsbyggðinni, til þess að fjölga starfsfólki. Það er hins vegar áberandi að spurn eftir vinnuafli hefur nú í auknum mæli færst yfir í þjónustugeirann (utan sjúkrahúsa), einkum á höfuðborgarsvæðinu. Í aprílkönnuninni var tilhneiging til fjölgunar mest í iðnaði, en í septemberkönnuninni í annari þjónustustarfsemi en sjúkrahúsrekstri.

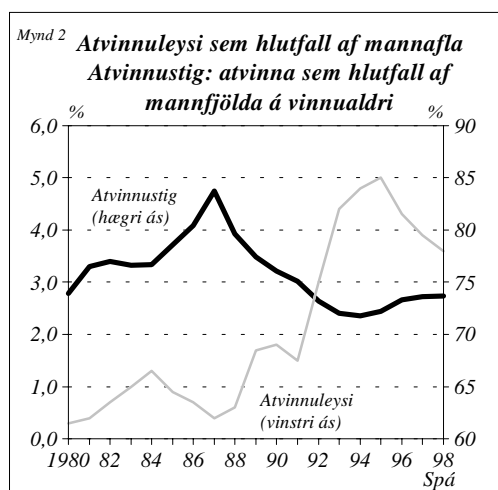
Stað- og starfsbundnum skorti á vinnuafli hefur að nokkru leyti verið mætt með aðflutningi vinnuafis, bæði útlendinga og Íslendinga búsettra erlendis. Skortur hefur t.d. verið á málmíðnaðarmönnum, og hefur nokkuð verið um að útlendingar séu fengnir í þau störf. Mest er þó um að útlendingar séu fengnir til starfa í fiskvinnslu. Atvinnuleyfum fyrir útlendinga

hefur fjölgað á síðustu árum. Á fyrstu átta mánuðum yfirstandandi árs hafði 831 atvinnuleyfi verið útgefið, þar af 452 ný tímabundin leyfi. Á sama tíma í fyrra höfðu alls verið gefin út 742 atvinnuleyfi. Dregið hefur úr fólksflutningum af landi brott með batnandi tíð. Brottluttir umfram aðflutta voru 54 á fyrstu sjö mánuðum ársins, en 309 á sama tíma í fyrra. Allt árið 1996 voru brottluttir umfram aðflutta 444, en 1.418 árið 1995. Leita þarf allt aftur til ársins 1970 til að finna jafnmikinn brottflutning fólks og þá var.

Hreyfanleiki vinnuafisins, inn og út af vinnu- markaði, milli landa og landshluta og milli starfsgreina dregur úr þrýstingi á vinnumarkaðinn á uppgangstímum og verður til þess að atvinnuleysi eykst minna á samdráttartímum. Á uppgangstímum dregur hann úr líkum á launaskriði og kemur í veg fyrir að tímabundin uppsveifla grafi undan efnahagslegum stöðugleika til lengri tíma. Fram til þessa, í þeirri uppsveiflu sem nú stendur yfir, hefur sveigjanleikinn á vinnumarkaðnum dugað. Vinnuafli hefur verið dregið fram úr þeim varasjóðum vinnuafis sem eru fyrir hendi. Álitamál er hins vegar hversu lengi þessir varasjóðir vinnuafis muni duga ef hagvöxtur heldur áfram að vera jafnmikill og verið hefur undangengin ár. Enn er atvinnuleysi töluvert meira en það var áður en efnahagslæggðin fyrri hluta 10. áratugarins hófst. Það er hins vegar ólíklegt að atvinnuleysi verði jafnlítið og þá var. Hluta hinna atvinnulausu skortir þá hæfni sem hæfir atvinnuháttum sem tekið hafa örum breytingum. Til marks um þetta er að þrátt fyrir batnandi stöðu á vinnumarkaði hefur hlutfall þeirra sem hafa verið atvinnulausir í sex mánuði eða lengur vaxið. Í lok maí á þessu ári höfðu 37% skráðra atvinnulausra verið án atvinnu í meira en sex mánuði, tveir þriðju hlutar þeirra konur. Á síðasta ári var hlutfall langtímaatvinnulausra tæplega þriðjungur atvinnulausra, og hefur hlutur þeirra aukist með hverju ári síðustu fimm ár.

### Tekjur

Eftir því sem atvinnuleysi hefur minnkað hefur staða launþega á vinnumarkaði styrkst. Skerðing kaupmáttar launa á undangengnum kyrrstöðu- og samdráttarárum hefur einnig leitt til væntinga um að kaupmáttarskerðingin yrði



bætt þegar úr rættist. Þessi staða endurspegladist í þeirri samingalotu um laun og tekjur sem staðið hefur yfir allt frá ársbyrjun. Samið var við flest stærstu verkafélög í mars, en nokkrum samningum er enn ólokið. Kjarasamningar voru gerðir til lengri tíma en oft áður og gilda flestir til ársins 2000.

Áætlað er að samningar leiði til u.þ.b. 6% hækkunar launa á yfirstandandi ári. Kaupmáttur mun því aukast enn meir á árinu en hann hefur gert á síðustu árum. Á árinu 1996 jókst kaupmáttur skv. launavísitölu Hagstofunnar um 4,1%; um 2,9% á almennum markaði, en kaupmáttur launa opinberra starfsmanna og bankamanna jókst um 5,8%. Ætla má að hækkun kaupmáttar skv. launavísitölu Hagstofunnar verði 3,2% á þessu ári en 4,1% á árinu 1998.

Fleiri aðgerðir hafa haft áhrif á ráðstöfunartekjur fólks. Bætur almannatrygginga hækkuðu á þessu ári um 8,7%, sem er meira en áætlaðar launahækkunarir. Tekjuskattshlutfallið var lækkað um 1,1% frá 1. maí og um mitt ár var iðgjald lífeyrissjóða að fullu frádráttarbært frá skatti. Spáð er að kaupmáttur ráðstöfunartekna muni aukast um 4,5% á þessu ári og enn meira á næsta ári, eða um 5,2%. Í ársbyrjun 1998 munu laun hækka um 4% og tekjuskattshlutfall lækka um 2%. Einnig mun atvinna halda áfram að aukast.

Launaskrið (þ.e. laun á almennum markaði umfram samningsbundin laun) hefur verið nokkuð stöðugt undanfarin ár, en jókst þó heldur á síðasta ári. Í fyrra var launaskrið um 1,4%, en árin tvö á undan var það innan við 1%. Á fyrri helmingi yfirstandandi árs er launaskrið að meðaltali 1%. Ekki er hægt að fullyrða að marktæk aukning, sem bendi til alvarlegs misvægis á vinnumarkaði, hafi orðið á launaskriði síðustu misseri.

### Verðlag

Verðlagsáhrif launabreytinga sem urðu á árinu hafa verið öllu minni en söguleg reynsla segir til um. Vísitala neysluverðs hækkadi um 1,9% á 12 mánaða tímabili frá október 1996 til október 1997. Þetta er svipuð breyting og spáð er að verði að meðaltali milli áranna (1,8%). Verðbólga í viðskiptalöndum Íslands er um 2,1% að meðaltali.

Meginhluti hækkunar neysluverðsvísitölnun-

ar á þessu ári skýrist af hækkun á verði innlendra vara um 4% á árinu, en verð innfluttra vara (án áfengis og tóbaks) hefur haldist nánast óbreytt. Verð á innfluttum vörum lækkaði í vor í kjölfar hækkunar á gengi krónunnar. Gengishækkun krónunnar frá því í byrjun ársins til loka júlí var um 2,5% (innflutningsvegið) og hefur stuðlað að lækkun innflutningsverðs.

Samkvæmt mati Þjóðhagsstofnunar hefur innflutningsverð fyrstu sjö mánuði ársins lækkað um 0,3% á almennum innflutningi, en 1,2% á neysluvörum. Þessi lækkun sést einnig í verði á innfluttum vörum í vísitölnunni, sem lækkaði um 0,3% frá mars til júní. Hins vegar eru merki þess að verð innfluttra vara fari hækkandi á ný, enda hefur gengi krónunnar sigið á haustmánuðum (um 2,5% frá byrjun júlímánaðar fram í október). Þessar breytingar eru ágæt vísbending um að gengishækkun skili sér í lægra verði á innfluttum vörum, en fyrri reynsla hefur byggst fyrst og fremst á sambandi gengislækkunar og verðlags.

Samningsbundin laun og launavísitala Hagstofunnar hafa lækkað með líkum hætti og gert var ráð fyrir í verðbólguþá Seðlabankans, en þróun launavísitölu Hagstofunnar hefur verið mjög í takt við forsendur verðbólguþáráttarinnar. Hins vegar var hækkun neysluverðsvísitölu á öðrum ársfjórðungi aðeins 0,6% og litlu hærrí á þriðja ársfjórðungi, eða 0,7%. Þannig virðast launahækkunarir ekki hafa komið nema að mjög litlu leyti fram í neysluverðverði enn sem komið er, en framleiðniaukning, lækkun innflutningsverðs, aukin samkeppni og árstíðabundnar breytingar eru hugsanlegar skýringar á þessu. Hins vegar er ekki hægt að sjá að launaforsendur í verðbólguþá, sem gerð var í framhaldi af kjarasamningum, hafi verið rangar.

Aukin samkeppni flugfélaga á innanlandsmarkaði hafði áhrif á vísitölnuna í sumar, en sá liður vísitölnunnar lækkaði um 14% í júlí og lækkaði það vísitölnuna beint um 0,15%. Þessi liður er nú um 17% lægri en í júlí. Samkeppniáhrifin eru líklega víðtækari með óbeinum áhrifum á aðra liði. Síðustu ár hafa árstíðabundnar breytingar í vísitölnunni aukist, vegna mikilla sveiflna á verði grænmetis, kartaflna og annarra matvæla. Þannig má skýra hluta spáskekkju Seðlabankans síðustu ár með þessu, t.d. hefur

### Ársfjórðungsspá um næsta ársfjórðung (%)

		Spá	Breyting á vísitölu	Skekkja
1996	1. ársfj.	0,84	0,50	0,34
	2. ársfj.	0,57	0,74	-0,17
	3. ársfj.	0,40	0,79	-0,39
	4. ársfj.	0,35	0,15	0,20
1997	1. ársfj.	0,17	0,20	-0,02
	2. ársfj.	0,89	0,59	0,29
	3. ársfj.	0,45	0,69	-0,25
	4. ársfj.			
Samantlagt				0,00
Staðalfrávik				0,29

verið tilhneiging til þess að ofspá verðhækkunum í lok árs. Annað atriði, sem ávallt truflar verðbólguþátt til skamms tíma, eru tímabundnar breytingar á verði ákveðinna þátta. Má nefna tvö slík tilfelli á þessu ári, hækkun (og lækkun) á verði matvæla vegna verkfalls í vor og hækkun á verði tóbaks í haust. Slíkar hækkningar hafa áhrif á vísitöluna, þ.e. verðlag, en ekki verðbólgu til lengri tíma.

Meðfylgjandi tafla hér fyrir ofan sýnir spár Seðlabankans einn ársfjórðung fram í tímum, og raunverulega breytingu vísitölunnar.

Samanlögð spáskekkja er hverfandi og staðalfrávik skekkjunnar er innan við 0,3% en staðalfrávik spájöfnunnar er 0,5%. Verður þetta að teljast allgott.

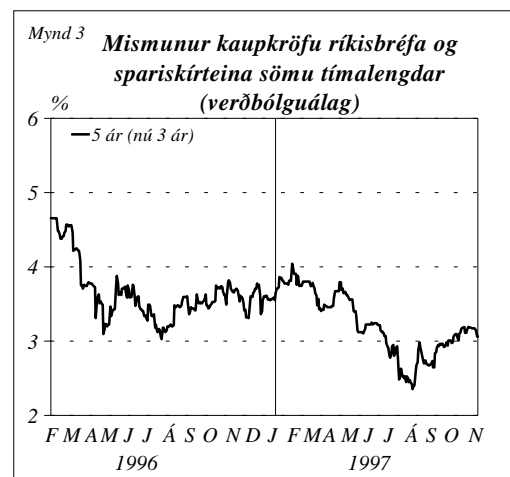
Greining á ársspánni sýnir að spár við upphaf síðustu tveggja ára hafa verið hærrí en síðari spár og raunveruleg verðbólga. Ástæðan er eins og áður sagði að launahækkningar á fyrri hluta árs hafa ekki skilað sér í verðbólgu eins og spálíkanið gerði ráð fyrir.

### Verðbólguþáttur og verðbólguþáttur

Gert er ráð fyrir litlum breytingum í neysluverðsvísitölunni næstu tvo mánuði, þar sem árstíðabundin lækkun á verði ýmissa liða dregur úr hækkun hennar. Þess vegna er spáin um breytingu á milli ársmeðaltala 1997 og 1996 lítið breytt frá síðustu spá, 1,8% í stað 1,7%, en heldur hærrí yfir árið, 2,3% í stað 2,0%. Hins vegar er gert ráð fyrir meiri verðbólgu á nýju ári en

þessu, m.a. vegna 4% hækkunar launa í byrjun árs. Forsendur spárinnar um aukningu framleiðni hafa verið hækkaðar um ½% hvort árána 1997 og 1998, meðal annars í ljósi nýrrar þjóðhagsspár. Spár alþjóðastofnana benda nú til þess að innflutningsverðlag í erlendri mynt verði nánast óbreytt frá árinu áður, en í spá bankans í júlí var gert ráð fyrir 1,5% hækkun. Spáin fyrir 1998 er því svipuð og júlí-spáin, eða 2,7% milli ársmeðaltala í stað 2,8%, og 2,2% yfir árið í stað 2,7%.

Munur vaxta óverðtryggðra og verðtryggðra ríkisskuldabréfa til þriggja ára bendir til að verðbólguþáttur markaðsaðila séu ívið hærrí en samrýmist verðbólguþáttur Seðlabankans, sbr. mynd 3. Þessi munur var þann 5. nóvember sl. tæplega 3,1%, sem felur í sér verðbólguþáttur og áhættuálag yfir þriggja ára tímabil. Áhættuálagið er ekki þekkt, en ólíklegt er að það sé svo hátt að verðbólguþáttur samrýmist spá Seðlabankans um 2,2% verðbólgu yfir árið 1998 og um 2½% verðbólgu á árinu 1999. Seðlabankinn hefur einnig látið kanna verðbólguþáttur heimila með úrtakskönnun. Í septembermánuði virtust heimilin búast við að verðlag hækkaði að meðaltali um 3½% næstu tólf mánuði, en rúmlega 42% þeirra sem afstöðu tóku töldu þó að hún yrði undir 3%.



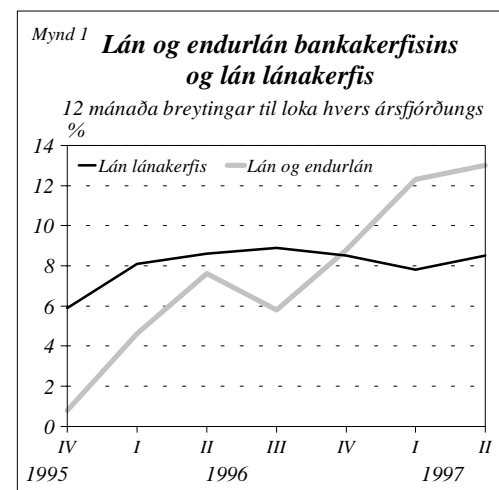
## V Peninga- og fjármagnsmarkaðir

Þróun á innlendum fjármagnsmarkaði á þessu ári hefur einkennst af auknum útlánum innlánsstofnana, sérstaklega endurlánum erlends lánsfjár til fyrirtækja. Víðari útlánamælikvarðar sýna hins vegar minni aukningu eða svipaðan vöxt og á síðasta ári. Greinilegt er því að innlánsstofnanir hafa aukið hlut sinn í lánastarfseminni. Peningamagnsstærðir sýna einnig hraðari vöxt á þessu ári. Aukin sparifjármyndun ásamt innstreymi erlends fjármagns á fyrri hluta árs stuðlaði að lækkun vaxta á langtímamarkaði og ríkissjóður hefur notað rýmri stöðu á markaðnum til að auka innlenda hlutdeild í lánsfjáröflun sinni. Á fyrri hluta árs var talsvert innstreymi á fjármagnsjöfnuði en frá og með ágústmánuði hefur það snúist við og gætir þar árstíðabundinna áhrifa auk vaxandi verðbréfa-kaupa erlendis. Mikil aukning hefur átt sér stað í eftirmarkaðsviðskiptum með skuldabréf og víxla á Verðbréfaþingi og gætir þar umbóta í viðskiptavakt á þessum bréfum. Hlutabréfavíðskipti hafa einnig aukist verulega og fór hlutabréfavísitalan hækkandi fram eftir ári, náði hámarki í maí og var þá rúmlega 40% hærri en í ársbyrjun. Síðan hefur hlutabréfaverð lækkað og var hlutabréfavísitalan í lok október 16,5% hærri en í ársbyrjun.

### Þróun útlána og peningamagns

Vöxtur helstu stærða bankakerfisins hefur verið talsvert meiri á þessu ári en á síðasta ári þegar horft er til tólf mánaða breytinga til loka september hvors árs. Lán, endurlán og markaðsverðbréf bankakerfisins jukust um 40 ma.kr. í ár eða um 16% samanborið við 5,8% 1996. Erlend endurlán jukust mest eða um tæp 53%. Mest var útlánaaukningin til atvinnufyrirtækja en lán til einstaklinga hafa vaxið svipað og á síðasta ári. Skýring þessarar þróunar er annars vegar aukin umsvif í hagkerfinu og hins vegar tilflutningur á lánastarfsemi til innlánsstofnana frá öðrum aðilum í lánakerfinu. Útlán lánakerfisins í heild á miðju ári sýna um 8,5% vöxt á tólf mánaða tímabili, sem er svipað á tólf mánuðunum til júníloka 1996. Síðustu misseri hefur hægt

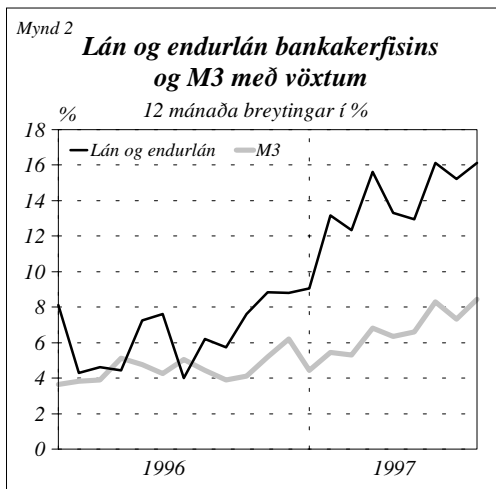
á útlánaaukningu fjárfestingarlánasjóða. Nýjustu tölur um fjárfestingarlánasjóði ná til júníloka 1997, og samkvæmt þeim var tólf mánaða aukning lána þeirra um 19 ma.kr. eða 6,8%, en fyrir sama tímabil í fyrra var hún 7,4%. Mest hefur hægt á vexti lána íbúðarlánasjóðanna en tólf mánaða aukningin var 7,5% til júníloka á þessu ári samanborið við tæp 12% á tólf mánaða tímabilinu þar á undan.



Mikill vöxtur hefur hins vegar verið í starfsemi eignarleigna á þessu ári. Eignir þeirra jukust um 5,5 ma.kr. á tólf mánuðum til loka ágúst 1997. Leigusamningar í innlendri mynt jukust um 2,5 ma.kr. og samningar í erlendri mynt um 1,6 ma.kr.

Peningamagnsstærðir, bæði í þrengri og víðari merkingu, hafa einnig vaxið hraðar í ár en 1996 sem má að hluta rekja til uppgangs í efnahagslífínu á árinu. Tólf mánaða aukning M3 var 8,4% til loka september 1997 en var 3,9% á sama tímabili í fyrra. Sömu tölur fyrir M1 voru 12,1% 1997 en 8% 1996 en hafa ber í huga að breytingar í greiðslumiðlun ásamt lægri verðbólgu virðast hafa stuðlað að meiri aukningu veltiinnlána en annarra innlána. Að meðtalinni verðbréfaútgáfu (M4) var vöxtur innlána nær tvöfalt meiri síðustu tólf mánuði en tólf mánuðina þar á undan.





Lausafjárstaða innlánsstofnana versnaði um 4,6 ma.kr. á síðustu tólf mánuðum til septemberloka, en hafði á sama tímabili í fyrra batnað um 1,3 ma.kr. Rýrnun lausafjárstöðunnar á rætur að rekja til aukningar útlána umfram vöxt ráðstöfunarfjár af innlendum og erlendum toga. Lausafjárstaða innlánsstofnana hefur eigi að síður verið vel yfir þeim mörkum sem reglur um lausafjárhlutfall setja.

Grunnfé Seðlabankans hefur aukist verulega á síðustu tólf mánuðum eða um tæp 28% til loka september en verulegur hluti af þeirri aukningu stafar af sölu bankans á innstæðubréfum til innlánsstofnana sem er í eðli sínu aðhaldsráðstöfun. Ef leiðrétt er fyrir þessum þætti er aukning grunnfjár á undanförunum tólf mánuðum um 14%.

#### Hreyfingar helstu stærða bankakerfisins

Ma.kr.	Sept. '95- sept.96	Sept. '96- sept.97
Erlendar eignir, nettó	-2,2	-17,8
Lán, endurlán og markaðsbréf	13,6	40,1
Þ.a. kröfur Seðlabanka	-6,6	-2,2
Þ.a. lán innlánsstofnana og markaðsverðbréf	14,7	25,3
Þ.a. endurl. erl. lánsfé frá innlánsstofnunum	1,8	14,2
Þ.a. ríkisvixlar innlánsstofnana	3,9	2,8
M4 (Peningamagn og verðbréfaútgáfa)	11,9	24,1
Þ.a. M3 (Peningamagn og sparifé)	6,8	15,2

#### Verð- og hlutabréfasjóðir

Áframhald hefur verið á vexti verðbréfasjóða á árinu 1997 þótt hann hafi ekki verið eins mikill og á árinu 1996. Verðmæti útistandandi hlutdeildarskírteina verðbréfasjóða nam um 29,5 ma.kr. í lok september og var aukningin um 7,2 ma.kr. á undangengnum tólf mánuðum. Ríflega helmingur þessarar aukningar hefur runnið í svonefnda skammtímasjóði. Um 90% af verðbréfaeigninni var í íslenskum skuldabréfum og víxlum en afgangurinn er fjárfestur í innlendum hlutabréfum og erlendum verðbréfum. Ef verðbréfaeignin er skoðuð eftir ábyrgðaraðilum kemur í ljós að um 60% hennar eru í verðbréfum útgefnum af ríkissjóði eða með ábyrgð hans, um 16% í bréfum innlánsstofnana, annarra lánastofnana um 5% og sveitarfélaga um 3%.

Síðustu ár hafa eignir hlutabréfasjóða vaxið hratt. Vöxtinn má skýra með mikilli spurn eftir hlutabréfum þeirra, fjölgun sjóðanna og góðri ávöxtun á verðbréfaeign. Fyrstu tíu mánuði þessa árs gáfu hlutabréfasjóðir út hlutabréf í almennum útboðum að fjárhæð 8,8 ma.kr., en allt árið 1996 var útgáfan 5,3 ma.kr. Heildar eignir þeirra hlutabréfasjóða, sem Seðlabankinn safnar upplýsingum um, voru 15,2 ma.kr. í lok september og höfðu þær vaxið um 7,4 ma.kr. á undangengnum 12 mánuðum.

#### Peningamarkaður

Grunnur að íslenskum peningamarkaði var lagður árið 1992 með reglubundinni útgáfu staðlaðra ríkisvixla, og samningi milli ríkissjóðs og Seðlabankans um lokun á yfirdrætti ríkissjóðs í Seðlabankanum. Síðan þá hefur þessi markaður þróast hratt, bæði sá hluti sem er sýnilegur á Verðbréfaþingi, peningamarkaðsviðskipti Seðlabankans og önnur viðskipti sem eru ekki eins sýnileg. Til þess að gera sér grein fyrir umfangi þessa markaðar, má nefna að samlögð viðskipti fyrstu níu mánuði þessa árs með víxla á Verðbréfaþingi, sala og innlausn skammtíma verðbréfasjóða og endurhverf viðskipti Seðlabankans voru um 223 ma.kr. Þess verður að geta að líftími þeirra verðbréfa sem mynda peningamarkaðinn er stuttur og skýrir það að hluta þessa miklu veltu.

Sala ríkisvixla í útboðum fyrstu tíu mánuði þessa árs var 53,1 ma.kr., sem er 0,3 ma.kr.

### Útgáfa skuldabréfa á markaði 1996 - 1997

Ma.kr.	Jan.-ágúst '96	Jan.-ágúst '97
Ríkissjóður	22,2	18,9
Sveitarfélög	0,9	0,9
Húsnæðisstofnun	12,8	12,0
Bankabréf	4,7	4,8
Aðrir	4,5	3,1
Samtals	45,1	39,7

minni sala en á sama tímabili í fyrra. Á fyrstu tíu mánuðum þessa árs var velta ríkisvixla á Verðbréfaþingi 62,2 ma.kr., samanborið við 70,2 m.a. á sama tímabili í fyrra. Þessa lækkun má ef til vill rekja til þess að í lok síðasta árs hófu innlánsstofnanir að selja staðlaða þingvixla sem skráðir eru á Verðbréfaþingi. Þessir vixlar hafa náð ágætri fótfestu á markaðnum. Velta þeirra fyrstu tíu mánuði þessa árs var um 23,7 ma.kr. Útistandandi stofn þeirra á þinginu var 13,4 ma.kr. í lok októbermánaðar en á sama tíma var stofn útistandandi ríkisvixla 16,9 ma.kr.

Skammtímaverðbréfasjóðir hafa vaxið hratt að undanförunu. Verðmæti þeirra var um 10,3 ma.kr. í lok septembermánaðar og höfðu þeir vaxið um 4,2 ma.kr. á undangengnum tólf mánuðum.

Innlánsstofnanir komu fram með nýtt innlánsform á árinu, svokallaða peningamarkaðsreikninga. Þeir eru bundnir í 10 daga og bera ávöxtun sem er tengd ávöxtun ríkisvixla á uppboði að frádregnu ákveðnu frádragi. Þrátt fyrir að þessir reikningar hafi aðeins verið í boði í stuttan tíma, voru um 6,2 ma.kr. á þeim í lok september sem eru um 3% heildarinnlána innlánsstofnana.

### Skuldabréfamarkaður

Íslenskur skuldabréfamarkaður hefur vaxið verulega undanfarin ár. Í lok septembermánaðar var stofn útistandandi markaðsskuldabréfa um 285 ma.kr. og hafði vaxið um 36 ma.kr. frá áramótum. Á sama tíma voru skuldabréf í almennum og lokuðum útboðum seld fyrir um 40 ma.kr., samanborið við um 45 ma.kr. fyrstu átta mánuðina 1996. Þessa lækkun má aðallega rekja til minni sölu á óverðtryggðum ríkisbréfum.

Talsverðar umbætur hafa átt sér stað á íslenskum skuldabréfamarkaði á þessu ári. Í febr-

úar tilkynnti Lánasýsla ríkisins fækkun ríkisverðbréfaflokka úr 46 í 9 í fjórum áföngum. Öflug viðskiptavakt verður með þá flokka sem eftir verða og þeir stækkaðir, og kallast þeir markflokkar. Þremur áföngum er lokið og er fjöldi flokkanna nú 36. Í byrjun þessa árs voru um 65% af útistandandi spariskírteinum og ríkisverðbréfum í níu stærstu flokkunum. Í lok september hafði þetta hlutfall hækkað í 75%. Í mars endurnýjaði Seðlabankinn samninga við þrjú verðbréfafyrirtæki um fjárvörslu og hlutverk viðskiptavaka fyrir ríkisskuldabréf. Þessir samningar voru viðameiri en fyrri samingar. Í framhaldi af gerð þeirra lýstu tveir bankar yfir að þeir myndu gegna hlutverki viðskiptavaka með markflokka ríkisskuldabréfa með svipuðum hætti og fjárvörsluaðilar. Húsnæðisstofnun ákvað að halda flokkum húsbreifa og húsnæðisbréfa frá árinu 1996 áfram opnum á þessu ári, og er þetta fyrsta skrefið í fækkun og stækkun húsbreifaxlokka. Í júní samdi Húsnæðisstofnun við tvo aðila á fjármagnsmarkaði um að taka að sér viðskiptavakt með hús- og húsnæðisbréf. Í apríl var reglum Seðlabanka Íslands um fyrirgreiðslu við viðskiptavaka ríkisskuldabréfa og ríkisbyggðra verðbréfa breytt. Nú þarf viðskiptavaki að uppfylla skilyrði Seðlabankans í stað Verðbréfaþings til að fá fyrirgreiðslu, en þau eru strangari en skilyrði þingsins. Í septembermánuði jók Seðlabankinn fyrirgreiðslu sína við viðskiptavaka er fjárhæðarmörk fyrirgreiðslunnar voru aukin auk þess sem árleg takmörk á fyrirgreiðslu voru afnumin.

### Velta á íslenskum hlutfjármarkaði

Ma.kr.	1995	1996	jan-okt. 1997
<i>Frummarkaður:</i>			
Þ.a. hlutabréfasjóðir	2,9	12,2	14,7
Þ.a. sjávarútvegsfyrirtæki	1,5	5,3	8,8
	0,9	5,4	4,1
<i>Eftirmarkaður:</i>			
Verðbréfaþing	3,6	7,9	14,6
Opni tilboðsmarkaðurinn	2,9	5,8	11,5
	0,8	2,0	3,1
Samtals:	6,5	20,1	29,3

Afleiðing þessa er mikil veltuaukning á eftirmarkaði fyrir ríkisskuldabréf og skuldabréf útgefin af Húsnæðisstofnun á þessu ári. Á

Verðbréfaþingi var velta með skuldabréf fyrstu tíu mánuði ársins um 49 ma.kr., samanborið við um 24 ma.kr. veltu á sama tímabili í fyrra. Þær umbætur sem hafa verið nefndar hér að framan hafa stuðlað að auknum viðskiptum. Auk þess hefur sú vaxtalækkun sem orðið hefur á skuldabréfamarkaðnum á þessu ári og væntingar manna um frekari vaxtalækkanir aukið veltu.

### Hlutabréfamarkaður

Tvennt hefur einkum einkennt hlutabréfamarkaðinn á þessu ári, annars vegar aukin viðskipti á frum- og eftirmarkaði og hins vegar meiri verðsveiflur. Fyrstu tíu mánuði þessa árs voru gefin út hlutabréf í almennum útboðum fyrir um 14,7 ma.kr., samanborið við 7 ma.kr. á sama tímabili 1996. Enn meiri aukning hefur orðið í veltu á eftirmarkaði og var veltan um 14,6 ma.kr. á Verðbréfaþingi og Opna tilboðsmarkaðnum fyrstu tíu mánuði þessa árs það er um 7 ma.kr. meiri velta en allt árið 1996. Þessa aukningu má einkum rekja til þess að markaður fyrir hlutabréf er að þroskast og dafna. Auk þess hefur tilkoma fjármagnstekjuskatts aukið veltu á eftirmarkaði hlutabréfa.

Nokkur sala á nýju hlutafé fer fram í lokuðum útboðum. Auk þess eiga viðskipti sér stað með hlutafé á eftirmarkaði utan Verðbréfaþings og Opna tilboðsmarkaðarins. Upplýsingar um umfang þessara viðskipta liggja ekki fyrir, en vísbendingar benda til þess að þau séu talsverð. Á árunum 1994 til 1996 hækkaði hlutabréfavísitala Verðbréfaþings um 40% að meðaltali á ári. Fyrstu fjóra mánuði þessa árs hækkaði hlutabréfavísitala þingsins um 37%. Hún hélt áfram að hækka fyrstu dagana í maí, en síðan þá hefur hún lækkað. Fyrstu tíu mánuði ársins hækkaði hlutabréfavísitalan um 16,5%. Nær samfelld lækkun hefur verið á vísitölunni frá því í maí. Þegar endanlegar afkomutölur birtust fyrir árið 1996, og afkomutölur úr milliuppgjörum þessa árs, töldu sumir aðilar á hlutabréfamarkaðnum að hugsanlega væri verð íslenskra hlutabréfa orðið of hátt.

### Fjármagnsjöfnuður

Fyrstu sex mánuði ársins 1997 var fjármagnsjöfnuður með gjaldeyrisforða Seðlabankans neikvæður um 0,1 ma.kr. en var jákvæður um 0,1 ma.kr. á sama tíma 1996. Gjalddeyrisforði Seðlabankans jókst um 3,2 ma.kr. á fyrri helmingi ársins sem færast með neikvæðum formerkjum inn í greiðslujöfnuð. Hreyfingar án forða voru því um 3 ma.kr. Hreint fjármagnsinnstreymi stafaði annars vegar af aukinni notkun erlends lánsfjár einkaaðila og af beinum fjárfestingum, meðal annars af stækkun álversins í Straumsvík, samtals um 7,8 ma.kr. Innlánsstofnanir áttu stærstan þátt í öðru fjármagnsinnstreymi til landsins með auknum lántökum og lækkun erlendra eigna. Ríkissjóður, sveitarfélög, lánasjóðir og fyrirtæki hafa hins vegar lækkað erlendar skuldir sínar á þessu ári. Erlend verðbréfakaup hafa aukist á árinu vegna meiri fjárfestingar lífeyrissjóða í útlöndum. Alls námu kaup verðbréfa sem út hafa verið gefin erlendis um 4,8 ma.kr. á fyrri hluta ársins.

#### Fjármagnsjöfnuður 1996 - 1997

<i>Ma.kr.</i>	<i>1996</i>	<i>Jan-júní 1997</i>
Fjármagnsjöfnuður.....	-1,9	-0,1
Fjárframlög nettó .....	0,0	0,0
Fjármagnshreyfingar .....	6,2	-0,2
Gjalddeyrisforði (-aukning) .....	-0,9	-3,2
Hreyfingar án forða.....	16,3	3,0
Bein fjárfesting, nettó .....	0,1	2,0
Verðbréfavíðskipti, nettó .....	-1,6	-4,8
Annað fjármagn, nettó .....	17,8	5,8
þ.a. ríkissjóður.....	7,1	-2,3
þ.a. aðrir aðilar .....	10,7	3,5

Frá júlilokum hefur þessi þróun að nokkru leyti snúist við þar sem dregið hefur úr innstreymi erlends fjár og gjaldeyrisstaða Seðlabankans hefur farið versnandi. Svo virðist sem mikil aukning í kaupum erlendra verðbréfa auk árstíðabundinnar sveiflu í greiðslujöfnuði hafi valdið útstreymi. Þannig lækkaði gjaldeyrisstaða Seðlabankans um 3,7 ma.kr. á þessu tímabili.

## VI Vextir og gengi

Seðlabankinn hefur beitt aðhaldssamri peningamálastefnu sem hefur komið fram í talsverðum mun vaxta hér og á erlendum mörkuðum. Mismunur innlendra peningamarkaðsvaxta og erlendra, veginna með viðskiptavog fyrir Ísland, var rúmlega 2,7 prósentustig að meðaltali fyrstu tíu mánuði ársins. Munurinn hefur farið lækkandi frá vormánuðum, fyrst vegna lækkunar vaxta á innlendum peningamarkaði og seinni hluta sumars og nú í haust vegna hækkunar á vöxtum erlendis. Þegar línur tóku að skýrast í kjaramálum um miðjan apríl varð viðsnúningur í gjaldeyrisviðskiptum sem leiddi til nokkuð stöðugs innstreymis allt fram til júlifloka. Gjaldyrisinnstreymið endurspegladist í umframspurn eftir ríkisvígslum. Verðbólguvæntingar lækkuðu í kjölfar kjarasamninga sem leiddi til lægra verðbólguálags í óverðtryggðum vöxtum. Bæði langar og stuttar lánahreyfingar voru ein helsta skýring mikils gjaldyrisinnstreymis fyrstu sjö mánuði ársins 1997. Meiri sveiflur hafa orðið á gengi krónunnar á þessu ári en á undanförunum árum. Nýtt fyrirkomulag á millibankamarkaði fyrir gjaldeyri, sem tekið var upp í júlí, hefur meðal annars leitt til þess að gengi íslensku krónunnar sveiflast meira en áður. Frá júliflokum hefur orðið nokkurt gjaldyrisústreymi sem virðist eiga rætur í árstíðabundnum þáttum viðskiptajafnaðar auk þess sem kaup á erlendum verðbréfum hafa aukist. Minnkandi vaxtamunur við útlönd ásamt hærri verðbólguvæntingum kann einnig að hafa stuðlað að þessari þróun.

Litlar breytingar hafa orðið á stýrivöxtum bankans á þessu ári. Þó hafa átt sér stað ákveðnar áherslubreytingar. Vextir innstæðubréfa Seðlabankans voru hækkaðir í upphafi árs um 0,8-0,9 prósentustig og varð ávöxtun þeirra lítið eitt lægri en ríkisvígsla eftir breytinguna. Með þessu voru innstæðubréf bankans gerð samkeppnishæfari við aðra ávöxtunarmöguleika bankastofnana, þar sem dregið hafði úr framboði ríkisvígsla og því skort fjárfestingarkosti á peningamarkaði. Um leið var bankastofnunum heimilt að nýta þessi bréf ásamt ríkisvígslum í endur-

hverfum viðskiptum við Seðlabankann. Á sama tíma voru forvextir reikningskvóta og ávöxtun í endurhverfri verðbréfasölu hækkuð um 0,5 prósentustig. Þessum breytingum var ætlað að viðhalda því aðhaldi peningastefnunnar sem ríkt hafði frá 1996 er bankinn hækkaði skammtíma-vexti og lausafjárkvöð bankastofnana. Þetta aðhald hefur skilað stöðugu gengi og stuðlað að lægri verðbólgu.

Vextir á verðtryggðum skuldabréfum hafa lækkað. Mikil lækkun hefur orðið á vöxtum óverðtryggðra ríkisbréfa þar sem dregið hefur úr verðbólguvæntingum. Vextir banka og sparisjóða hafa lítið breyst á árinu.

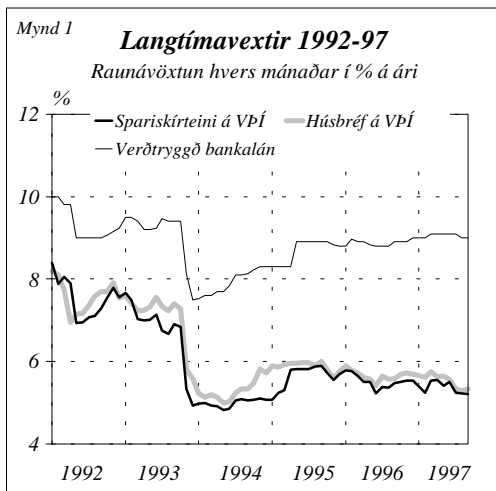
### Vextir á peningamarkaði

Á peningamarkaði hafa vextir farið lækkandi á árinu. Í upphafi ársins var ávöxtun þriggja mánaða ríkisvígsla í kaupboðum Seðlabanka á Verðbréfaþingi 7,07%. Nokkur hækkun varð síðan í febrúar og mars þegar kjaraviðræður stóðu yfir og því óvissa ríkjandi í verðlagsmálum. Síðan fóru vextir á peningamarkaði lækkandi og voru 6,91% í lok október.

Á tímabilum hefur framboð ríkisvígsla verið lítið sökum þess að lánsfjárförf ríkissjóðs hefur verið lítil, sem hefur leitt til umframeftirspurnar eftir ríkisvígslum. Jafnframt hafa ýmsir aðilar sýnt ríkisvígslum vaxandi áhuga vegna ávöxtunar lausafjár. Nægir þar að nefna fyrirtæki, banka og verðbréfafyrirtæki vegna peningamarkaðsreikninga og peningamarkaðssjóða þeirra. Auk þess leiddi betra jafnvægi í framvirkum viðskiptum með gjaldeyri á fyrri hluta ársins til meiri spurnar eftir ríkisvígslum sökum þess að lánastofnanir eyða áhættu vegna framvirkra gjaldyriskaupa sinna með kaupum á peningamarkaðsbréfum.

### Vextir á skuldabréfamarkaði

Lækkun hefur orðið á ávöxtun skuldabréfa á þessu ári, bæði verðtryggðra og óverðtryggðra. Litlar breytingar urðu á ávöxtun verðtryggðra bréfa á fyrri helmingi ársins, en frá miðju ári til októberloka lækkaði ávöxtun helstu flokka



spariskírteina og húsbréfa verulega. Frá áramótum hefur ávöxtun húsbréfa lækkað úr 5,78% í 5,31% í lok október og ávöxtun 8 (18) ára spariskírteina fór úr 5,79% (5,53%) í 5,29% (4,92%). Þessar vaxtalækkningar má rekja til minni lánsfjáreftirspurnar opinberra aðila og meiri ásóknar í erlent lánsfé.

Ávöxtun óverðtryggðra ríkisbréfa hefur lækkað frá áramótum, m.a. vegna lægri verðbólguvæntinga eins og áður er getið. Í upphafi ársins hækkaði þó ávöxtun 3ja ára ríkisbréfa um tæplega hálf prósentustig, úr 9,38% í 9,84%. Frá byrjun febrúar til loka október hefur ávöxtun þessara bréfa síðan lækkað um tæplega 1,6 prósentustig, í 8,29% sem er nokkru hærra en lægsta staða þeirra á árinu 1997, 7,88%. Þrátt fyrir þessa lækkun er munur á vöxtum óverðtryggðra ríkisbréfa hér og viðskiptaveginna vaxta á fimm ára erlendum ríkisskuldabréfum mikill. Hann var mestur ríflega 4,6 prósentustig um miðjan febrúar en lægstur í byrjun ágúst, 2,6 prósentustig. Í lok október var þessi munur 3,1 prósentustig.

### Vextir banka og sparisjóða

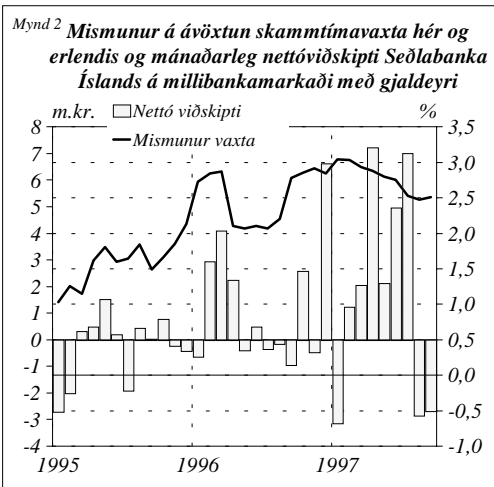
Þrátt fyrir að vextir á peninga- og skuldabréfamarkaði hafi lækkað á þessu ári voru útlánsvextir banka og sparisjóða nánast óbreyttir. Á útlánahlið hafa vextir á almennum víxillánum og yfirdráttarlánum hækkað um 0,1 prósentustig, en meðalvextir á óverðtryggðum og verðtryggðum skuldabréfum voru þeir sömu í lok

október og í byrjun ársins. Á innlánahlið hafa vextir á almennum sparisjóðsbókum verið óbreyttir, en vextir verðtryggðra bundinna reikninga hafa lækkað um 0,1-0,2 prósentustig. Síðustu misseri virðast innlánsstofnanir breyta vöxtum sínum sjaldnar en áður og tengsl á milli bankavaxta og vaxta á peninga- og skuldabréfamarkaði hafa minnkað.

### Gjaldeyriviðskipti og gengisþróun

Óvissa um kjarasamninga og útkomu þeirra setti mark sitt á gjaldeyrismarkaðinn í upphafi ársins og gerði það að verkum að hrein viðskipti Seðlabankans á millibankamarkaði með gjaldeyri í janúar voru neikvæð um 3,2 ma.kr. Samhliða þessu fór gengi krónunnar lækkandi. Viðbrögð Seðlabankans við þessari þróun voru að hækka innlánsvexti sína og einnig vexti útlána á dagslánum til innlánsstofnana, og var það gert seinni hluta janúarmánaðar. Vaxtamunur á peningamarkaði milli innlendra og erlendra vaxta hefur veruleg áhrif á gjaldeyrissstrauma og þar með gengi krónunnar. Ávöxtunarmunur á þriggja mánaða fjárfestingarkostum á peningamarkaði hér á landi miðað við vegið meðaltal sambærilegra kosta í þeim löndum sem eru í gengisskráningarfélögum var í upphafi ársins rúmlega þrjú prósentustig, en Seðlabankinn hafði með aðgerðum sínum í september 1996 hækkað innlenda peningamarkaðsvexti um 0,7%

Þessar aðgerðir bankans ásamt vaxandi trú á að kjarasamningar yrðu gerðir án þess að skapa



hættu á aukinni verðbólgu leiddu til þess að þróun gengis krónunnar snerist við frá og með fyrstu viku febrúarmánaðar. Frá áramótum og út fyrstu viku febrúar hafði gengi krónunnar lækkað um 0,35%. Hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans voru jákvæð í febrúar um 1,2 ma.kr. og fór gengi krónunnar hækkandi. Vaxandi tiltrú á stöðugleika í kjölfar kjarasamninga og hreint gjaldeyrisinnstreymi vegna stóriðjuframkvæmda þrátt fyrir lakari viðskiptajöfnuð stuðluðu að því að gengi krónunnar styrktist verulega fram eftir ári.

Fyrstu sjö mánuði ársins voru hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans á millibankamarkaði jákvæð um röskan 21 ma.kr. og styrktist gengi krónunnar verulega á því tímabili. Hrein gjaldeyrisala Seðlabankans utan millibankamarkaðar, sem tengist að stórum hluta erlendum lánaviðskiptum ríkissjóðs, var hins vegar neikvæð um tæpa 17 ma.kr. á þessu tímabili, og því var bati gjaldeyrisstöðu bankans tæpir 5 ma.kr. frá ársbyrjun til júliloka. Á þessu tímabili hamlaði Seðlabankinn gegn styrkingu krónunnar með kaupum gjaldeyris á millibankamarkaði. Þrátt fyrir veruleg gjaldeyriskaup bankans á þessu tímabili styrktist gengi krónunnar frá lokum fyrstu viku febrúar og að lokum júlímánaðar um 2,8%, og um 2,5% ef miðað er við upphaf ársins. Hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans á millibankamarkaði voru áberandi mikil bæði í apríl og í júlí og fóru vel yfir 7 ma.kr. í hvorum mánuði. Í júlímánuði einum styrktist gengi krónunnar um rúmt 1%.

Frá júlílokum til loka október hefur þessi þróun hins vegar verið á annan veg. Talsvert gjaldeyrisúttreymi hefur verið á millibankamarkaðnum og gengi krónunnar sigið um 2,5% og var því gengi krónunnar í lok október svipað og í byrjun ársins. Bakgrunnur þessarar þróunar er margvíslegur. Í fyrsta lagi er um árstíðabundna sveiflu að ræða í gjaldeyrisviðskiptum, í öðru lagi hefur vaxtamunur á peningamarkaði farið minnkandi og í þriðja lagi hefur dregið úr fjármagnsinnstreymi vegna stóriðjuframkvæmda samhliða því sem verðbréfakaup innlendra aðila erlendis hafa vaxið. Að lokum má nefna að óvissa um verðlagsþróun virðist hafa aukist á ný meðal annars vegna hærri mánaðar-

legra hækkana neysluverðsvísitölu í ágúst og september en fyrr á árinu og kann það að hafa stuðlað að því að jöfnuður framvirkra gjaldeyrisamninga hefur snúist við og orðið neikvæður.

Nokkuð breytt mynstur má sjá í gengisskráningarfarsvísitölu frá byrjun ágústmánaðar. Þannig verða sveiflur meiri og stærri á skemmri tíma en áður auk þess sem viðskipti á millibankamarkaðnum fyrir gjaldeyri hafa farið hratt vaxandi. Meiri sveiflur í vísitölu má skýra að mestu með breyttu fyrirkomulagi á innlendum millibankamarkaði og á gengisskráningu, sem tók gildi um miðjan júlí, en þá hófu aðilar á millibankamarkaði viðskiptavakt með Bandaríkjadal. Samfara því varð sú breyting á skráningu opinbers viðmiðunargengis að formlegir skráningarfundir, sem haldnir voru í Seðlabankanum á hverjum morgni, voru felldir niður og í stað þess er gengi krónunnar skráð út frá tilboðum banka eða því verði sem myndast í inngripum Seðlabanka á skráningartíma. Þessi breyting hefur óneitanlega haft í för með sér meiri sveiflur í gengisskráningarfarsvísitölu en áður. Seðlabankinn hefur jafnframt dregið sig meira út af markaðnum. Þrátt fyrir meiri sveiflur í gengi endurspeglar það betur framboðs- og eftirspurnaradstæður en áður. Auknar sveiflur í gengi eru í samræmi við það sem Seðlabankinn og markaðsaðilar áttu von á við breytt fyrirkomulag. Þær eru þó enn sem komið aðeins brot af því sem gerist og gengur erlendis.

Í ársbyrjun nam hrein gjaldeyrisstaða Seðlabankans um 31,1 ma.kr. en lækkaði í 26,3 ma.kr. í lok janúar og áfram í 21,5 ma. í lok febrúar. Síðan fór gjaldeyrisstaðan batnandi og varð hæst tæpir 35,5 ma.kr. í lok júlí. Í lok október nam hrein gjaldeyrisstaða um 27 ma.kr. og hafði því rýrnað um um 4,1 ma.kr. frá upphafi ársins. Í ársbyrjun voru erlendar skammtímaskuldir Seðlabanka engar. Erlendar skammtímaskuldir Seðlabankans eru að mestu komnar til vegna þeirrar viðleitni að halda gjaldeyrisforða uppi. Í lok febrúar voru þær orðnar rúm 2,8 ma.kr. en voru að fullu greiddar í aprílmánuði. Lækkun erlendra skulda ríkissjóðs hefur nokkuð dregið úr bata gjaldeyrisstöðunnar á árinu en ríkissjóður hefur á árinu greitt niður erlendar skuldir um 5,5 ma.kr.

## VII Sérefni: Vaxtamyndun og vaxtamunur

Í skýrslu Seðlabankans um Efnahags- og myntbandalag Evrópu - EMU, sem kom út í júní sl., kom fram að Ísland uppfyllti tæplega Maastrichtsaáttmála ESB um langtíma vexti. Þetta kemur líklega ekki á óvart, þar sem langtíma raunvextir hafa um langt árabil verið töluvert hærri hér á landi en í viðskiptalöndunum, en verðbólga hefur síðustu árin verið svipuð eða lægri. Að hluta til má skýra þennan vaxtamun að undanfögnu með annarri stöðu hagsveiflunnar en í viðskiptalöndum Íslendinga. Á meðan mörg viðskiptalönd Evrópu og í Japan, hafa búið við veikan hagsvöxt, sem hefur krafist lágra vaxta, hefur efnahagsleg uppsveifla ríkt á Íslandi, líkt og í Bretlandi og á sumum Norðurlöndum, sem hefur krafist aukins aðhalds í formi hárra vaxta. Þetta nægir þó ekki sem skýring þar sem vaxtamunurinn var í raun meiri á stöðunarskeiðinu 1988-1994. Auk þess er líklegt að hagsveiflan hafi yfirleitt meiri áhrif á mun skammtíma nafnvaxta en á mun langtíma raunvaxta, þar sem aðhalds- eða slökunar- aðgerðir seðlabanka til að hamla gegn sveiflunni koma sterkast fram þar. Því verður að leita annarra skýringa á þessum raunvaxtamun.

Í eftirfarandi kafla er gerð grein fyrir rannsóknnum á vaxtamyndun og vaxtamun á vegum Seðlabanka Íslands, sem geta hjálpað til að skýra vaxtamyndun, raunvaxtamun gagnvart útlöndum og horfur um raunvaxtaþróun á komandi árum. Þann fyrirvara verður þó að gera að þessum rannsóknnum er hvergi nærri fulllukið. Það gerir einnig málið erfiðara viðfangs að miklar skipulagsbreytingar hafa verið gerðar á fjármagnsmarkaði hér á landi á undanfögnu rúmum áratugum sem hafa haft mikil áhrif á vaxtamyndun. Áhrif þessara breytinga eru ekki að fullu komin fram. Þannig eru t.d. innan við tvö ár síðan fjármagnshreyfingar til og frá landinu orðu að fullu frjálssar.

Fyrst verður fjallað almennt um vaxtaþróunina undanfarna áratugi og þær kerfisbreytingar sem orðið hafa á síðustu tveim áratugum. Í öðrum hluta kaflans er fjallað um vaxtamyndun í umhverfi frjálssra alþjóðlegra fjármagns-

hreyfinga. Í þriðja hluta er fjallað um rannsóknir á vaxtamyndun á Íslandi. Í fjórða hluta kaflans er fjallað um rannsóknir á því hvað skýri mismunandi raunvaxtastig í mismunandi löndum. Í fimmta hluta kaflans er svo fjallað um langtímaáæðun fjármagns og horfur til lengri tíma.

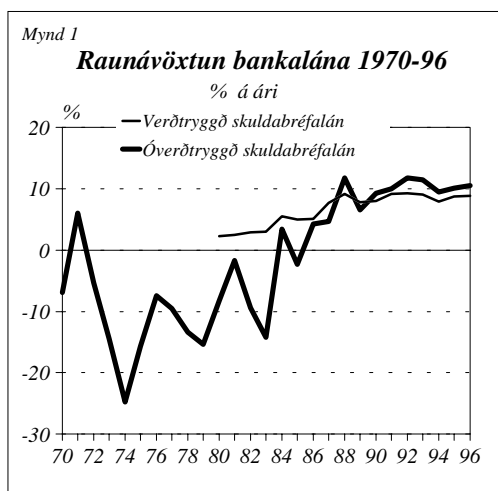
### Vaxtaþróun og breytingar á íslenskum fjármagnsmarkaði

Gjörbylting hefur orðið á forsendum vaxtamyndunar í landinu á liðnum árum. Þar ber hæst að horfið var frá miðstýrðu vaxtaákvörðunarkerfi sem hér ríkti allt fram á miðjan síðastliðinn áratug og vextir látnir ráðast af markaðsaðstæðum. Byggðir hafa verið upp verðbréfa- og peningamarkaðir og höft á fjármagnshreyfingar til og frá landinu afnumin. Víðtæk verðtrygging síðustu áratugi hefur einnig skipt miklu um þróun markaðarins.

#### Nokkur tímamót á fjármagnsmarkaði

1979	Svonefnd Ólafslög um almenna verðtryggingu taka gildi.
1984	Takmarkað vaxtafrelsi banka og sparisjóða
1985	Verðbréfaþing Íslands stofnað.
1985	Verðbréfafyrirtæki hefja starfrækslu verðbréfasjóða.
1986	Bankar fá vaxtafrelsi.
1988	Lánastofnanir taka upp kjörvaxtakerfi.
1989	Húsbréf koma fyrst á markað.
1992	Grunnur lagður að peningamarkaði.
1993	Lágmarksbinditími verðtryggðra innlána lengist úr 6 í 12 mánuði en útlána styttest úr 3 í 2 ár.
1994	Frelsi til fjármagnsflutninga við kaup á langtímaþrífum og að vissu marki á skammtímaþrífum.
1995	Höft í fjármagnsflutningum að fullu afnumin.

Allt fram til ársins 1984 voru inn- og útlánsvextir bankastofnana hér á landi ákvarðaðir af Seðlabankanum. Í febrúar 1984 veitti Seðlabankinn innlánsstofnunum heimild til að ákveða kjör innlána, sem bundin voru til 6 mánaða. Í ágúst mánuði sama ár fengu innlánsstofnanir heimild til að ákveða eigin innláns-



vexti, að undanskildum vöxtum almennra spari-  
bóka. Fullt frelsi til ákvörðunar vaxta fengu  
innlánsstofnanir 1. nóvember 1986. Með vaxta-  
frelsinu fjölgaði mjög valkostum sparifjár-  
eigenda. Bankarnir tóku að bjóða afbrigði verð-  
tryggðra innlánsreikninga, svonefnda skipti-  
kjarareikninga, með reglulegum samanburði á  
óverðtryggðum og vísitölubundnum kjörum.

Mikil og sveiflukennð verðbólga, eins og árin  
1987-1989, gerði bönkunum erfitt að láta raun-  
vexti óverðtryggðra lána ná vöxtum verð-  
tryggðra lána. Eftir að verulega dró úr verðbólgu  
frá 1990 hefur raunávöxtun óverðtryggðra lána  
hins vegar ætíð verið talsvert hærrí en verð-  
tryggðra lána, sem er eðlilegt sökum óvissu um  
verðlagsbreytingar. Hið tvöfalda vaxtakervi  
verðtryggðra og óverðtryggðra skuldbindinga  
hefur skapað hættur fyrir bankana, því að mis-  
vægi getur myndast milli verðtryggðra eigna og  
skulda. Vextir hafa því ekki eingöngu ráðist af  
markaðsaðstæðum hverju sinni, heldur því  
hversu áhættusamt misvægið er. Vextir á óverð-  
tryggðum liðum hafa því orðið mjög næmir fyrir  
verðbólguveiflum en síður fyrir breytingum á  
framboði og spurn eftir lánsfé.

Með tilkomu Verðbréfabings Íslands 1985,  
þar sem spariskírteini voru ráðandi fyrst í stað,  
og myndun eiginlegs peningamarkaðar 1992,  
þegar tekið var fyrir ótakmarkaðan aðgang  
ríkissjóðs að lánsfé í Seðlabankanum og  
ríkissjóður hóf að gefa út staðlaða ríkisvixla,  
voru mikilvæg skref stigin í átt til markaðs-  
vaxta. Reglubundin útgáfa ríkissjóðs á stöðl-

uðum ríkisvixlum, ríkisbréfum og spariskír-  
teinum var eiginlega fyrsti vísir að markaðs-  
vöxtum hér á landi. Húsbréf leystu síðan af  
hólmi bein lán úr Byggingasjóði ríkisins og  
Húsnæðisstofnun hætti að semja beint við  
lífeyrissjóðina þegar húsnæðisbréf komu á  
markað. Vextir þessara bréfa ráðast af  
markaðsaðstæðum hverju sinni. Undanfarin ár  
hafa húsbréfin orðið leiðandi varðandi vaxta-  
þróun verðtryggðra skuldabréfa á verðbréfa-  
markaðnum í stað spariskírteina. Tilraunir  
stjórnvalda til þess að knýja fram vaxtalækkanir  
1994 og fyrri hluta árs 1995 ýttu enn frekar  
undir þessa þróun.

Með samstilltu átaki ríkisstjórnar og Seðla-  
bankans var vaxtastig lækkað um tvö prósentu-  
stig undir lok ársins 1993 og lækkuðu t.d.  
meðalvextir verðtryggðra bankalána úr 9,5% í  
7,5% og ávöxtun spariskírteina úr 7% í 5%.  
Þessu vaxtastigi átti að halda og ná fram frekari  
lækkunum með því að ríkissjóður leitaði í  
auknum mæli á erlendan markað, ef ekki  
fengjust viðunandi kjör innlands. Ennfremur  
beitti Seðlabankinn sér með öflugum hætti á  
eftirmarkaði og bindi- og lausafjárskylda banka  
og sparisjóða var rýmkuð til að stuðla að lækkun  
vaxta hjá þeim. Það dugði þó ekki til og vextir  
leituðu upp á við á ný vegna mikillar láns-  
fjárefirtirspurnar, þó þeir hafi ekki náð fyrra stigi.

Á skammtímamarkaði hafa ríkisvixlar hins  
vegar verið leiðandi afl í vaxtamyndun. Enn sem  
komið er hefur millibankamarkaður eins og  
tíðkast erlendis ekki náð sér á strik. Vera má að  
sveiganleg fyrirgreiðsla Seðlabankans við  
banka og sparisjóði hamli þeirri þróun. Einnig  
hefur verið á það bent að markaðurinn sé lítill og  
að oft sé lausafjárskortur banka og sparisjóða á  
sama tíma, t.d. við uppgjör virðisaukaskatts og  
staðgreiðslu skatta. Seðlabankinn hefur sem  
viðskiptavaki ríkisvixla veruleg áhrif á ávöxtun  
þeirra og beitir því áhrifavaldi ásamt eigin lykil-  
vöxtum í samræmi við markmið sín í peninga-  
málum. Við þær aðstæður sem nú ríkja, fast-  
gengisstefnu og frjálsar fjármagnshreyfingar,  
eru skammtímavextir í vaxandi mæli notaðir til  
þess að hafa áhrif á skammtímahreyfingar fjár-  
magns til og frá landinu til að stuðla að jafn-  
vægi í gjaldeyrishreyfingum. Möguleikar Seðla-  
bankans til að ná sínum markmiðum eru því



meiri sem meira samband er á milli hans vaxta og annarra vaxta á íslenskum fjármagnsmarkaði.

Nokkuð mikil fylgni var milli breytinga á vöxtum ríkisvixla og vixillána bankanna þar til á seinni hluta ársins 1993. Bankarnir hækkðu þá vixilvexti sína verulega í kjölfar gengisfellingar í lok júní 1993. Á sama tíma lækkuð vextir ríkisvixla á Verðbréfaþingi en hækkðu örlítið á uppboðum í júlí það ár. Vera má að á þessum tíma hafi útlánatap og erfið afkoma torveldað bönkum vaxtalækkun. Lánsfjárbörf hins opinbera var mikil og ríkisjóður keppti við bankastofnanir um verðtryggð sparnaðarform. Í boði voru háir vextir á verðtryggðum innlánum og óvissa um vaxtakjör skiptikjarareikninga þrengdu svigrúm banka og sparisjóða til að lækka vexti. Lenging lágmarksbinditíma verðtryggðs innlánsfjár um mitt ár 1993 dró úr óvissunni. Það hefur ef til vill hjálpað bönkum að fylgja eftir þeirri þróun sem verið hefur á peningamarkaði, því að frá þessum tíma hafa ekki orðið eins ólíkar breytingar, þótt munur þessara vaxta hafi aukist.

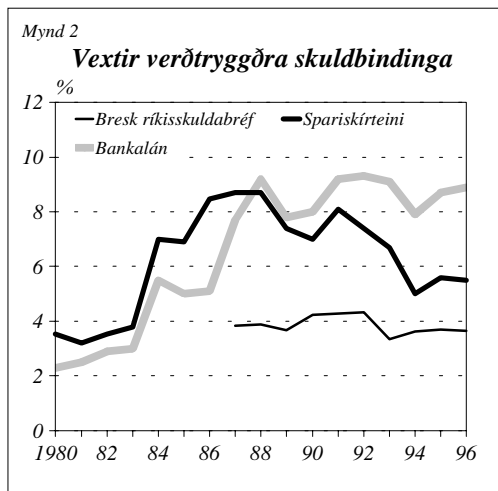
Hér á landi er erfitt að sjá samspil langtíma- og skammtíma vaxta, meðal annars vegna víðtækrar verðtryggingar. Á óverðtryggðum markaði ættu breytingar skammtíma vaxta að koma fram í langtíma vöxtum með einhverri tímatöf, ef um samkeppni er að ræða. Hins vegar kunna háir skammtíma vextir að vera aðhaldsmerki og leiða til minni verðbólgu þegar til lengri tíma er lítið, og getur haft gagnstæð áhrif á langtíma vexti. Lágir peningamarkaðsvextir, eða lækkandi, gætu á sama hátt leitt til hærri langtíma vaxta. Hér eru langtímabréf yfirleitt verðtryggð en skammtímabréf óverðtryggð sem gerir samhengið flóknara og torveldar mat á vaxtarófinu.

Raunvextir hér á landi hafa þróast í nokkrum veigamiklum skrefum síðan 1980, eins og sjá má á mynd 2 sem sýnir verðtryggða vexti hér á landi frá 1980-1996 og verðtryggða vexti á ríkisskuldabréfum í Bretlandi til samanburðar. Í upphafi verðtryggingar voru vextir verðtryggðra bankalána rétt rúmlega 2% en á ríkisskuldabréfum voru vextirnir um 3½%. Vextirnir héldust á þessu róli þar til á árinu 1984, en þá hækkðu ríkisskuldabréfavextir umtalsvert. Vextirnir hækkðu síðan enn á árunum 1987 og 1988, en

þá fóru saman áhrif nýfengins vaxtafrelsis og ofþenslu í þjóðarbúskapnum. Verri staða ríkissjóðs upp úr miðjum níunda áratugnum og aukin lánsfjárefitirspurn á innlendum markaði lagðist á sömu sveif. Vextir á ríkisskuldabréfum urðu mjög háir á þessum árum, eða um 8½% 1987 og 1988. Vextir á bankaútlánnum urðu reyndar enn hærri eða rúm 9% 1988 og fóru þá í fyrsta skipti upp fyrir vexti ríkisskuldabréfa, en telja verður það eðlilegt í ljósi áhættu og greiðsluhæfis að þeir séu þar fyrir ofan, enda hefur það haldist síðan. Raunvextir lækkuðu nokkuð á árunum 1989 og 1990, einkum á ríkisskuldabréfum, bæði vegna slaka í þjóðarbúskapnum og tilrauna stjórnvalda til að þoka þeim niður. Þeir hækkðu síðan á ný á árinu 1991 og héldust tiltölulega háir, þar til þeir voru lækkaðir með samræmdu átaki ríkisstjórnar og Seðlabanka í nóvember 1993, eins og áður er getið. Síðan hafa þeir verið á bilinu 5-6%.

Það er alþjóðleg reynsla að afnám hafta á innlendra vaxtamyndun og fjármagnsmörkuðum hafi í för með sér tímabundna hækkun raunvaxta, stundum mikla. Ástæður þessa eru einkum tvær. Í fyrsta lagi fela hömlur á innlendra vaxtamyndun það í sér að óuppfullt lánsfjárefitirspurn myndast við ríkjandi vaxtastig. Þegar vextir eru gefnir frjálssir hækka þeir samhliða því að útlán aukast mikið. Í öðru lagi virðist það ríkjandi tilhneiging að sparnaðarhneigð heimilanna minnkar tímabundið um leið og hömlum er lyft af innlendum lánsfjármarkaði. Ástæðan virðist sú að útgjaldahvetjandi áhrif af afnámi lánsfjárhamla gagnvart heimilum vegi þyngra, a.m.k. til að byrja með, en sparnaðarhvetjandi áhrif hærri vaxta og fleiri fjárfestingarkosta<sup>1</sup>.

Í þessu ljósi var það óheppileg tilviljun að innlend vaxtamyndun varð frjáls á sama tíma og ofþensla var í þjóðarbúskapnum. Það hefur örugglega magnað upp raunvaxtastökkið sem búast mátti við í framhaldi af auknu frjálssræði. Það gerði málið enn erfiðara að enginn virkur peningamarkaður var til á þessum tíma, eins og fram er komið, og möguleikar Seðlabankans til að hafa áhrif á vexti með inngrípum á þeim markaði því mun minni en nú. Það háa raunvaxtastig sem myndaðist vegna þessara aðstæðna getur átt þátt í því að vaxtastig er enn hátt hér á landi, þar sem það bjó til nýja viðmiðun



fyrir fjárfesta, en margt bendir til að vextir séu fremur tregbreytanlegir<sup>2</sup>.

### Vaxtamunur og fjármagnshreyfingar

Mikill munur sem lengst af hefur verið á innlendum og erlendum vöxtum, jafnvel eftir að fjármagnshreyfingar gagnvart útlöndum voru gefnar að fullu frjálssar í ársbyrjun 1995, hefur verið ýmsum undrunarefni. Í umræðum um vaxtamál hér á landi hafa stundum miklar vonir verið bundnar við að frjálssar fjármagnshreyfingar muni lækka vexti. Í ímyndaðri veröld sem er áhættulaus, aðgangur að upplýsingum er greiður og kostnaðarlaus, gengi gjaldmiðla óhagkanlegt (þannig að áhætta tengd gengisbreytingum er ekki fyrir hendi) og fjármagnshreyfingar frjálssar, ætti vaxtamunur að hverfa á milli landa. Ef vaxtamunur myndaðist tímabundið í slíkri veröld fullkominnar vissu, segjum t.d. að vextir innlendra bréfa yrðu hærri en erlendir vextir á sams konar bréfum, myndi slíkt samstundis leiða til aukinnar eftirspurnar eftir innlendum bréfum og leiða til verðhækkunar þeirra og vaxtalækkunar. Með sama hætti myndu lántökur á erlendum markaði aukast í stað innlendra lántöku (eða jafnvel til þess að greiða upp innlend lán). Því fer fjarri að veröldin sé með þessum hætti.

Væntingar og óvissa gegna lykilhlutverki í ákvörðun vaxta á markaði, hvort heldur í opnu hagkerfi eða lokuðu. Í lokuðu hagkerfi er ein helsta óvissan, sem væntingar snúast um, þróun verðlags á líftíma verðbréfa. Einnig ríkir óvissa

um ávöxtun annarra fjárfestingarkosta sem til greina koma og vanskilaáhætta. Í opnu hagkerfi, þar sem fjárfestum gefst kostur á að fjárfesta í erlendum bréfum, þurfa þeir einnig að taka tillit til væntra gengisbreytinga og fá umbun fyrir þá óvissu sem almennt ríkir um gengisþróun. Ef fjárfestar t.d. telja krónuna veikan gjaldmiðil þarf að bæta þeim það upp með því að bjóða vexti á íslensk bréf sem eru hærri en vextir á sambærilegum erlendum bréfum sem nemur væntri gengislækkun krónunnar. Til viðbótar þarf álag sem bætir fjárfestum óvissuna. Þegar jafnvægisástand ríkir, þ.e.a.s. enginn ávinningur er í því fólgin að breyta samsetningu eignasafna, ætti vaxtamunur gagnvart útlöndum því að jafngilda væntri gengisbreytingu að viðbættu áhættuálagi, sem rita má sem

$$i - i^* = (e^e - e)/e + \sigma$$

þar sem  $i$  stendur fyrir innlenda vexti,  $i^*$  fyrir erlenda vexti,  $e$  fyrir gengi,  $e^e$  fyrir vænt gengi og  $\sigma$  stendur fyrir áhættuálag sem fjárfestar krefjast vegna þeirrar áhættu sem þeir taka með fjárfestingu í erlendum gjaldmiðli<sup>3</sup>. Áhættuálag er ávallt til staðar, hvort sem væntingar eru um hækkun eða lækkun gengis. Í veröld breytilegs gengis, þar sem óvissa ríkir um gengisþróun, er því að jafnaði munur á innlendum og erlendum vöxtum.

Þessi óvissu- eða áhættuþáttur er afar mikilvægur frá hagstjórnarlegu sjónarmiði, því að hann veldur því að innan vissra marka og við ákveðin skilyrði geta stjórnvöld peningamála breytt vaxtamun gagnvart útlöndum án þess að það leiði til mótsvarandi fjármagnsflæðis milli landa, sem eyðir vaxtabreytingunni. Þetta stafar af því að áhætta innlendra og erlendra fjárfesta er gagnstæð. Frá sjónarhóli íslenskra fjárfesta bera erlend bréf gjaldmiðilsáhættu, en fjárfesting í verðbréfum í íslenskum krónum er að miklu leyti án slíkrar áhættu, að svo miklu leyti sem útgjöld innlendra aðila eru í íslenskum krónum. Ef við gefum okkur til einföldunar að vænt gengisbreyting sé 0 og hin sama fyrir innlenda og erlenda aðila (sem þó þarf ekki að vera, eins og rætt verður síðar), þannig að vaxtamunur ráðist eingöngu af áhættuálagi, og gefum okkur einnig upphafsstöðu þar sem innlendir fjárfestar eiga eingöngu innlend bréf og erlendir

fjárfestar erlend (frá sjónarhóli innlends aðila), þá ætti að vera bil vaxta, sem nemur samanlögðu áhættuálagi innlendra og erlendra aðila, innan hvers stjórnvöld geta breytt vöxtum í því skyni að hafa áhrif á eftirspurn í hagkerfinu án þess að neinn hvati sé til fjármagnshreyfinga<sup>4</sup>. Slíkt svigrúm til vaxtabreytinga skiptir því meira máli sem hagsveiflur innlenda hagkerfisins eru minna samhæfðar hagsveiflum í öðrum löndum, t.d. vegna ytri áfalla eða búhnykkja sem eru sérstök fyrir viðkomandi land.

Fleira veldur því að stjórnvöld hafi svigrúm til að mynda vaxtarmun milli innlendu og erlendu vaxta. Til þess að takmarka áhættu leitast fjárfestar við að dreifa eignasöfnum sínum á ólíka gjaldmiðla. Gera má ráð fyrir að ákveðin tregða ríki í aðlögun samsetningar þeirra að nýju jafnvægi sem eykur enn á það svigrúm sem stjórnvöld hafa, a.m.k. til skammtímabreytinga.

Það hefur oft vakið furðu að erlendir fjárfestar skuli ekki hafa sýnt áhuga á íslenskum skuldabréfum, þrátt fyrir oft á tíðum mikinn vaxtamun og verðtryggingu. Í því sambandi er mikilvægt að gera sér grein fyrir því að mat erlendra fjárfesta er ekki endilega það sama og innlendra. Hvorki vænt gengisbreyting né áhættumat þeirra þarf að vera hið sama. Í fyrsta lagi kann vænt gengisbreyting krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum að vera mismunandi eftir því hvort í hlut á erlendir eða innlendir fjárfestir sökum misgóðs aðgengis að upplýsingum um íslensk efnahagsmál. Þannig kunna erlendir fjárfestar að vera lengur að læra þær breytingar sem hafa orðið á allri umgjörð íslenskra efnahagsmála á síðustu árum og gefa ástæðu til ætla að krónan verði sterkari í framtíðinni en skoðun á sögulegri þróun hennar gefur til kynna. Hin langa saga rýrnandi verðgildis krónunnar gagnvart helstu gjaldmiðlum mun sennilega vega þungt í mati erlendra fjárfesta á líklegum breytingum á verðgildi hennar í framtíðinni, einkum þegar um fjárfestingu til langs tíma er að ræða<sup>5</sup>. Þar við bætist að sakir smæðar eru fjármagnsmarkaðir í íslenskum krónum ekki nægilega djúpir til þess að auðvelt sé að selja bréfin á skömmum tíma án mikils gengistaps. Smæð markaðarins gerir það enn fremur dýrt fyrir erlendan fjárfesti að afla haldgóðra upplýsinga um og leggja mat á ís-

lensk efnahagsmál, eiginleika íslenska markaðarins og þeirra verðbréfa sem á honum bjóðast. Ýmis séreinkenni bréfa á íslenska markaðnum, t.d. verðtryggingarformið, valda því að smæðin er meiri þröskuldur en ella.

Fyrir erlendum fjárfesti vakir fyrst og fremst að kaupmáttur fjárfestingarinnar sé tryggur í þeim gjaldmiðli sem hann sjálfur býr við, því að yfirleitt er stór hluti útgjalda hans og tekna í gjaldmiðli heimalands eða a.m.k. ekki í íslenskum krónum. Verðtrygging kann að draga úr gengisáhættunni yfir langan tíma, sökum samhengis verðlags og gengis, en aldrei að fullu, því að sveiflur raungengis geta verið stórar og langvinnari. Að munur sé á væntingum og áhættumati innlendra og erlendra aðila kemur að sumu leyti heim og saman við þróun vaxtamunar og verðbréfafjárfestingar. Reyndar hefur á síðustu árum verið nokkuð samfelld og umtalsvert hreint útstreymi vegna verðbréfafjárfestingar innlendra aðila erlendis, þrátt fyrir mikinn vaxtamun, en það má skýra með aðlögun á hlutdeild erlendra bréfa í verðbréfasöfnum innlendra aðila að nýrri kjörstöðu, eftir að hömlum á fjármagnshreyfingar milli landa var aflétt í áföngum.

Túlka má áhættuálagið  $\sigma$  á þann hátt að það feli ekki einungis í sér þóknun vegna almennrar gjaldmiðilsáhættu, heldur óbeint allra þeirra þátta sem hafa áhrif á þá áhættu eða er sérstök fyrir verðbréf tiltekins lands. Stærð  $\sigma$  getur því ráðist af ýmsum aðstæðum svo sem stjórn málaástandi, stöðu opinberra fjármála, skuldstöðu hins opinbera, vanskilaáhættu (e. default risk) o.s.frv. Hún endurspeglar því einnig traust markaðsaðila á varanleika og árangri efnahagsstefnunnar. Slíkt traust tekur langan tíma að byggja upp. Þrátt fyrir margvíslegar umbætur á liðnum árum er líklega talsvert langt í að erlendir fjárfestar treysti varanleika þeirra umbóta sem gerðar hafa verið.

Ef móttverkandi hreyfingar eiga sér stað þegar breytingar verða á vaxtamun af völdum breytinga á erlendum vöxtum, ætti að vera tölfræðilega mælanlegt samband á milli breytinga á erlendum og innlendu vöxtum. Einnig mætti ætla að þetta samband hefði orðið sterkara eftir að hömlum á fjármagnshreyfingar var aflétt. Samband erlendra og breytingar innlendra skamm-

tímavaxta hefur verið kannað tölfræðilega í Seðlabankanum<sup>6</sup>. Niðurstaða þeirrar könnunar er að marktækt samband sé á milli vaxtamunar fyrra tímabils og innlendra vaxta á næsta tímabili, sé miðað við vegið meðaltal erlendra vaxta eða bandaríska vexti. Við þýska vexti mældist einnig neikvætt, en ekki marktækt samband. Einnig bentu niðurstöður þessarar athugunar til þess að sambandið hefði styrkst verulega eftir að skammtímafjármagnshreyfingar voru gefnar að fullu frjálsar í ársbyrjun 1995, eins og gera mátti ráð fyrir.

Sambandið sem er á milli erlendra vaxta og innlendra er þó ekki svo náíð að peningamálastefna Seðlabankans verði óvirk, eins og sjá má á breytileika vaxtamunarins við útlönd. Frá árinu 1994 hafa innlendir peningamarkaðsvextir sveiflast frá því að vera lægri en meðaltal sambærilegra erlendra vaxta til þess að vera meira en 3 prósentustigum hærrí. Því má ætla að peningastefnan sé virkt stjórnþeki, þrátt fyrir frelsi til fjármagnshreyfinga. Svigrúm stjórnvalda til þess að breyta innlendum vöxtum er meira en ella sökum þess hve áhættusamur gjaldmiðill krónan er í augum erlendra fjárfesta og nánast engin verðbréf í innlendri mynt eru í eigu erlendra fjárfesta.

### Áhrifaþættir vaxtamyndunar á Íslandi

Á vegum hagfræðisviðs Seðlabanka Íslands hafa verið gerðar tvenns konar rannsóknir sem varpa ljósi á vaxtamyndun hér á landi. Í fyrsta lagi var gerð könnun á því hvað skýrði ársfjórðungslega þróun raunvaxta ríkisskuldabréfa á árunum 1987 til 1995. Í öðru lagi var kannað samhengi mismunandi tegunda vaxta<sup>7</sup>.

Hvað varðar þróun vaxta í ríkisskuldabréfum, virðist helsta skýristærðin á þessu tímabili hafa verið viðskiptahallinn, þannig að því meiri sem viðskiptahallinn var, því hærrí voru raunvextirnir. Vísbending er hins vegar um að þetta samband hafi veikst eftir árið 1993. Breytingar á raungengi höfðu einnig tímabundin áhrif á raunvexti þannig að hærrí raungengi stuðlaði að lægri vöxtum og öfugt. Aðrir þættir virtust ekki hafa marktæk áhrif á raunvexti á þessu tímabili. Það átti til dæmis við um erlenda vexti, aðgerðir Seðlabankans á fjármagnsmarkaði, ríkissjóðshallann einan og sér og skuldastöðu ríkissjóðs.

Þó kom fram veik vísbending um að langtímalántaka ríkissjóðs á innlendum markaði, leiðrétt fyrir þeim hluta ríkissjóðshallans sem fjármagnaður var af Seðlabankanum, hefði haft áhrif á raunvexti.

Við fyrstu sýn kann að virðast erfitt að túlka þessar niðurstöður. Þær virðast þannig vera í ósamræmi við það sem oft er haldið fram í umræðu um efnahagsmál að skuldaféttun hins opinbera sé ein helsta orsök hárra raunvaxta. Ekki er þó allt sem sýnist í þessum efnun. Viðskiptajöfnuður er samsettur annars vegar af tekjujöfnuði hins opinbera og mismun sparnaðar og fjárfestingar einkageirans. Bætt staða hins opinbera veldur því að öðru jöfnu betri viðskiptajöfnuði og þar með lægri raunvöxtum. Einnig má líta á viðskiptajöfnuð sem mismun þjóðhagslegs sparnaðar og fjárfestingar. Það felur í sér jákvætt samband á milli þjóðhagslegs sparnaðar og raunvaxta en neikvætt samband á milli fjárfestingar og raunvaxta. Allt er þetta í góðu samræmi við hagfræðikenningar um lönd sem ekki búa við frelsi í fjármagnshreyfingum gagnvart útlöndum. Það kann einnig að skýra af hverju sambandið veikist eftir 1993 en langtímahreyfingar fjármagns urðu að fullu frjálsar á árinu 1994.

Það óbeina samband á milli þjóðhagslegs sparnaðar og raunvaxta sem felst í ofangreindum niðurstöðum er líklega ein af skýringum hárra raunvaxta hér á landi, þar sem þjóðhagslegur sparnaður sem hlutfall af landsframleiðslu var yfirleitt á bilinu 25-30% fram til 1978 en lækkaði síðan stöðugt fram til ársins 1985 og hefur síðan verið á bilinu 15-17%<sup>8</sup>. Hvað varðar þá niðurstöðu að lánsfjárefitirspurn ríkissjóðs hafi haft tiltölulega veik bein áhrif á raunvexti á þessu tímabili, er rétt að hafa í huga að lánsfjárefitirspurn fyrirtækja og heimila var mun veigameiri á þessu tímabili en hins opinbera og að lánsfjárefitirspurn heimilanna var að hluta til eflað með opinberum aðgerðum eins og skattaívilnunum (vaxtabótakerfi) og aðgangi að lánsfé til langs tíma með ríkisábyrgðum (almennt húsnæðislánakerfi og síðar húsbrefakerfi). Það er athyglisvert í þessu sambandi að í þeim tölfræðilegu rannsóknum sem áður er getið, var reynt að skýra raunvexti með hreinni lánsfjárbörf ríkisins, fyrirtækja og heimila. Aðeins

lánsfjárförf heimila hafði marktæk langtíma-áhrif á þessu tímabili, lánsfjárförf fyrirtækja hafði aðeins skammtímaáhrif en lánsfjárförf ríkissjóðs ekki marktæk áhrif. Þetta líkan var hins vegar á heildina litið lakara en það sem byggðist á viðskiptahallanum sem megin skýristærð.

Þær rannsóknir sem gerðar hafa verið hér-landis benda til þess að raunvextir ríkisskuldabréfa (spariskírteina) hafi verið leiðandi í vaxtamyndun síðustu ár. Þannig má finna náð samband á milli raunvaxta ríkisskuldabréfa og vaxta banka, bæði verðtryggðra og óverðtryggðra. Miðlun áhrifanna virðist vera frá raunvöxtum ríkisskuldabréfa til bankavaxta. Einnig virðast erlendir nafnvextir hafa einhver áhrif á verðtryggða vexti banka. Óverðtryggðir vextir banka skýrast að miklu leyti af raunvöxtum ríkisskuldabréfa, en einnig af hreinni lánsfjárförf fyrirtækja. Skammtíma vextir á peningamarkaði hafa frá því þeir komu til skjalanna einnig orðið fyrir áhrifum raunvaxta ríkisskuldabréfa. Peningamarkaðsvextir hafa hins vegar mikil og hröð áhrif á óverðtryggða vexti banka.

Leiðandi hlutverk langtíma vaxta er nokkuð á skjön við það sem almennt er gengið út frá, að peningamarkaðsvextir hafi áhrif á aðra vexti, sérstaklega óverðtryggða vexti til skamms tíma. Ástæða þess að ríkisskuldabréfavextir virðast hafa leitt vaxtamyndun á Íslandi er líklega sú að peningamarkaður var lítt þróaður á þessu tímabili og Seðlabankinn hafði mikil áhrif á skuldabréfamarkaði. Miklar breytingar hafa orðið á þessu síðustu ár. Seðlabankinn hefur að mestu dregið sig út úr viðskiptum með ríkisskuldabréf til lengri tíma, peningamarkaður er orðinn mun virkari og Seðlabankinn beinir í auknum mæli aðgerðum sínum að peningamarkaðsvöxtum. Þannig er líklegt að skammtímanafnvextir muni í auknum mæli leiða vaxtamyndunina í framtíðinni. Á langtíma markaði virðast húsbref nú hafa tekið við leiðandi hlutverki spariskírteina.

Meira en helmingur lána á Íslandi er á breytilegum vöxtum. Það hefur sýnt sig að í löndum þar sem breytilegir vextir eru ráðandi, eins og t.d. í Bretlandi, að aðlögun fjármagnsmarkaða að vaxtabreytingum er mjög hröð. Svo er einnig hér á landi, en það sem er sérstakt hér á landi er hátt hlutfall verðtryggðra lána. Vaxtamyndun

verður því áfram að einhverju leyti frábrugðin vaxtamyndun í öðrum löndum, sérstaklega þar sem lán á föstum nafnvöxtum eru algengari. Annað sem ræður töluverðu um vaxtamyndun og áhrif vaxta er hve stór hluti fjármagns fer í gegnum verðbrefamarkaði, t.d. samanborið við bankakerfi. Þar sem áhrif banka eru mikil er vaxtaaðlögun yfirleitt hægari<sup>9</sup>.

### Raunvaxtamunur

Hér að framan var fjallað um vaxtamun á milli landa, með vísun til nafnvaxta en ekki raunvaxta. Þetta má réttlæta með því að til skamms tíma litið er það raunvaxtastigið í landi fjárfestis, ekki fjárfestingarlandinu, sem skiptir meginmáli fyrir jafnvægisferlið á milli inn-landra og erlendra vaxta. Jafnvel þótt hreyfanleiki fjármagns væri fullkominn, vænt gengisbreyting engin og gjaldmiðilsáhætta ekki fyrir hendi, sem hefði það í för með sér að innlendir nafnvextir væru þeir sömu og erlendir, gæti raunvöxtun tiltekinna bréfa miðað við verðlagsþróun hvers lands verið ólík<sup>10</sup>. Raunvaxtaþróun mismunandi landa er því aðeins lauslega tengd í gegnum þá tilhneigingu sem er til jöfnunar nafnvaxta, einkum skammtíma vaxta, á alþjóðlegum markaði, þótt alþjóðlegar fjármagnshreyfingar setji möguleikum stjórnvalda til þess að hafa áhrif á raunvexti einnig takmörk. Ef skoðuð eru mjög löng tímabil eru meðalraunvextir þó nokkuð áþekkir á milli landa, eða a.m.k. áþekktari en nafnvextir, sem má skýra með því að yfir löng tímabil hafa hagvöxtur og framleiðni meiri áhrif en til skemmri tíma litið.

Á vegum hagfræðisviðs Seðlabanka Íslands hefur verið gerð tölfraðileg rannsókn á þeim þáttum sem skýrt geta mismun raunvaxta í einstökum löndum<sup>11</sup>. Litið var á meðaltalsraunvexti á árunum 1970-1990 í 21 iðnríki af mismunandi stærðum og gerðum (að Íslandi meðtöldu). Síðan voru skoðaðar margvíslegar breytur sem skýrt gætu mismun raunvaxta í þessum löndum. Fyrir tímabilið í heild voru halli og skuldir hins opinbera einu marktæku breyturnar. Kannað var sérstaklega hvort stærð lands gæti skýrt mismunandi raunvaxtastig og reyndist sú breyta ekki marktæk til viðbótar við hallann og skuldirnar. Ýmsar aðrar breytur

reyndust einnig ómarktækar, svo sem sparnaðarstig einkageirans, hagvöxtur, viðskiptajöfnuður og vaxtamunur í bankakerfinu. Taka verður þessum niðurstöðum með miklum fyrirvara þar sem mælingar eru tiltölulega fáar (21) og niðurstöður voru tiltölulega nærmar fyrir breytingum á viðmiðunartímabili.

### Langtímaávöxtun fjármagns og horfur í vaxtaþróun

Ýmsar mikilvægar ákvarðanir í hagkerfi okkar tengjast mati á langtímahorfum um raunvexti. Má þar nefna arðsemismat virkjana, sem hafa mjög langan líftíma, og ákvörðun iðgjalda og réttinda lífeyrissjóða. Athyglisvert er því að skoða raunvaxtaþróun þegar litið er til lengri tíma. Í þessum kafla verður þetta viðfangsefni nálgast með tvennum hætti. Annars vegar verður gerð grein fyrir niðurstöðum á könnun á raunvöxtum yfir rúmlega 100 ára tímabil og hins vegar verður lagt mat á horfurnar hér á landi til langs tíma litið.

Það getur verið gagnlegt að skoða mjög langar raðir yfir raunvexti í þeim löndum þar sem þær eru tiltækar, í því skyni að kanna hvort þær sýni tilhneigingar sem hjálpa til að draga ályktanir varðandi framtíðarhorfur raunvaxta. Á vegum Seðlabanka Íslands var könnun af þessu tagi framkvæmd<sup>12</sup>. Skoðuð var bæði raunávöxtun skuldabréfa og hlutabréfa, þar sem gögn voru tiltæk. Í langflestum tilfellum voru gögnin í samræmi við þá forsendu að raunvextir séu án langtímatilhneigingar til hækkunar eða lækkunar. Meðaltal raunvaxta á tímabilinu gefur því vísu vísbendingu um langtímagildi raunvaxta. Í Bretlandi og Bandaríkjunum ná gögn um skuldabréfavexti aftur til 1872. Meðaltal raunvaxta í þessum löndum yfir tímabilið 1872-1995 var 2,2% og 3,0% og í Belgíu var meðaltal raunvaxta yfir tímabilið 1921-1995 1,2%. Meðalvextirnir í 17 iðnríkjum yfir tímabilið 1966-1993 voru 2,6%. Hæstir voru meðalvextir í Danmörku eða 4,7%, en lægstir á Nýja Sjálandi eða 0,5%. Raunávöxtun hlutabréfa reyndist hins vegar hærri, sérstaklega þegar tekið var tillit til útgreidds arðs. Yfir 124 ára tímabili virðist sem hægt hafi verið að ná um 4% raunávöxtun með því að setja saman bandarísk og bresk skuldabréf og hlutabréf í jöfnum hlutföllum.

Fyrir því má færa rök að til langframa víki raunávöxtun fjármagns ekki langt frá hagvexti. Hér verður forsendum líkana þar sem sýnt er fram á þetta ekki lýst. Aðeins skal bent á að á virkum fjármagnsmarkaði hlýtur þetta samband að vera náð. Til þess að sýna fram á að svo hljóti að vera nægir að benda á að á virkum fjármagnsmarkaði ætti að ríkja jafnvægi á milli ávöxtunar hlutabréfa og skuldabréfa til langs tíma, að teknu tilliti til mismunandi áhættu. Augljóst er að náð samband er á milli hagvaxtar og arðsemi fyrirtækja og einnig ávöxtunar hlutabréfa. En ef svo er, og fjármagnsmarkaðir eru skilvirkir, hlýtur einnig að ríkja samband á milli skuldabréfavaxta og hagvaxtar. Þetta þýðir að séu hagvaxtarhorfur næstu 100 ár aðrar (t.d. lægri vegna umhverfistakmarkana) en sl. 100 ár, er ekki víst að raunávöxtun verðbréfasafns undanfarin 100 ár gefi nægilega góða vísbendingu um horfur um raunávöxtun næstu 100 árin.

Núverandi raunvaxtastig hér á landi eru töluvert fyrir ofan bæði sögulega langtímaávöxtun í alþjóðlegu samhengi og mögulegan hagvöxt. Það gefur til lengri tíma vísbendingu um að raunvextir muni lækka þegar fram líða stundir. Það vekur þá spurningu hvaða þættir muni toga það niður? Í því sambandi er helst að líta til eftirfarandi þátta:

1. Lægri alþjóðlegir raunvextir.
2. Uppbygging íslenska lífeyrissjóðakerfisins
3. Áhrif áframhaldandi stöðugleika á áhættuálag í innlendum vöxtum.
4. Bætt staða hins opinbera.
5. Aukið framlag einkageirans til þjóðhagslegs sparnaðar.
6. Aukin samkeppni á innlendum lánamarkaði.

Þótt svo færa megi rök fyrir því að raunvextir muni til mjög langs tíma litið lækka hér á landi, jafnvel niður fyrir 3%, er hins vegar erfitt að tímasetja nákvæmlega hvenær slík lækkun verður og í næstu framtíð má ætla að mikil eftirspurn eftir lánsfé á uppgangstímum muni halda raunvaxtastigi nokkuð háu. Greiningin í þessum kafla bendir hins vegar til þess að stjórnvöld geti ýmislegt gert til að stuðla að þeirri langtímalækkun raunvaxta sem væntanlega er framundan. Í fyrsta lagi er mikilvægt að varðveita áfram stöðugleikann og vinna að umbótum sem

geta aukið trúverðugleika stefnunnar í efnahagsmálum og stuðlað þannig að lægra áhættuálagi í íslenskum vöxtum. Í öðru lagi mun fastheldni við áform um jafnvægi í opinberum búskap í venjulegu árferði stuðla að lægri vöxtum. Sama má segja um aðgerðir sem stuðla að auknum sparnaði einkageirans, svo sem með hvatningum til aukins lífeyrissparnaðar eða með því að draga úr lántökuhvötum í skattkerfinu. Slökun í peningamálum gæti lækkað raunvexti til skamms tíma. Sé hins vegar ekki innstæða fyrir henni gæti hún stuðlað að hækkan raunvaxta til lengri tíma litið, þar sem hætt er við að langtímaáhrif slíkra aðgerða komi fram í herra áhættuálagi í innlendum vöxtum.

1. Um efni þessarar málsgreinar sjá nánar Palle S. Andersen og William R. White: The macroeconomic effects of financial sector reforms: An overview of industrial countries, í OECD Proceedings: Macroeconomic Policies and Structural Reform, OECD, 1996.

2. Það má ekki rugla þessu saman við það hvort vextir ráðist af framboði og eftirspurn eða ekki. Ekki er nein ástæða til annars en að ætla að svo hafi verið síðan þeir voru gefnir frjálssir. Sá tregbreytanleiki sem hér er rætt um verkar í gegnum framboðshliðina og verður líklega meiri fyrir þá sök að vaxtanæmið á eftirspurnarhlið hefur verið minna en æskilegt, t.d. vegna þess að lánsfjárefitirspurn ríkissjóðs er ekki vaxtanæm og ýmsir þættir hafa dregið úr vaxtanæmi heimilanna (breytilegir vextir, vaxtabætur o.fl.).

3. Þetta samband hefur verið kallað óvarið vaxtasamband (e. uncovered interest parity) til aðgreiningar frá sams konar sambandi á milli erlendra og innlendra vaxta þar sem gengi á framvirkum gjaldeyrismörkuðum er notað sem vísbending um vænta gengisbreytingu. Það samband má rita:  $i - i^* = (e^f - e)/e$ , þar sem  $e^f$  stendur fyrir framvirkt gengi.

4. Til glöggvunar má setja þetta upp á eftirfarandi hátt. Gefum okkur að erlendir vextir  $i^*$  séu fasti. Það stig innlendra vaxta sem gerir innlenda fjárfesta jafnfúsa til að kaupa innlend eða erlend bréf er þá  $i^d = i^* - \sigma^{fd}$ , þar sem  $\sigma^{fd}$  stendur fyrir þá áhættu sem innlendir aðilar telja fylgja fjárfestingu í erlendum bréfum (gefið er að vænt

gengisbreyting sé 0). Ef  $\sigma^{fd} > 0$ , þá er  $i^d < i^*$ . Fyrir erlenda fjárfesta gildir á sama hátt að  $i^f = i^* + \sigma^{fd}$ , þar sem  $i^f$  stendur fyrir þá innlendu vexti sem gerir erlenda fjárfesta jafnfúsa til kaupa innlend eða erlend verðbréf og  $\sigma^{fd}$  er sú áhættu sem erlendir fjárfestar telja að fylgi fjárfestingu í innlendum bréfum. Ef  $\sigma^{fd} > 0$ , þá er  $i^f > i^*$ . Af því leiðir að  $i^f - i^d = \sigma^{fd} + \sigma^{fd} > 0$ . Segjum nú að  $i^f > i^d$ . Vextir eru þá of lágir til þess að erlendir fjárfestar vilji kaupa innlend bréf en of háir til þess að innlendir fjárfestar telji kaup á erlendum bréfum fýsileg. Að því gefnu að að innlendir aðilar eigi í upphafi einungis innlend bréf og erlendir aðilar einungis erlend bréf, geta stjórnvöld því breytt vöxtum innan þessara marka, án þess að það hafi nokkur áhrif á fjármagnshreyfingar.

5. Sé hins vegar um fjárfestingu í skammtímabréfum að ræða, t.d. 3ja mánaða ríkisvixlum, er ekki víst að saga krónunnar hafi mikil áhrif, svo framarlega sem ástand innlendra efnahagsmála er nægilega traust til þess að tryggja gengisstöðugleika næstu mánuði.

6. Þórarinn G. Pétursson, „Tengsl innlendra og erlendra skammtímavaxta“, óbirt handrit, Seðlabanki Íslands, október 1996. Metið var margvitt jafnvægistímaraðalíkan, þar sem breytingar innlendra skammtímavaxta eru skýrðar með töfðum breytingum erlendra vaxta og á vaxtamun í liðinni viku.

7. Þórarinn G. Pétursson: Samband raunvaxta og ríkisfjármála, óbirt handrit, 24. maí 1995, sami höfundur: Tímaraðgreining á innlendum raunvöxtum, óbirt handrit, 27. nóvember 1995, sami höfundur: Vaxtamyndun á Íslandi, óbirt handrit, 26. apríl 1996, sami höfundur: Tímaróf vaxta og skammtímavaxtaspár, Fjármálatíðindi 2, 1996.

8. Fjallað var um þróun þjóðhagslegs sparnaðar í haustskýrslu Seðlabankans 1996.

9. Um þetta er nánar fjallað í grein Tómasar Hanssonar í Fjármálatíðindum 2 1996.

10. Verðlagsþróun í landi fjárfestingar hefur þó áhrif á væntar gengisbreytingar til langs tíma. Til skamms tíma þarf hins vegar ekki að vera sterkt samband þar á milli. Sem dæmi má nefna að verðbólga í Hong Kong, sem býr við fast gengi gagnvart Bandaríkjadal og myntráð hefur áratugum saman verið meiri en í Bandaríkjunum. Bréf sem ber raunvexti nálægt núlli á mælikvarða íbúa Hong Kong getur borið mjög háa vexti á mælikvarða bandarískrar verðlagsþróunar.

11. Marías Halldór Gestsson: Raunvextir til langs tíma litið - þversniðsrannsókn, óbirt handrit, Seðlabanki Íslands, hagfræðisvið, 20. september 1996.

12. Marías Halldór Gestsson: Langtímaraunavöxtun fjármagns, Seðlabanki Íslands, hagfræðisvið, óbirt handrit, 13. september 1996.

## Viðauki 1: Alþjóðleg efnahagsþróun

Framvinda alþjóðlegra efnahagsmála hefur að flestu leyti verið hagstæð á undangengnum 12 mánuðum. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn áætla að heimsframleiðslan muni aukast um rúm 4% á þessu ári og einnig því næsta, sem er meiri hagvöxtur en sést hefur undanfarinn áratug. Horfur um hagvöxt í hinum þróuðu ríkjum heims hafa almennt batnað á árinu, en nokkuð mikill munur er á stöðu hagsveiflunnar í helstu iðnríkjunum. Mjög mikill hagvöxtur hefur verið í Norður-Ameríku, Bretlandi og nokkrum smærri þróuðum ríkjum, en í nokkrum helstu ríkjum meginlands Evrópu, einkum í Þýskalandi, Frakklandi og á Ítalíu hefur hagvöxtur verið fremur dræmur, en þó vaxandi. Í Bandaríkjunum og Kanada spáir Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn 3,7% og 3,6% hagvexti og í Bretlandi og mörgum smærri Evrópuríkjum er einnig gert ráð fyrir hagvexti á bilinu 3-4% eða meira, en einungis 2,5% hagvexti í ríkjum Evrópusambandsins að meðaltali. Í Japan þar sem hagvöxtur virtist nokkuð hafa náð sér á strik á síðasta ári, hefur verið dregið úr örvandi eftirspurnaraðgerðum hins opinbera,

sem hafði í för með sér mjög snöggan samdrátt á öðrum ársfjórðungi þessa árs. Nokkuð skiptar skoðanir eru um hversu afdrifarík þau umskipti muni verða. Í öllu falli er ljóst að hagvöxtur í Japan verður mun minni á yfirstandandi ári en því síðasta, og sennilega minni en spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um 1,1% hagvöxt. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn reiknar með að hagvöxtur í þróunarríkjum verði ívið minni en í fyrra, en þó á svipuðu reki og undanfarin ár. Ekki er gert ráð fyrir að gjaldeyriskreppan sem reið yfir mörg Suðaustur-Asíuríki síðastliðið sumar eða verðbrun hlutabréfa í Hong Kong nýlega muni hafa langvarandi áhrif á hagvöxt í þessum heimshluta.

Flestum aðilum sem um efnahagsmál fjalla ber saman um að jafnmikill hagvöxtur og verið hefur í Bandaríkjunum á síðustu misserum samræmist ekki stöðugu verðlagi til lengdar. Atvinnuleysi minnkaði niður fyrir 5% á öðrum ársfjórðungi þessa árs. Það er minna atvinnuleysi en almennt hefur verið talið samræmast verðstöðugleika til langs tíma. Vísbendingar sem að

Alþjóðleg hagþróun						
	1993	1994	1995	1996	Spár	
					1997	1998
<i>Hagvöxtur, % á ári<sup>1</sup></i>						
Heimsframleiðsla.....	2,5	3,7	3,7	4,1	4,2	4,3
Evrópusambandið.....	-0,5	2,9	2,5	1,7	2,5	2,8
Bandaríkin.....	2,3	3,5	2,0	2,8	3,7	2,6
Japan.....	0,1	0,5	1,4	3,5	1,1	2,1
Próunarlönd.....	6,1	6,6	6,0	6,5	6,2	6,2
Umskiptaríki.....	-6,2	-6,5	-0,8	0,1	1,8	4,1
<i>Magnvöxtur heimsverslunar, % á ári.....</i>	4,0	9,3	9,5	6,3	7,7	6,8
<i>Verðbólga<sup>2</sup></i>						
Evrópusambandið.....	3,8	3,0	2,9	2,5	1,9	2,2
Bandaríkin.....	3,0	2,6	2,8	2,9	2,4	2,8
<i>Atvinnuleysi</i>						
Evrópusambandið.....	10,9	11,4	11,2	11,4	11,1	10,7
Bandaríkin.....	6,9	6,0	5,6	5,4	5,1	5,3
<i>Jöfnuður hins opinbera, % af VLF<sup>3</sup></i>						
Evrópusambandið.....	-6,4	-5,8	-5,2	-4,3	-2,8	-2,3
Bandaríkin.....	-3,6	-2,3	-1,9	-1,1	-0,3	-0,3

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

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.



öllu jöfnu hafa forsagnargildi um verðlagsþróun hafa þó ekki bent til yfirvofandi verðbólgu, og hefur bandaríski seðlabankinn haldið að sér höndum frá því í marslok. Ýmsar skýringar hafa verið settar fram um hvað valdi þessum litla verðlagsþrýstingi. Vaxandi alþjóðleg samkeppni, hagnýting tölvutækninnar og skilvirkni vinnumarkaðar eru meðal skýringa sem fram hafa komið.

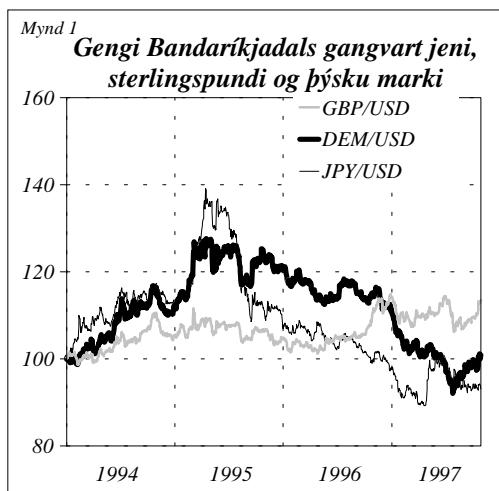
Mjög skiptir í tvö horn hvað varðar efnahagsþróun í Evrópu. Eins og komið hefur fram, hefur hagvöxtur verið með ágætum í Bretlandi og nokkrum smærri Evrópuríkjum. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur verði mestur á Írlandi, eins og flest undanfarin ár, eða 6,5%. Finnland fylgir þar næst á eftir með 4,7% áætlaðan hagvöxt, og í tíu öðrum Evrópulöndum er gert ráð fyrir að hagvöxtur verði umfram 3%. Þýskaland, Frakkland, Ítalía, Belgía, Austurríki og Sviss búa hins vegar enn við fremur slakan hagvöxt, þótt hagvöxtur hafi einnig glæðst verulega í þessum löndum upp á síðkastið.

Þann 10. október síðastliðinn sá þýski seðlabankinn sig knúinn til að hækka vexti í endurhverfum viðskiptum úr 3,0% í 3,3%, eftir að hafa haldið þeim í sögulegu lágmarki um alllangt skeið. Mörg önnur Evrópulönd sem hafa nán efnahagsleg tengsl við Þýskaland fylgdu strax í kjölfarið. Þessi fyrsta vaxtahækkun í langan tíma kom í kjölfar þess að þýska markað veiktist mjög gagnvart Bandaríkjadal og meira en stjórnvöld peningamála í Þýskalandi töldu æskilegt til langs tíma litið. Á hinn bóginn er ljóst að lágt gengi Evrópugjaldmiðla hefur átt mikilvægan þátt í að örva hagvöxt í þeim hluta Evrópu sem búið hefur við dræman hagvöxt undanfarin tvö ár.

Vaxandi hagvöxtur í mörgum helstu ríkjum Evrópu hefur enn sem komið er ekki dugað til þess að draga verulega úr atvinnuleysi í stærstu ríkjunum. Þvert á móti hefur atvinnuleysi haldið áfram að vaxa í Þýskalandi og Frakklandi og ný met verið slegin í þeim eignum. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn reiknar með að atvinnuleysi verði á þessu ári 11,3% í Þýskalandi, eða hið sama og í Evrópusambandinu öllu og 1 prósentustigi meira en 1996, og 12,9% í Frakklandi eða ½ prósentustigi meira en árið áður. Að hluta til er hið mikla atvinnuleysi í Evrópu rakið til lítils

hagvaxtar, sem aukið aðhald í fjármálum hins opinbera hefur tímabundið átt þátt í að halda niðri. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn lætur að því liggja í nýlegri skýrslu sinni að peningalegt aðhald í Evrópu hafi lengi verið of strangt miðað við aðhald í opinberum fjármálum. Stór hluti atvinnuleysisins í Evrópu er hins vegar kerfislægur að mati flestra stofnana sem um málið fjalla. Að mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er kerfisbundið atvinnuleysi á bilinu 8-9% af vinnuaflinu eða 70-80% atvinnulausra. Þar af má reikna með að 3-3½% atvinnuleysi sé óhjákvæmilegt sökum eðlilegra tilfærslna á vinnumarkaði. Samkvæmt því mætti hugsanlega ná atvinnuleysi niður um 4½-6 prósentustig með margvíslegum umbótum á vinnumarkaði og á öðrum sviðum efnahagslífsins. Sumir hafa viljað kenna alþjóðlegri samkeppni og viðskiptum við láglaunalönd um hátt atvinnuleysi. Alþjóðafnahagsstofnanir hafa hins vegar talið að misheppnaðar tilraunir til þess að tryggja starfs- og tekjuöryggi, sem leitt hafi til aukins launakostnaðar, sé meginástæða kerfislægs atvinnuleysis, auk þess sem brengluð samkeppni hafi stuðlað að óhagkvæmni. Tæknibreytingar hafa einnig aukið eftirspurn eftir sérhæfðu vinnuafli á meðan dregið hefur úr þörf fyrir ósérhæft vinnuafli. Aukin menntun og þjálfun vinnuafli er því meðal úrræða sem talið er að dugað gætu í baráttunni við atvinnuleysi í Evrópu.

Meðal brýnustu úrlausnarefna evrópskrar hagstjórnar og reyndar víðar er að ná tókum á þrálátum hallarekstri hins opinbera. Töluverður árangur hefur náðst í mörgum löndum, þótt víða hafi líttill hagvöxtur tafið árangur á þessu sviði, þar á meðal í tveimur helstu lykillöndum væntanlegs Efnahags- og myntbandalags (EMU), Þýskalandi og Frakklandi. Sé tekið tillit til hagsveifluáhrifa reiknar Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn þó með að kerfislægur halli í ríkjum Evrópusambandsins sé alls staðar undir 2% nema í Grikklandi. Hins vegar telur sjóðurinn að Ítalía, Þýskaland og Frakkland verði lítillaga yfir 3% viðmiðunarmörkum Maastrichtsáttmálans og að halli hins opinbera í Grikklandi verði 4,7%. Hvergi hafa orðið jafnmikil umskipti og á Ítalíu. Þar lækkar kerfislægur halli úr 5,4% af landsframleiðslu 1996 niður í 1,7% á yfirstandandi ári, en árið 1990 var kerfislægur



halli á Ítalíu talinn vera 12,4%, samkvæmt mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Nú er almennt talið að breiður hópur Evrópusambandsríkja muni stofna Efnahags- og myntbandalagið á tilsettum tíma, 1. janúar árið 1999. Ákvörðun þar um verður tekin í maí á næsta ári.

Hversu misjöfn staða hinna ýmsu landa er með tilliti til hagsveiflunnar endurspeglast í þróun vaxta- og gengismála. Í flestum Evrópulöndum og í Japan hefur verið slakað á í peningamálum á síðustu árum í því skyni að örva hagvöxt. Vextir á peningamarkaði í þessum löndum hafa því verið lágir og gengi gjaldmiðla þeirra hefur veikst. Þýska markið og japanska jenið hafa lækkað nokkuð óslitið gagnvart Bandaríkjadal frá því gengi þeirra gagnvart dalnum náði hámarki á árinu 1995. Japanska jenið styrktist nokkuð um tíma á fyrri hluta fyrirstandandi árs, en hefur veikst á ný eftir að veikleikamerki komu fram í japönsku efnahagslífi um mitt árið. Gengi þýska marksins varð í ágúst lægra gagnvart Bandaríkjadal en um margra ára skeið eða 1,89 mörk í hverjum dal og um 27½% lægra en það varð hæst á árinu 1995. Gengi marksins hefur hins vegar styrkst á ný vegna hagstæðrar þróunar utanríkisviðskipta og í kjölfar vaxtahækkunar þýska seðlabankans. Um miðjan október hafði gengi þýska marksins hækkað um 7% gagnvart Bandaríkjadal frá lægstu stöðu í ágústmánuði. Þótt þýski seðlabankinn hafi gripið til þess ráðs að hækka vexti er ástæðan ekki sú að vísbendingar hafi komið fram um aukna verðbólgu í Þýskalandi. Getum

hefur verið að því leitt að þýski seðlabankinn sé þegar farinn að haga peningamálafestefnu sinni með hliðsjón af þörfum evru-svæðisins í heild, fremur en þörfum Þýskalands í þröngum skilningi.

Öfugt við flest helstu lönd væntanlegs myntbandalags hefur stjórn peningamála í Bretlandi á síðustu misserum snúist um að halda aftur af eftirspurn. Fljótlega að loknum kosningum ákvað ný ríkisstjórn að auka sjálfstæði Englandsbanka og gefa bankanum fullt frelsi til að ákveða skammtíamavexti. Bankinn notaði nýfengið frelsi strax til þess að hækka vexti og hækkuðu vextir bankans í endurhverfum viðskiptum þrívegis frá byrjun júní til 7. ágúst, úr 6% í 7%. Bandaríski seðlabankinn hækkaði vexti í mars, en hefur síðan beðið átehta.

Á heildina litið hefur ástand efnahagsmála í heiminum verið með betra móti síðustu misseri. Gjalderyriskreppa í Suðaustur-Asíu og nokkrum öðrum löndum og órói á verðbréfamörkuðum víða um heim í kjölfarið, erfiðleikar í japönsku efnahagslífi og áframhaldandi stórfellt atvinnuleysi í Evrópu varpa þó skugga á annars góða heildarmynd. Núverandi hagvaxtarskeið í Bandaríkjunum er þegar orðið á meðal þeirra allra lengstu sem komið hafa. Til þessa hefur tekist að forðast ofþenslu sem jafnan en undanfari samdráttarskeiða. Ákveðin hættumerki hafa þó komið fram. Þótt verðhækkana gæti lítt á vöru og þjónustu átti sér stað mikil verðhækkun á eignamörkuðum, einkum á hlutabréfamörkuðum, sem átti sér stað sleitulítið þar til nýlega. Mikil verðlækkun á gengi hlutabréfa í októberlok og sveiflukennnd þróun í framhaldi af því undirstrikar það sem ýmsir óttuðust, að hluti þessara verðhækkana hafi verið byggðar á of mikilli bjartsýni. Ekki er þó talið líklegt að verðhrunið í októberlok muni hafa langvarandi skaðleg áhrif á fjárfestingu og fjármálakerfið, a.m.k. ekki utan Asíu. Óvissa sem tengist stofnun Efnahags- og myntbandalags Evrópu er annað áhyggjuefni þeirra sem um alþjóðæfnahagsmál fjalla. Loks er ákveðin hætta fólgin í miklu fjármagnsstreymi til upprennandi markaðssvæða, eins og reynslan frá Mexíkó 1995, Taílandi og öðrum Suðaustur-Asíuríkjum síðastliðið sumar og nú síðast í Hong Kong er til merkis um.

## Viðauki 2: Annáll peningamála

### 1996

#### Nóvember

Bankavíxlar voru í fyrsta sinn skráðir á Verðbréfaþingi Íslands.

Hinn 11. nóvember tók gildi reglugerð um hámark lána og ábyrgða lánastofnana og fyrirtækja í verðbréfaþjónustu, nr. 571/1996, sem gefin var út af viðskiptaráðuneytinu 25. október 1996. Reglugerðin er í aðalatriðum sambærileg fyrri reglum sem giltu eingöngu gagnvart lánastofnunum, en fyrirtæki í verðbréfaþjónustu eru nú í fyrsta sinn háð sömu reglum og lánastofnanir.

#### Desember

Ákveðið var að framlengja samninga um fjárvörslu spariskírteina og ríkisbréfa til 28. febrúar 1997, en þeir áttu að falla úr gildi 31. desember 1996.

### 1997

#### Janúar

Húsnæðisstofnun ákvað að halda flokkum húsnæðisbréfa frá árinu 1996 áfram opnum. Samanlagt nafnverð afgangur bréfa úr þessum flokkum skal þó ekki fara yfir 28,5 ma.kr.

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 söluþryggingu, og hafði það verið valið að undangöngu útboði.

Erlendur lánakvóti innlánsstofnana í Seðlabanka Íslands var aflagður 11. janúar.

Hinn 16. janúar birti Seðlabanki Íslands nýja verðbólguþátt. Spáð var að verðlag á fyrsta ársfjórðungi 1997 myndi hækka um 0,2% eða um 0,7% á árs kvarða.

Hinn 16. janúar voru vextir 45 og 90 daga innstæðubréfa Seðlabankans hækkaðir um 0,8-

0,9 prósentustig og urðu 6,6% og 6,7% eftir binditíma. Með þessu voru innstæðubréf gerð samkeppnishæfari við aðra fjárfestingarkosti á peningamarkaði. Einnig varð bönkum og sparisjóðum heimilt að eiga endurhverf viðskipti með innstæðubréf við Seðlabankann. Í sama tilgangi var ávöxtun í endurhverfri verðbréfasölu bankans breytt, og til að gæta innbyrðis samræmis í vaxtarófi bankans var forvöxtum reikningskvóta viðskiptabanka og sparisjóða í Seðlabankanum einnig breytt.

#### Febrúar

Lánasýsla ríkisins tilkynnti að ákveðið hefði verið að fækka flokkum ríkisverðbréfa og stækka þá sem eftir verða. Þetta verður gert í fjórum áföngum. Flokkarnir sem eftir verða munu kallast markflokkar. Aðalmarkmið þessarar aðgerðar er að gera markað fyrir ríkisskuldabréf betri og skilvirkari.

Hinn 7. febrúar sagði ríkissjóður upp í einu lagi níu flokkum spariskírteina sem höfðu gagnkvæm uppsagnarákvæði í skilmálum. Eigendum skírteinanna var boðið að taka þátt í sérstöku útboði, þar sem þeim gafst kostur á að fá spariskírteini í markflokkum í staðinn fyrir skírteini sín.

Seðlabankinn gerði samninga við þrjú verðbréfafyrirtæki um fjárvörslu og hlutverk viðskiptavaka fyrir ríkisskuldabréf. Samningarnir voru viðameiri en fyrri fjárvörslusamningar og tóku gildi 1. mars. Verðbréfafyrirtækin voru valin að undangöngu útboði.

Búnaðarbanki Íslands og Íslandsbanki hf. hófu viðskiptavakt á markflokkum ríkisskuldabréfa.

#### Mars

Matsfyrirtækið Moody's Investors Service tilkynnti 7. mars að, vegna aðgerða á sviði hagstjórnar og bættra efnahagslegra skilyrða í þjóðarbúskapnum yrði lánshæfiseinkunn ís-

lenska ríkisins til skoðunar með mögulega hækkun í huga.

### **Apríl**

Reglum Seðlabanka Íslands um fyrirgreiðslu við viðskiptavaka ríkisskuldabréfa eða ríkis-tryggðra verðbréfa var breytt. Skv. eldri reglum var fyrirgreiðsla háð skilyrðum Verðbréfaþings Íslands (VÞÍ) um hlutverk viðskiptavaka. Nú þarf viðskiptavaki að uppfylla skilyrði Seðlabankans, en þau eru strangari en skilyrði VÞÍ. Samkvæmt reglunum þarf viðskiptavaki að setja daglega fram kaup- og sölutilboð að lágmarki 5 m.kr. og munur kaup- og söluávöxtunar má ekki vera meiri en 0,25 prósentustig.

Landsbanki Íslands og Landsbréf hf. tóku upp aukna viðskiptavakt á húsbréfaflokki 96/2 á Verðbréfaþingi Íslands að eigin frumkvæði.

Húsnæðisstofnun seldi húsnæðisbréf að fjárhæð 1,7 ma.kr. úr tveimur flokkum sem gefnir voru út árið 1996. Útboðið fór fram fyrir milligöngu verðbréfafyrirtækis, sem veitti sölu-tryggingu, og hafði það verið valið að undangengnu útboði.

Hinn 18. apríl birti Seðlabanki Íslands nýja verðbólguþátt, sem gerði ráð fyrir að meðalhækkun verðlags yrði 2,1% frá 1996 til 1997 og að hækkun yfir árið 1997 yrði 2,9%. Spáð var að verðlag á öðrum ársfjórðungi myndi hækka um 0,9% eða um 3,6% á ársvarða.

Hinn 23. apríl fór fram annar áfangi í endurskipulagningu útistandandi spariskírteinaflokka. Í skiptiútboði var eigendum 22 spariskírteinaflokka boðið að skipta yfir í tvo markflokka.

Verðbréfafyrirtækið Kaupþing hf. stofnaði tvo verðbréfasjóði í Lúxemborg. Annar sjóðurinn mun fjárfesta í íslenskum hlutabréfum, hinn í íslenskum skuldabréfum. Sjóðirnir eru skráðir á verðbréfaþingi í Lúxemborg.

### **Maí**

Alþingi samþykkti frumvörp um stofnun hlutafélaga um Landsbanka Íslands og Búnaðarbanka Íslands. Einnig samþykkti Alþingi frum-

varp um stofnun Fjárfestingarbanka atvinnulífsins hf. og Nýsköpunarsjóðs atvinnulífsins hf. með samruna Fiskveiðasjóðs, Iðnlánasjóðs, Iðnþróunarsjóðs og Útflutningslánasjóðs.

Verðbréfaþing Íslands hóf að senda tölvu-tækar upplýsingar um íslensk hluta- og skulda-bréf inn á upplýsingakerfi Reuters.

Í lok maí var Verðbréfaþingi Íslands veitt aðild að Samtökum evrópskra kauphalla. Aðild er veitt einni kauphöll í hverju aðildarríki evrópska efnahagssvæðisins og er Verðbréfaþingið 18. aðilinn að samtökunum.

### **Júní**

Hinn 6. júní var gengisskráningarvog breytt vegna árlegrar endurskoðunar í ljósi samsetningar utanríkisviðskipta á árinu 1996.

Undirbúningsfélag Verðbréfaskráningar Íslands hf. var stofnað. Tilgangur félagsins er að stofnsetja og reka verðbréfaskráningu sem sjái um rafræna skráningu eignarhalds á verðbréfum. Stefnt er að því að verðbréfamistöðin hefji starfsemi á árinu 1999.

Húsnæðisstofnun bauð út tvö verkefni viðskiptavaka fyrir tiltekin húsbréf og húsnæðisbréf. Niðurstaða útboðsins var að Landsbréf hf. og Íslandsbanki hf. fengu sitt verkefnið hvort.

Viðskiptaráðherra veitti verðbréfafyrirtækinu Kaupþingi hf. starfsleyfi sem lánastofnun skv. ákv. laga nr. 127/1993.

Hinn 26. júní birti Seðlabanki Íslands skýrslu um Efnahags- og myntbandalag Evrópu (EMU), aðdraganda og áhrif stofnunar EMU.

### **Júlí**

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 sölu-tryggingu, og hafði það verið valið að undangengnu útboði.

Hinn 8. júlí var tekið upp nýtt fyrirkomulag á

gjaldeyrismarkaði. Gengisskráningarfundir voru aflagðir þegar komið var á fót samfelldum gjaldeyrismarkaði. Viðskiptabankarnir eru viðskiptavakar fyrir Bandaríkjadal, og opinbert viðmiðunargengi er nú skráð út frá tilboðum banka eða inngrípum Seðlabanka. Samhliða þessum breytingum tóku gildi nýjar reglur um gjaldeyrisjöfnuð, bindiskyldu og lausafjárhlutfall.

Hinn 16. júlí birti Seðlabanki Íslands nýja verðbólguþá, sem gerði ráð fyrir að meðalhækkun verðlags yrði 1,7% frá 1996 til 1997 og að hækkun yfir árið 1997 yrði 2,0%. Spáð var að verðlag á þriðja ársfjórðungi myndi hækka um 0,5% eða um 1,8% á árs kvarða.

Bandaríska matsfyrirtækið Moody's Investors Service tilkynnti hinn 30. júlí að fyrirtækið hefði ákveðið að hækka mat sitt á láns hæfi Íslands. Hækkar fyrirtækið einkunn á erlendum langtímaskuldbindingum í Aa3 úr A1. Moody's gaf skuldbindingum ríkissjóðs í íslenskum krónum í fyrsta sinn einkunn og var hún Aaa. Skammtímalán ríkissjóðs í innlendri og erlendri mynt fá einkunnina Prime-1. Ástæður fyrir hækkun láns hæfismats eru aukin fjölbreytni í íslensku efnahagslífi í framtíðinni, ýmsar skipulagsbætur sem

ráðist hefur verið í, aukið jafnvægi í efnahagslífinu og bætt nýting á fiskistofnum.

### **September**

Reglum Seðlabanka Íslands um fyrirgreiðslu við viðskiptavaka ríkisskuldabréfa eða ríkis tryggðra bréfa var breytt þannig að fjárhæðarmörk voru hækkuð, og afnumdar takmarkanir á fyrirgreiðslu á hverju almanaksári.

### **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 undan-gengnu útboði.

Hinn 15. október birti Seðlabanki Íslands nýja verðbólguþá, 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 árs kvarða.

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

# TÖFLUVIÐAUKI

Tafla 1. Yfirlitstölur<sup>1</sup>

	Lán, endur-				Lausafjár- staða innlánsst., hlutfall af innlán. og verðbr. útg. í lok tímabils	Endingartími gjalddeyris- forða í lok tímab. m.v. 12 mán. meðaltal alm.innflutn. Mán. <sup>2</sup>	Vísitala gengis- skrán. meðaltal <sup>3</sup>	Hluta- bréfa- verð, 12 mán. % breyt. <sup>4</sup>	Íbúða- verð á höfuðb.- svæðinu, náfnvirði, 12 mán. % breyt. <sup>5</sup>	Vöru- útflyt., á milli uppsafn. tímabila <sup>6</sup>	Vöru- innflyt., á milli uppsafn. tímabila <sup>6</sup>	Vöruskipta- jöfnuður, % af vöru- útflyt. Uppsafn. stíðustu 12 mán.
	M1 með áætl. vöxtum, 12 mán. % breyt. í lok tímabils	M3 með áætl. vöxtum, 12 mán. % breyt. í lok tímabils	Innlán með áætl. vöxtum, 12 mán. % breyt. í lok tímabils	lán og markaðs- verðbréf innlánsst., 12 mán. % breyt. í lok tímabils								
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	...	67,9	36,3	16,2	12,7	-0,5
1989.....	32,8	27,2	27,6	25,2	8,3	3,5	...	44,3	14,9	29,8	17,1	9,3
1990.....	24,9	14,9	15,2	11,0	8,4	3,9	...	61,9	12,6	15,5	20,7	5,2
1991.....	19,9	14,4	14,6	11,5	9,1	3,7	...	32,3	11,5	-1,0	8,0	-3,4
1992.....	1,3	3,8	3,7	5,7	9,8	4,6	100,7	-9,8	5,6	-4,1	-6,9	-0,4
1993.....	5,4	6,5	6,5	7,0	10,6	4,7	110,6	-10,1	-0,2	7,8	-6,4	12,8
1994.....	10,7	2,3	1,9	-0,1	5,8	2,9	116,0	6,8	-1,2	19,0	12,9	17,2
1995.....	9,6	2,2	2,0	0,8	4,3	2,8	116,1	29,7	-1,5	3,5	10,8	11,4
1996.....	8,5	6,2	6,2	12,4	7,9	3,3	116,2	64,4	0,1	8,2	20,4	1,5
1996:												
Janúar.....	10,8	3,6	3,5	4,7	5,1	2,9	116,4	45,1	1,3	1,8	10,5	9,6
Febrúar.....	9,5	3,8	3,2	4,9	5,5	2,7	116,3	46,8	-2,0	3,0	10,8	10,5
Mars.....	9,6	3,9	3,9	6,1	8,1	2,9	116,2	54,0	-2,6	4,7	9,8	10,4
Apríl.....	11,6	5,1	6,0	7,7	6,9	3,5	115,9	60,6	-2,9	6,0	12,3	9,1
Maí.....	9,8	4,8	4,5	8,5	5,8	2,7	115,9	67,7	0,7	2,0	12,5	6,9
Júní.....	10,1	4,2	4,1	10,1	6,3	2,6	116,1	70,8	-3,3	3,6	11,2	7,4
Júlí.....	11,8	5,0	4,9	8,0	8,9	3,2	116,2	74,6	1,6	5,3	13,1	6,4
Ágúst.....	9,1	4,4	4,2	8,0	8,9	2,8	116,3	70,6	4,7	5,9	14,8	6,5
September...	8,0	3,9	3,9	7,8	8,7	2,7	116,3	73,0	-1,2	5,3	15,9	3,5
Október.....	13,5	4,1	4,0	8,0	7,7	2,8	116,2	71,7	-0,5	8,1	20,7	3,2
Nóvember...	15,1	5,2	5,0	11,1	7,1	2,8	116,2	62,5	3,1	6,2	19,0	1,8
Desember...	8,5	6,2	6,2	12,4	7,9	3,3	115,8	59,9	2,5	8,2	20,4	1,5
1997:												
Janúar.....	11,2	4,4	4,8	11,8	7,8	2,6	115,8	56,4	1,0	12,1	20,7	2,6
Febrúar.....	10,0	5,5	6,3	14,0	6,6	2,6	116,0	56,5	1,7	8,8	20,6	0,9
Mars.....	11,3	5,3	5,8	13,4	5,8	2,8	115,8	49,5	2,4	5,7	16,5	1,3
Apríl.....	10,2	6,8	6,7	13,3	7,1	3,0	115,3	71,7	2,8	6,8	16,9	0,5
Maí.....	11,7	6,4	6,2	13,3	6,9	3,1	114,7	60,2	1,1	7,6	15,3	0,3
Júní.....	10,7	6,6	6,7	13,8	5,6	3,6	114,2	49,5	3,0	6,5	14,8	0,2
Júlí.....	15,3	8,3	8,4	16,2	8,2	3,7	113,4	43,9	-0,6	6,2	13,0	0,4
Ágúst.....	7,9	7,3	7,3	16,0	7,0	3,6	113,2	28,0	-3,4	4,1	12,4	-0,9
September...	12,1	8,4	8,5	17,4	5,9	3,2	113,6	21,3	...	...	...	...

1. Nýjustu 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 þjónustuviðskiptavegið gengi 16 mynta, en áður við eku (76%), Bandaríkjadal (18%) og japanskt jen (6%). 4. 12 mánaða breyting til loka mánaðar. Árstölur eru breyting nafnverðs milli ársmeðaltala. Byggt er á hlutabréfavisitölu VÍB til 1. jan. 1993 en þar á eftir á hlutabréfavisitölu VÍF. 5. 12 mánaða breyting nafnverðs milli ársmeðaltala eða frá sama mánuði fyrra árs. Verð á fermetra í fjölbyli 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 <sup>1</sup>				Meðalvextir banka og sparisjóða	
	For- vextir	Endurhverf kaup Ríkis- vixlar	Kaupþilboð SÍ í ríkisvixla á Verðbréfaþingi <sup>2</sup>			Milli- banka- lán	Ríkis- bréf, kaup- þilboð	5 ára	20 ára	25 ára	Óverðtr. bréjalán, meðal- vextir	Verðtr. skulda- bréjalán meðal- vextir
			3	6	12			SÍ	SÍ	SÍ		
			mán. vixla	mán. vixla <sup>3</sup>	mán. vixla <sup>3</sup>			á VPÍ <sup>5</sup>	á VPÍ <sup>5</sup>	á VPÍ <sup>5</sup>		
1990.....	25,6	17,7	.	.	.	10,0	.	7,10	.	7,30	16,4	8,0
1991.....	23,9	20,4	.	.	.	13,5	.	8,25	.	8,40	17,7	9,2
1992.....	16,8	12,5	11,30	11,35	.	8,6	.	7,80	.	7,60	13,1	9,3
1993.....	14,1	8,4	5,48	5,61	5,91	5,7	6,55	5,00	.	5,45	14,3	9,1
1994.....	4,4	5,3	6,07	6,45	7,40	4,9	8,65	5,05	.	5,75	10,6	7,9
1995.....	5,9	6,9	7,28	7,63	7,89	7,0	10,59	5,90	5,74	5,80	11,6	8,7
1996.....	5,7	6,6	7,07	7,29	7,83	8,3	9,38	5,81	5,53	5,78	12,4	8,9
Í lok mánaðar:												
1995:												
Janúar.....	5,5	6,3	6,69	7,16	8,08	5,9	9,20	5,05	.	5,87	10,9	8,3
Febrúar....	5,5	6,7	7,10	7,57	8,33	6,5	9,00	5,30	.	5,82	10,9	8,3
Mars.....	6,4	7,3	7,30	7,65	8,28	6,9	8,76	5,30	.	5,94	10,9	8,3
Apríl.....	6,4	7,3	7,57	7,75	8,28	6,9	8,73	5,78	.	5,95	10,9	8,3
Mái.....	6,4	7,3	7,64	7,88	8,33	6,9	9,09	5,78	.	5,95	11,8	8,9
Júní.....	6,4	7,3	7,13	7,61	8,10	6,9	9,74	5,85	.	5,95	11,9	8,9
Júlí.....	6,1	7,0	7,30	7,60	8,09	6,6	9,58	5,86	.	5,95	11,9	8,9
Ágúst.....	6,1	7,0	7,34	7,74	8,16	6,6	9,64	5,88	.	5,95	11,9	8,9
September	5,6	6,5	6,95	7,19	7,46	6,2	10,35	5,94	5,94	5,97	11,9	8,9
Október....	5,6	6,5	7,09	7,25	7,42	6,2	10,60	5,73	5,60	5,63	11,9	8,9
Nóvember.	5,6	6,5	7,09	7,28	7,53	6,4	10,54	5,64	5,54	5,68	12,1	8,8
Desember.	5,6	6,5	7,28	7,63	7,89	7,0	10,59	5,90	5,74	5,80	12,1	8,8
1996:												
Janúar.....	5,6	6,5	7,60	7,66	7,89	7,0	10,52	5,87	5,80	5,87	12,1	8,8
Febrúar....	5,6	6,5	7,50	7,62	7,93	6,7	10,32	5,78	5,67	5,73	12,9	9,0
Mars.....	5,6	6,5	7,47	7,59	7,87	7,1	9,47	5,70	5,66	5,73	12,6	8,9
Apríl.....	5,6	6,5	6,54	6,66	6,93	6,7	8,64	5,42	5,39	5,54	12,4	8,9
Mái.....	5,6	6,5	6,52	6,65	6,86	6,5	8,90	5,15	5,22	5,50	12,3	8,8
Júní.....	5,6	6,5	6,50	6,68	6,86	7,1	8,73	5,42	5,29	5,39	12,2	8,8
Júlí.....	5,6	6,5	6,53	6,68	7,09	6,5	8,62	5,42	5,41	5,68	12,2	8,8
Ágúst.....	5,6	6,5	6,58	6,75	7,22	6,6	8,67	5,31	5,39	5,53	12,2	8,8
September	6,0	6,9	7,09	7,22	7,85	6,9	8,85	5,40	5,49	5,62	12,2	8,8
Október....	6,0	6,9	7,09	7,29	7,81	7,2	9,58	5,90	5,58	5,78	12,6	8,9
Nóvember.	6,0	6,9	7,13	7,32	7,85	7,2	9,20	5,80	5,50	5,68	12,7	8,9
Desember.	6,0	6,9	7,07	7,29	7,83	8,3	9,38	5,81	5,53	5,78	12,8	9,0
1997:												
Janúar.....	6,5	6,9	7,10	7,31	7,84	7,3	9,84	5,80	5,34	5,67	12,8	9,0
Febrúar....	6,5	6,9	7,14	7,38	7,84	.	9,54	5,80	5,25	5,77	12,8	9,0
Mars.....	6,5	6,9	7,15	7,45	7,80	7,4	9,28	5,80	5,15	5,75	12,8	9,1
Apríl.....	6,5	6,9	7,10	7,43	7,73	7,4	9,30	5,70	5,12	5,63	12,9	9,1
Mái.....	6,5	6,9	7,00	7,38	7,67	.	8,91	5,75	5,16	5,68	13,1	9,1
Júní.....	6,5	6,9	6,99	7,30	7,58	8,3	8,64	5,67	5,05	5,49	13,1	9,1
Júlí.....	6,5	6,9	6,91	7,07	7,25	.	7,88	5,40	4,90	5,17	13,0	9,1
Ágúst.....	6,5	6,9	6,87	6,88	6,88	.	8,07	5,37	5,04	5,35	12,8	9,0
September	6,5	6,9	6,87	6,90	6,90	.	8,24	5,23	4,96	5,25	12,8	9,0
Október....	6,5	6,9	6,91	6,93	6,94	.	8,29	5,20	4,92	5,31	12,8	9,0

1. Ávöxtun umfram verðtryggingu í öllum tilvikum nema ríkisbréf sem eru óverðtryggð. 2. Miðað við þá ríkisvixla sem hafa lengstan líftíma hverju sinni, sem kann að vera styttri en fram kemur í yfirskrift dalksins. 3. Ávöxtun ríkisbréfa fram til nóvember 1993. 4. Miðað við þann flokk bréfa sem hefur lengstan líftíma hverju sinni. Frá og með september 1995 RBRÍK 1010/00. 5. Ávöxtun nýjustu flokka hverju sinni.

**Tafla 3. Þjóðarframleiðsla og verðmætaráðstöfun <sup>1</sup>**

	Á verðlagi hvers árs, m.kr.				Magnbreyting frá fyrra ári			
	1995	1996	1997 <sup>2</sup>	1998 <sup>3</sup>	1995	1996	1997 <sup>2</sup>	1998 <sup>3</sup>
1. Einkaneysla .....	272.708	296.840	317.466	343.371	4,2	6,4	5,0	5,0
2. Samneysla .....	94.080	100.679	107.401	117.252	1,3	1,4	2,2	3,0
3. Fjármunamyndun .....	65.951	84.828	103.680	108.740	-2,8	23,5	18,6	1,3
4. Birgðabreytingar .....	2.374	-1.036	0	0	0,6	-0,7	0,0	0,0
5. Þjóðarútgjöld alls (1+2+3+4).....	435.112	481.312	528.547	569.363	3,1	7,1	6,7	3,9
6. Útflutningur vöru og þjónustu .....	161.250	176.761	183.930	196.959	-2,1	10,0	3,2	4,6
7. Innflutningur vöru og þjónustu .....	144.725	173.725	191.210	204.566	3,8	16,6	9,6	5,9
8. Verg landsframleiðsla (5+6-7).....	451.637	484.348	521.267	561.756	1,0	5,2	4,5	3,5
9. Jöfnuður þáttatekna .....	-12.502	-10.803	-9.855	-11.007	.	.	.	.
10. Rekstrarframlög <sup>4</sup> .....	-306	-464	-372	-383	.	.	.	.
11. Viðskiptajöfnuður (6-7+9).....	3.717	-8.231	-17.507	-18.996	.	.	.	.
12. Verg þjóðarframleiðsla (8+9) .....	439.135	473.545	511.412	550.750	1,4	5,6	4,8	3,3
13. Viðskiptajöfnuður sem % af VLF.....	0,8	-1,7	-3,4	-3,4	.	.	.	.
14. Viðskiptajöfnuður sem % af VbF.....	0,8	-1,7	-3,4	-3,4	.	.	.	.
15. Jöfnuður þáttatekna sem % af VLF .....	-2,8	-2,2	-1,9	-2,0	.	.	.	.

1. Þjóðhagsáætlun október 1997. 2. Áætlun. 3. Spá. 4. Framlög ríkisins til alþjóðastofnana, þróunarástóðar o.fl.  
Heimild: Þjóðhagsstofnun

**Tafla 4. Fjármál hins opinbera**

Rekstrargrunnur	Milljarðar króna				Hlutfall (%) af vergri landsframleiðslu			
	1995	1996	1997 <sup>1</sup>	1998 <sup>2</sup>	1995	1996	1997 <sup>1</sup>	1998 <sup>2</sup>
1. Tekjur hins opinbera.....	162,8	177,8	188,8	200,5	36,0	36,7	36,2	35,7
2. Útgjöld hins opinbera .....	176,2	185,9	192,4	204,3	39,0	38,4	36,9	36,4
3. Tekjuafgangur/halli .....	-13,4	-8,1	-3,6	-3,8	-3,0	-1,7	-0,7	-0,7
4. Hreinar skuldir hins opinbera .....	172,6	195,0	196,3	196,2	38,2	40,3	37,7	34,9
1. Tekjur ríkissjóðs <sup>3</sup> .....	130,5	143,1	145,4	152,6	28,9	29,5	27,9	27,2
2. Útgjöld ríkissjóðs .....	142,0	149,2	147,8	154,8	31,4	30,8	28,4	27,6
3. Tekjuafgangur/halli .....	-11,6	-7,3	-2,4	-2,2	-2,6	-1,5	-0,5	-0,4
4. Hreinar skuldir ríkissjóðs .....	155,3	168,2	166,6	163,5	34,4	34,7	32,0	29,1
1. Tekjur sveitarfélaga.....	34,9	40,5	47,7	51,1	7,7	8,4	9,2	9,1
2. Útgjöld sveitarfélaga .....	36,4	41,3	49,0	52,8	8,1	8,5	9,4	9,4
3. Tekjuafgangur/halli .....	-1,4	-0,8	-1,3	-1,8	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3
4. Hreinar skuldir sveitarfélaga .....	25,1	27,9	30,7	33,6	5,6	5,8	5,9	6,0

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



**Tafla 5. Verðlagsþróun**

	Vísitala neysluverðs <sup>1</sup>			Lánskjaravísitala <sup>2</sup>			Launavísitala <sup>3</sup>			Byggingarvísitala <sup>4</sup>		
	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 <sup>5</sup> .....	180,3	1,8	2,3	...	...	...	...	...	...	...	...	...

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 í hlutf. af VLF	Fjár- festing í hlutf. af VLF	Viðskipta- jöfnuður í hlutf. af VLF		
	Hlutfallslegt verðlag vísitala	Hlutfallslegur launakostnaður vísitala	Sjávar- útvegur vísitala	Meðaltal vísitala	útflytning tekna % breyt. <sup>1</sup>	VLF á ársverk % breyt.					
1980 .....	100,0	100,0	100,0	100,0	-1,9	2,4	3,3	25,4	-1,9		
1981 .....	104,3	4,3	106,3	6,3	99,4	99,1	2,7	-0,9	2,2	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	-5,8	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	2,3	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	2,0	86,4	2,2	111,7	109,1	11,7	3,0	8,0	19,2	0,5
1987 .....	104,0	9,5	109,0	26,2	104,6	101,8	7,7	2,6	9,5	20,4	-3,4
1988 .....	109,3	5,2	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	87,4	-11,0	106,3	104,3	-1,5	2,1	-0,4	19,2	-2,1
1991 .....	99,8	2,6	89,9	2,9	110,0	105,8	-2,6	1,2	1,9	19,2	-4,0
1992 .....	99,7	0,0	93,0	3,4	108,4	104,5	-4,6	-1,9	-5,3	17,5	-2,4
1993 .....	94,3	-5,4	85,3	-8,3	104,0	102,9	1,5	1,8	-1,9	15,6	0,8
1994 .....	89,1	-5,5	79,2	-7,2	108,8	107,0	9,9	3,0	1,9	15,1	2,0
1995 .....	89,3	0,1	81,0	2,3	108,8	107,1	-1,1	-0,4	1,3	14,6	0,8
1996 <sup>2</sup> .....	89,5	0,3	81,0	0,0	106,2	105,8	6,5	3,2	3,6	17,5	-1,7
1997 <sup>3</sup> .....	90,5	1,1	83,9	3,6	104,9	105,6	3,6	2,7	4,4	19,9	-3,4

1. Kaupmáttur útflytninga miðað við innflytning. 2. Bráðabirgðatölur. 3. Spá.  
Heimildir: Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.