

Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum¹

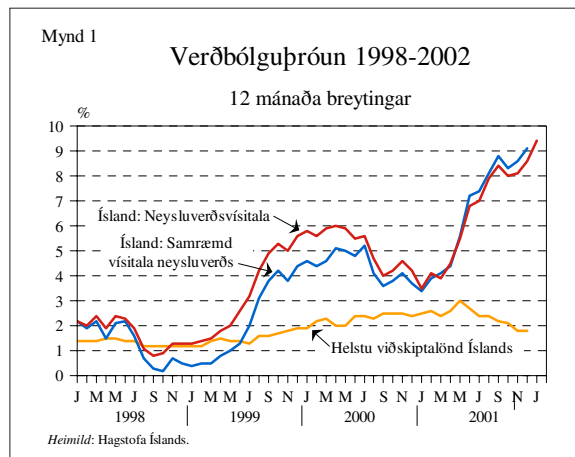
Forsendur styrkara gengis hafa batnað

Verðbólga, mæld sem tólf mánaða hækkun neysluverðs, fór stigvaxandi á síðasta ári og var 9,4% frá upphafi til loka árs. Samkomulag aðila vinnumarkaðarins í desember dró úr líkum á vixlhækkun launa og verðlags og stuðlaði að hækkun á gengi krónunnar. Meðal annars af þeim sökum hafa horfur um verðbólgu á þessu ári batnað og spáir bankinn nú um 3% verðbólgu yfir árið þrátt fyrir mikla hækkun vísitölu neysluverðs í byrjun þessa árs. Verðlagsviðmiðun aðila vinnumarkaðar í maí næst þó sennilega ekki nema til komi frekari hækkun á gengi krónunnar eða ef sértækar aðgerðir í verðlagsmálum skila nægilegum árangri. Forsendur fyrir herra gengi hafa hins vegar styrkst umtalsvert þar sem viðskiptahalli minnkar hraðar en áður var reiknað með og kannanir benda til að fjármögnun hans gangi auðveldlega fyrir sig í ár, án atbeina ríkissjóðs eða Seðlabankans. Þá hefur verið mikill kraftur í útflutningsstarfsemi og afkoma fyrirtækja á hlutabréfamarkaði hefur batnað. Velta í greinum sem framleiða fyrst og fremst fyrir innanlandsmarkað er hins vegar byrjuð að dragast saman og endurspeglar það bætt innra og ytra jafnvægi þjóðarbúsins. Frekari hækkun gengisins eða meiri slökun spennu í þjóðarbúinu virðist hins vegar nauðsynleg til að verðbólguþröng Seðlabankans náist á spátímabilinu því ætla má að verðbólga verði að óbreyttu í kringum 3% á árinu 2003. Styrkst ekki á næstunni forsendur þess að verðbólguþröng bankans náist mun það dragast lengur en ella að hægt verði að slaka frekar á aðhaldi í peningamálum.

Verðbólga jókst verulega á síðasta ári

Verðbólga jókst töluvert á síðasta ári. Vísitala neysluverðs hækkaði um 9,4% frá upphafi til loka árs, og hafði tólf mánaða hækkun vísitölunnar ekki verið meiri frá því í ágúst 1990. Verðbólga milli áruna 2000 og 2001 var að meðaltali 6,7% sem er mesta meðalverðbólga frá árinu 1991. Eins og sést á mynd 1 hefur verðbólga aukist stöðugt síðan í mars á síðasta ári. Þessa aukningu má rekja til launahækkana umfram vöxt framleiðni á undanförunum misserum og gengislækkunar krónunnar frá því á miðju ári 2000. Launavísitalan sem Hagstofa Íslands reiknar hækkaði um 7,6% yfir árið 2000 og um 9,6% yfir árið 2001. Framleiðni, mæld sem aukning landsframleiðslu umfram vöxt vinnuafis, jókst hins vegar um 2,7% árið 2000 en aðeins um 1% árið 2001. Verð erlendra

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 25. janúar 2002.



gjaldmiðla hækkaði um 17,3% yfir árið 2001 og var í lok ársins orðið 26,7% hærra en á miðju ári 2000. Bæði miklar launahækkningar og lækkun gengis krónunnar eiga sér hins vegar rætur í þeirri ofpenslu og

Því ytra ójafnvægi sem gróf um sig í Þjóðarþúinu á árunum 1998-2000. Munurinn á verðbólgu á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum jókst eins og nærri má geta. Í helstu viðskiptalöndum Íslands minnkaði verðbólga að meðaltali úr 2,7% í júní 2001 í 1,8% í desember sl. Á EES-svæðinu var meðalverðbólga 2% í desember sl. miðað við tólf mánaða hækkun samræmdrar vísitölu neysluverðs á EES-svæðinu. Á Íslandi hafði samræmda vísitalan hækkað um 9,1% í desember og hafði 12 mánaða hækkun hennar verið meiri en 8% frá því í ágúst sl. Meginástæða þess að samræmda vísitalan sýnir nú meiri verðbólgu en vísitala neysluverðs er að með ólíkum hætti er farið með húsnæðiskostnað í vísitölunum.

Hækkun vísitölu neysluverðs á liðnum ársfjórðungi varð því meiri en Seðlabankinn spáði í nóvember
Seðlabankinn spáði því í nóvember sl. að vísitala neysluverðs yrði 8,1% hærri að meðaltali á 4. árs-

fjórðungi 2001 en á 4. ársfjórðungi 2000. Raunin varð 8,5%. Spáskekkjan var því 0,4% sem er innan tölfræðilegra skekkjumarka. Bankinn spáði því einnig á sama tíma að hækkun vísitölu neysluverðs yfir árið 2001 yrði 8,5%. Raunin varð 9,4%, eins og fram er komið. Mikil hækkun vísitölu neysluverðs í byrjun janúar, um samtals 0,9%, á stóran þátt í þessu fráviki. Hækkunin í janúar var mun meiri en þeir sem opinberlega spá mánaðarlegum hækkunum vísitölu neysluverðs höfðu reiknað með. Að meðaltali höfðu þeir spáð 0,3% hækkun. Að hluta til skýrist frávikið af óvæntum hækkunum á grænmeti og ávöxtum vegna slæms tíðarfars í Evrópu (0,2% hækkun vísitölu) og meiri áhrifum opinberra hækkana en margir virðast hafa reiknað með.

Spáskekkjan er mun meiri og umfram skekkjumörk ef miðað er við verðbólguþá Seðlabankans í janúarmánuði sl. árs, en þá spáði bankinn 4,6% verðbólgu innan ársins 2001, eða u.þ.b. helmingi

Rammi 1 Spáskekkjur í verðbólguþá Seðlabanka Íslands og annarra

Í *Peningamáli* 2001/1 var samantekt á skekkjum í verðbólguþá Seðlabanka Íslands og annarra sem spá fyrir um verðbólgu hér á landi. Skekkjurnar hafa nú verið metnar á ný. Mikilvægt er fyrir Seðlabankann að fylgjast með skekkjum í verðbólguþá sínum enda eru verðbólguþá orðnar einn af mikilvægustu þáttum í starfsemi bankans eftir að peningastefnunni var breytt á síðasta ári. Ásamt annarri greiningu á efnahagslífi gegna spánnar lykilhlutverki við ákvarðanir bankastjórnar í peningamáli. Hér á eftir fer mat og samanburður á árs- og ársfjórðungsspám Seðlabankans og sambærilegum þáá annarra.

Við mat á verðbólguþá er horft á meðalskekkju (bjögun) og staðalfrávik spáskekkju. Meðalskekkja sýnir meðalfrávik spánna frá eiginlegri verðbólgu og þar með hvort verðbólgu hefur kerfisbundið verið of- eða vanspáð. Staðalfrávik er mælikvarði á hversu langt spágildið er frá réttu gildi að meðaltali.

Í töflu 1 er birt yfirlit yfir ársspár Seðlabankans og annarra aðila og eiginlega verðbólgu árunna 1994-2001. Að jafnaði er miðað við spár sem birtar voru sem næst ársbyrjun viðkomandi árs og í flestum tilfellum eftir að vísitala neysluverðs fyrir janúar hafði verið birt. Miðað er við breytingu vísitölu neysluverðs milli

ársmeðaltala. Til og með 1998 var tilhneiging til þess að ofspá verðbólgu en hún snerist við á seinni hluta tímabilsins þegar allir spáðu minni verðbólgu á árunum 1999 og 2001. Spár fyrir 2000 voru í takti við endanlega verðbólgu á árinu. Til síðasta árs höfðu ársspár Seðlabankans bæði lægsta staðalfrávik og minnstu skekkjuna en eftir stórt frávik á síðasta ári eru spár Þjóðhagsstofnunar með lægsta staðalfrávik og en tölugildi skekkjunnar er u.þ.b. það sama hjá öllum. Yfir allt tímabilið er staðalfrávik í ársspám Seðlabankans 1,1%, 0,9% hjá Þjóðhagsstofnun og 1,4% hjá Ráðgjöf og efnahagsspám. Meðalskekkja Seðlabankans er -0,2%, 0,1% hjá Þjóðhagsstofnun og -0,1% hjá Ráðgjöf og efnahagsspám. Hjá Íslandsbanka voru aðeins þrjár ársspár og því hæpið að draga ályktanir af því. Aðrir birtu enn færri spár.

Tafla 2 sýnir samanburð á ársfjórðungsspám Seðlabankans og Ráðgjafar og efnahagsspáa. Íslandsbanki var með í þessum samanburði fyrir ári en hefur ekki birt ársfjórðungsspár um tíma og er því sleppt nú. Aðrir hafa ekki birt ársfjórðungsspár svo vitað sé. Hér er borið saman tímabilið frá 1995 til 2001 þar sem litið er á mislöng tímabil, en spár frá Ráðgjöf og efnahagsspám ná ekki lengra aftur. Ráðgjöf og efnahagsspár

Ársspár Seðlabanka Íslands og annarra 1994-2001¹

| % | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Seðlabanki Íslands | 1,4 | 2,5 | 2,4 | 2,1 | 2,6 | 1,9 | 5,0 | 4,3 |
| Þjóðhagsstofnun | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,7 | 2,5 | 3,9 | 5,8 |
| Ráðgjöf og efnahagsspár | 1,3 | 3,0 | 2,9 | 2,3 | 3,2 | 2,3 | 5,0 | 3,7 |
| Íslandsbanki hf. ² | . | . | . | . | . | 1,7 | 4,9 | 4,4 |
| Landsbanki Íslands hf. | . | . | . | . | . | . | . | 3,5 |
| Kaupþing hf. | . | . | . | . | . | . | . | 3,6 |
| Verðbólga tímabilsins | 1,5 | 1,7 | 2,3 | 1,8 | 1,7 | 3,4 | 5,0 | 6,7 |

1. Breytingar milli ársmeðaltala í vísitölu neysluverðs. Notaðar eru spár sem gerðar eru sem næst áramótum hvers árs.

2. Notaðar eru spár FBA fyrir sameiningu Íslandsbanka og FBA nema hvað ársspá ársins 1999 er frá Íslandsbanka.

birta ekki ársfjórðungsspá heldur mánaðarleg gildi sem eru umreiknuð yfir í ársfjórðungsspá. Á fyrri hluta tímabilsins ofspáði Ráðgjöf og efnahagsspár verðbólgu að meðaltali, eða um 0,26% á árunum 1995-2000 en vanspáðu verðbólgu um 0,05% á árunum 1999-2001. Síðasta ár er það eina frá því 1995 sem Ráðgjöf og efnahagsspár hafa vanspáð verðbólgu einn ársfjórðung fram í tímann eða að meðaltali um 0,4% sem dreifist nokkuð jafnt yfir árið. Á meginhluta tímabilsins var meðalskekkjan í spám Seðlabankans mun minni eða 0,06% á árunum 1995-2000 en -0,11% á árunum 1999-2001. Seðlabankinn vanspáði einnig verðbólgu einn ársfjórðung fram í tímann á síðasta ári, eða um 0,3% að meðaltali sem er þó heldur minni skekkja en hjá Ráðgjöf og efnahagsspám. Þar munar mest um 1% vanspá á öðrum ársfjórðungi þegar vísitala neysluverðs hækkaði um 3,5% á milli ársfjórðunga. Meðalskekkja hinna þriggja ársfjórðunganna var

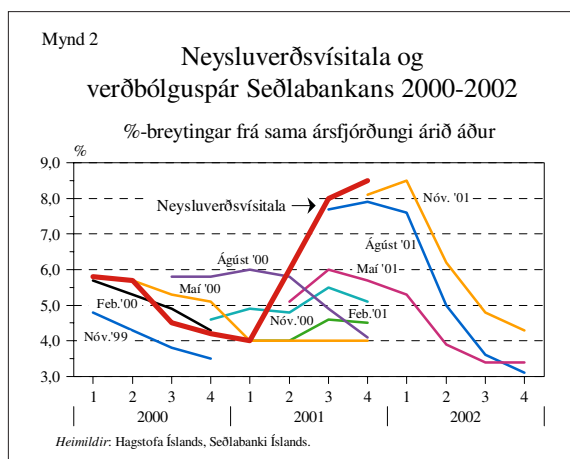
ásættanleg eða um 0,1% vanspá. Staðalfrávik í spám frá Ráðgjöf og efnahagsspám er heldur hærra en staðalfrávik í spám frá Seðlabankanum sé litið yfir allt tímabilið, þótt ekki muni þar miklu. Á seinni hluta tímabilsins þ.e. á árunum 1999-2001 er þó staðalfrávik í spám frá Ráðgjöf og efnahagsspám 0,41% sem er lægra en 0,53% hjá Seðlabankanum á sama tímabili.

Að síðustu voru spár Seðlabankans fjóra ársfjórðunga fram í tímann skoðaðar. Gögnin ná yfir tímabilið 1998:1-2001:4, þó með þeim undantekningum að spár sem ná til fyrri tveggja ársfjórðunga árunum 1999 og 2000 eru ekki til þar sem spár fjóra ársfjórðunga fram í tímann voru ekki birtar fyrir þessa ársfjórðunga. Mælingarnar eru því tólf, meðalskekkja er -0,6% og staðalfrávik 1,9%. Hér munar miklu um spá sem gerð var í janúar 2001 fjóra ársfjórðunga fram í tímann en hún var fyrir utan 90% öryggisbil spárinnar. Sé þessari spá sleppt er meðalskekkja -0,3% og staðalfrávik 1,6%. Ef verðbólguáhrif sem birt er nú gengur eftir eða verður of lág, þá mun spá sem nær fjóra ársfjórðunga fram í tímann til fyrsta fjórðungs þessa árs einnig vera fyrir utan 90% öryggisbil. Helsta ástæða þess að spáskekkjur stækkuðu á síðasta ári er sú að í forsendum spánna er jafnan gert ráð fyrir óbreyttu gengi krónunnar út spátímabilið. Á síðasta ári lækkaði gengi krónunnar um tæp 15% yfir árið. Samkvæmt rannsóknnum um áhrif gengis á verðlag, hækkar verðlag til langs tíma um 0,4%, að óbreyttum launum, þegar gengi lækkar varanlega um 1%. Verði ofangreind gengislækkun varanleg ætti hún því að öllu öðru óbreyttu að valda tæplega 6% hækkun verðlags til lengri tíma litið.

Samanburður á ársfjórðungsspám

| % | Staðalfrávik | Meðalskekkja |
|--------------------------------|--------------|--------------|
| <i>Seðlabanki Íslands</i> | | |
| 1995:1-2001:4 | 0,44 | 0,00 |
| 1995:1-2000:4 | 0,42 | 0,06 |
| 1999:1-2001:4 | 0,53 | -0,11 |
| <i>Ráðgjöf og efnahagsspár</i> | | |
| 1995:1-2001:4 | 0,45 | 0,16 |
| 1995:1-2000:4 | 0,45 | 0,26 |
| 1999:1-2001:4 | 0,41 | -0,05 |

minni en raun varð á. Skekkjuna má fyrst og fremst rekja til þess að spár bankana hafa ætíð gert ráð fyrir óbreyttu gengi krónunnar frá spádegi. Gengi krónunnar sem spá Seðlabankans í upphafi síðasta árs miðaði við var tæplega 15% hærra en í þeirri verðbólguþá sem hér birtist. Svipað má segja um spár flestra annarra. Fjallað er um skekkjur í verðbólguþám í rammagrein 1.



Hækkun innflutningsverðs veigamesti þátturinn í hækkun neysluverðs en þjónusta á almennum markaði vegur enn þungt

Verðbólgan er ekki aðeins til muna meiri en í upphafi þessa verðbólguþá, heldur hefur samsetning hennar gjörbreytt. Í upphafi voru tvær mikilvægustu uppsprettur verðbólgunnar hækkun bensínverðs á erlendum mörkuðum og spennan á fasteignamarkaði sem leiddi til hækkunar húsnæðisverðs. Á sl. ári hélt verðþróun þessara tveggja þátta aftur af verðbólgu, en samspil gengislækkunar krónunnar og innlendar launþróunar leiddi til mun víðtækari verðbólgu en áður. Ætli má að verðbólgan eins og hún var samsett á sl. ári hafi snert kaupmátt almenns launafólks mun meira en áður. Verðhækkun húsnæðis snertir fyrst og fremst þá sem eru að kaupa húsnæði í fyrsta skipti eða stækka við sig en felur einkum í sér aukið verðmæti eigna fyrir aðra, þótt fórnarkostnaður þess að búa í eigin húsnæði hafi hækkað. Verðhækkun matvöru, sem var sá þáttur vísitölunnar sem hækkaði mest á sl. ári, og þjónusta, sem vegur þungt í vísitölunni, snertir hins vegar alla. Hækkun á verði innfluttrar vöru stóð að baki rúmlega ¼ af hækkun vísitölunnar undanfarna 3 mánuði og skýrir tæplega

helming hækkunar vísitölunnar undanfarna 12 mánuði, þrátt fyrir að bensínverð hafi lækkað um 7½% undanfarna 3 mánuði og sé nú svipað og fyrir ári. Aðrar innfluttar vörur en matvörur, svo sem bílar, áfengi og tóbak, hækkuðu mikið á árinu eða nokkurn veginn í takt við gengislækkun krónunnar.

Verð þjónustu á markaði hækkaði áfram á fjórða ársfjórðungi, eða um 1,9% frá október til janúar. Tólf mánaða verðhækkun þjónustu jókst úr 8,8% í 9,6% á sama tímabili. Þjónusta á markaði vegur um 20% í vísitölu neysluverðs og verðhækkun hennar skýrir u.þ.b. fimmting af hækkun vísitölu neysluverðs yfir árið 2001. Opinber þjónusta hækkar allajafna mest á milli desember og janúar og hækkaði nú um 1,7%. Undanfarna tólf mánuði hækkaði verð opinberrar þjónustu um 6,6% sem er minna en hækkun neysluverðs í heild.

Tafla 1 Framlag undirliða til hækkunar vísitölu neysluverðs 2000-2001

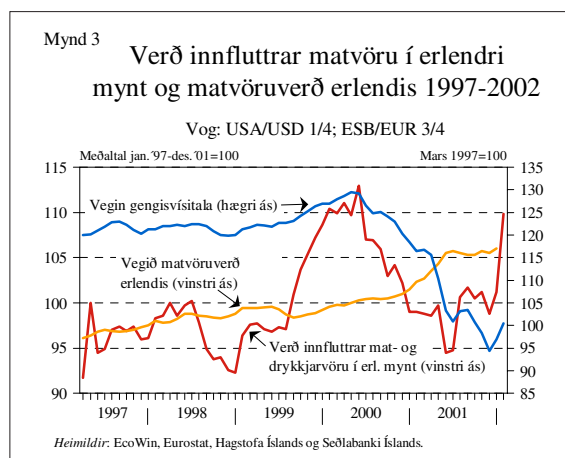
| Allar tölur eru í % | Vísitölubreyting (á ársgrundvelli) síðastliðna | | Hlutfallslegt framlag til hækkunar vísitölu | |
|---|--|-------|---|-------|
| | 3 m. | 12 m. | 2000 | 2001 |
| (1) Búvörur án grænmetis | 5,8 | 6,3 | 6,2 | 4,4 |
| (2) Grænmeti | 18,8 | 14,9 | 0,1 | 1,5 |
| (3) Aðrar innlendar mat- og drykkjarvörur | 14,5 | 14,6 | 3,0 | 10,2 |
| (4) Aðrar innlendar vörur | 10,5 | 8,1 | 4,6 | 4,1 |
| (5) Innfluttar mat- og drykkjarvörur | 28,9 | 27,7 | -0,7 | 9,4 |
| (6) Nýr bíll og varahlutir | 18,4 | 14,8 | 2,1 | 14,7 |
| (7) Bensín | -26,7 | 0,5 | 6,8 | 0,2 |
| (8) Aðrar innfluttar vörur | 2,8 | 8,7 | -3,3 | 13,5 |
| (9) Áfengi og tóbak | 12,9 | 13,0 | 2,9 | 4,5 |
| (10) Húsnæði | 6,1 | 6,4 | 35,3 | 9,0 |
| (11) Opinber þjónusta | 6,6 | 6,4 | 7,6 | 8,2 |
| (12) Önnur þjónusta | 7,6 | 9,6 | 35,4 | 20,3 |
| <i>Samtals</i> | 7,2 | 9,4 | 100,0 | 100,0 |
| Innlendar vörur (1-4) | 10,7 | 10,0 | 14,0 | 20,2 |
| Búvörur og grænmeti (1-2)..... | 7,3 | 7,3 | 6,3 | 5,9 |
| Innlendar vörur án búvöru og grænmetis (3-4) | 12,8 | 11,8 | 7,7 | 14,3 |
| Matvörur alls (1,2,3,5) | 13,8 | 13,7 | 8,6 | 25,4 |
| Innfluttar vörur alls (5-9) | 5,7 | 11,3 | 7,8 | 42,3 |

Matvörur hafa hækkað mikið að undanfögnu

Á síðasta ársfjórðungi hækkuðu innfluttar matvörur mest af einstökum undirliðum vísitölu neysluverðs, eða um 6,5% (28,9% á ársgrunni) frá október og 27,7% milli janúarmánaða 2001 og 2002. Stóran hluta verðhækkunar á innfluttum mat- og drykkjarvörum má rekja til gengislækkunar krónunnar. Verðhækkun innfluttrar matvöru milli janúarmánaða 2001 og 2002 var 5%-6% umfram verðhækkun erlendra gjaldmiðla, ef miðað er við meðalgengi desembermánaða árána 2000 og 2001, en ætla má að það sé lágmarkstöf á gengisáhrifum í matvöru. Þessi tala samsvarar nokkurn veginn hækkun matvöruverðs í evruríkjunum undanfarna mánuði, en þar kann reyndar hækkun á verði kjötmetis, að eiga hlut að máli, en það vegur líklega minna í innfluttum matvörum hér á landi en í neyslu í Evrópu. Meðalgengi krónunnar í janúar 2002 var hins vegar tæplega 3% hærra en í desember. Því má ætla að nokkuð dragi úr verðhækkun innfluttrar matvöru á næstunni, og jafnvel má vænta lækkunar. Innlendar matvörur aðrar en búvörur og grænmeti hækkuðu einnig verulega í verði síðastliðna mánuði. Í janúar höfðu þær hækkað um 3,4% frá október og 14,6% frá janúar í fyrra. Samanlagt má rekja u.þ.b. fjórðung hækkunar vísitölu neysluverðs á árinu 2001 til verðhækkunar á mat- og drykkjarvörum, samanborið við tæplega 10% á árinu 2000.

Í ljósi nýlegrar umræðu um þátt verðs innfluttrar matvöru í verðlagsþróuninni að undanfögnu er athyglisvert að skoða breytingar þess yfir lengra tímabil og bera saman við breytingar á matvöruverði erlendis. Mynd 3 sýnir vísitölu matvöruverðs í helstu upprunalöndum innflutnings og hins vegar vísitölu innflutts matvöruverðs í vísitölu neysluverðs, hvort tveggja reiknað í erlendri mynt. Matvöruverð til neytenda í helstu innflutningslöndum er vegið saman eftir vægi landanna í innflutningi matvöru til heimilisnota á árinu 2000. ESB vegur $\frac{3}{4}$ og Bandaríkin $\frac{1}{4}$.² Sömu vogir eru notaðar til að umreikna

2. Matvöruverð á ESB er nánar tiltekið undirvísitala fyrir mat- og drykkjarvörur í samræmdri vísitölu neysluverðs (HICP) á Evrópska efnahagssvæðinu. Matvöruverð í Bandaríkjunum er undirvísitala fyrir matvörur í vísitölu neysluverðs. Þróun þessara tveggja erlendu vísitalna er svipuð yfir þetta tímabil. Vogin milli Bandaríkjanna og Evrópu er fengin úr tölum um innflutning frá Hagstofu Íslands og er gróft vægi á unnum og óunnum mat- og drykkjarvörum, einkum til heimilisnota á árinu 2000.



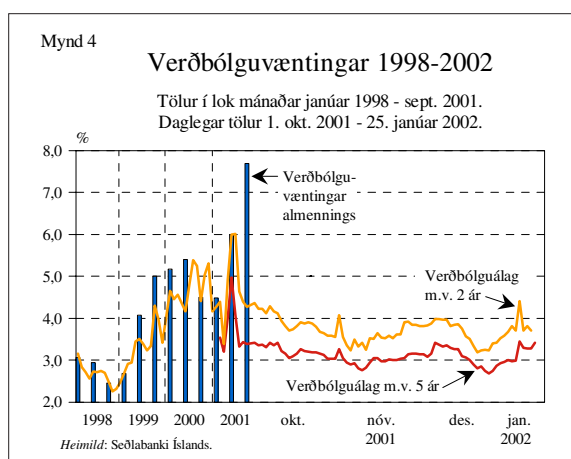
breytingar á verðlagi innfluttrar matvöru í vísitölu neysluverðs yfir í erlenda mynt.

Myndin bendir til þess að leitni í erlendu verði og verði innfluttrar matvöru í erlendri mynt sé mjög svipuð og er það staðfest með tölfræðiprófum. Því er ekki að sjá, ef litið er yfir tímabilið í heild, að verðlagning innfluttrar matvöru hafi þróast óeðlilega. Verð innfluttra matvörunnar, reiknað í erlendum gjaldmiðlum, sveiflast hins vegar mun meira en verðið erlendis. Þessar sveiflur tengjast að verulegu leyti tímátöfum í áhrifum gengisbreytinga á verð í íslenskum krónum. Þegar gengi krónunnar hækkaði á árinu 1999 og framundir vor árið 2000 fylgdi krónuverðið ekki eftir og verð til neytenda reiknað í erlendri mynt hækkaði. Þessi þróun snerist við þegar gengi krónunnar tók að lækka. Þá fylgdi hækkun innlendar matvöru í krónum ekki fyllilega eftir gengishækkun erlendra gjaldmiðla. Upp úr miðju ári í fyrra tók hins vegar verð mælt í erlendum gjaldmiðlum að hækka á sama tíma og gengi krónunnar hélt áfram að lækka, þ.e.a.s. verð í krónum hækkaði meira en sem nam gengishækkun erlendra gjaldmiðla. Ætla má að tæfin gengisáhrif hafi þá komið hraðar fram, e.t.v. sakir þess að gengislækkunin hafi þá verið talin varanlegri en áður og svigrúm heild- og smásala til að taka á sig gengistap verið orðið lítið. Mikil hækkun varð á verði innfluttrar matvöru í janúar, sem ætla má að stafi af töfðum gengisáhrifum. Á sama tíma og þessi töfðu áhrif birtust í hækkun verðlags olli hækkun á gengi krónunnar undir lok ársins því að verðlag mælt í erlendum gjaldmiðlum hækkaði enn meira. Hækkunin ætti hins vegar að ganga til baka, ef gengi krónunnar veikist ekki frá því sem nú er, og

hefur e.t.v. gert það að einhverju leyti nú þegar, því hlutfall erlends og innlends verðlags virðist leita jafnvægis þótt með nokkurri töf sé. Gerist það ekki má halda því fram með sterkum rökum að verð innfluttrar matvöru sé orðið óeðlilega hátt miðað við erlent verðlag og gengi.

Sveiflur í verðbólguvæntingum

Verðbólguálag ríkisskuldabréfa hefur sveiflast töluvert frá byrjun nóvember sl., þegar *Peningamál* voru síðast gefin út. Í byrjun nóvember var verðbólguálag ríkisskuldabréfa með um tveggja ára líftíma 3,6% og 3% á bréfum með um 5 ára líftíma. Í nóvember og byrjun desember hækkaði verðbólguálag ríkisskuldabréfa nokkuð. Samkomulag aðila á vinnumarkaði um endurskoðun kjarasamninga á árinu 2002 sem undirritað var 13. desember dró hins vegar verulega úr óvissu í launa- og verðlagsmálum sem skilaði sér í lægri verðbólguvæntingum. Frá 10. desember, þegar fréttir höfðu borist af væntanlegu samkomulagi, og til ársloka minnkaði verðbólguálag ríkisskuldabréfa með u.þ.b. tveggja ára líftíma úr tæplega 4,0% í 3,2% og úr 3,4% í 2,7% á bréfum með u.þ.b. fimm ára líftíma, eða um 0,7 prósentustig í hvoru tilviki. Í janúar jókst svo verðbólguálag ríkisskuldabréfa og náði hámarki 14. janúar þegar vísitala neysluverðs fyrir janúar var birt en hækkun hennar milli mánaða var langt umfram væntingar markaðsaðila. Síðan þá hefur verðbólguálag lækkað aftur og var 25. janúar 3,2% og 3,0% á bréfum með tveggja og fimm ára líftíma.



Launahækkunar umfram kjarasamninga stærstu launþegahópa

Launavísitala Hagstofu Íslands hækkaði um rúmt 1% milli 3. og 4. fjórðunga ársins 2001. Nær tvo þriðju hluta þessarar hækkunar má rekja til launahækkana í opinbera geiranum og hjá bankamönnum og þriðjung til launahækkana í einkageiranum að bankakerfi undanskildu. Hækkunar í opinbera geiranum má að mestu rekja til kjarasamninga við nokkra smærri launþegahópa hjá hinu opinbera. Í einkageiranum er að mestu eða öllu leyti um launaskrið að ræða, þ.e.a.s. hækkunar umfram ákvæði kjarasamninga stærstu launþegahópa. Milli 4. ársfjórðunga árána 2000 og 2001 mældist launaskriðið 3,4%.

Kaupmáttur launa á vinnumarkaðnum í heild jókst um 0,8% á milli 4. ársfjórðunga árána 2000 og 2001. Þar af jókst kaupmáttur hjá opinberum starfsmönnum og bankamönnum um 3,5% en kaupmáttur á almenna vinnumarkaðnum minnkaði um 1,1%.

Að óbreyttu gengi hafa verðbólguhorfur 2003 versnað

Gengi krónunnar þann 21. janúar var 3,3% hærra en þegar síðasta verðbólguþá bankans var gerð í október síðastliðnum. Jafnframt hafa komið fram sterkari vísendingar um slökun spennu í þjóðarbúskapnum. Verðbólga er hins vegar enn mikil og óvissa ríkir um framhaldið. Í eftirfarandi spá er gert ráð fyrir að verðbólgan hjaðni hratt á næstu mánuðum og verði nokkru minni yfir árið 2002 en áður var spáð. Spáin felur í sér að í maí gæti vísitala neysluverðs orðið eitthvað fyrir ofan verðlagsmarkmið samkomulags aðila almenna vinnumarkaðarins þótt frávikið verði að líkindum lítið. Það þýðir ekki að útilokað sé að markmiðið náist heldur að eitthvað þarf að koma til umfram þær forsendur sem spáin byggist á, t.d. hækkun á gengi krónunnar á næstunni, sem forsendur virðast til, og/eða marktæk áhrif sér-tækra aðgerða til að halda niðri verðlagi. Slíkar aðgerðir geta stuðlað að lægra verðlagi um hríð eða flýtt áhrifum hærra gengis. Þær hafa hins vegar ekki umtalsverð áhrif á verðbólgu til lengri tíma nema að svo miklu leyti sem þær verða til að tryggja að launalið kjarasamninga verði ekki sagt upp.

Spáin bendir til þess að lengri tíma taki að ná verðbólguþámiðinu en hingað til hefur verið gert ráð fyrir í spám bankans. Markmiðið um 2½% verðbólgu fyrir árslok 2003 mun t.d. ekki nást að gefnum

Tafla 2 Verðbólguþá Seðlabanka Íslands

| <i>Ársfjórðungsbreytingar</i> | | | |
|-------------------------------|--|--|---|
| | <i>Breyting frá fyrri ársfjórðungi (%)</i> | <i>Ársfjórðungs-breyting á ársgrundvelli (%)</i> | <i>Breyting frá sama ársfjórðungi árið áður (%)</i> |
| 2001:1 | 0,9 | 3,4 | 4,0 |
| 2001:2 | 3,5 | 14,5 | 6,0 |
| 2001:3 | 2,3 | 9,7 | 8,0 |
| 2001:4 | 1,6 | 6,6 | 8,5 |
| 2002:1 | 1,3 | 5,2 | 9,0 |
| 2002:2 | 1,0 | 3,9 | 6,3 |
| 2002:3 | 0,9 | 3,5 | 4,8 |
| 2002:4 | 0,6 | 2,5 | 3,8 |
| 2003:1 | 0,6 | 2,5 | 3,1 |
| 2003:2 | 0,9 | 3,8 | 3,1 |
| 2003:3 | 0,9 | 3,6 | 3,1 |
| 2003:4 | 0,6 | 2,4 | 3,1 |
| 2004:1 | 0,5 | 2,1 | 3,0 |

Tölurnar sýna breytingar milli ársfjórðungslegra meðaltala vísitölu neysluverðs

| <i>Ár</i> | <i>Ársbreytingar (%)</i> | |
|-----------|--------------------------|------------------|
| | <i>Milli ára</i> | <i>Yfir árið</i> |
| 1999 | 3,4 | 5,8 |
| 2000 | 5,0 | 3,5 |
| 2001 | 6,7 | 9,4 |
| 2002 | 5,9 | 3,0 |
| 2003 | 3,1 | 3,0 |

Skyggt svæði sýnir spá.

þeim forsendum sem spáin byggir á. Verðbólgan verður hins vegar líklega komin inn fyrir efri þolmörk verðbólguþá Seðlabanka Íslands í lok þessa árs en um síðustu áramót lækkuðu þau samkvæmt yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans frá 27. mars 2001 í 4½%. Verðbólga verður síðan innan þolmarka á árinu 2003. Breytist forsendur ekki verðbólguþá Seðlabankans í hag á næstunni, með hærri gengi eða enn meiri slökun spennu en nú er reiknað með, gæti þurft meira aðhald í peningamálum síðar til að tryggja framgang verðbólguþá Seðlabankans. Ætla má að 3% gengishækkun krónunnar fram til vors geri kleift að ná 2,5% verðbólguþá Seðlabankans snemma árs 2003.

Verðbólguhorfur á þessu ári hafa batnað en versnað fyrir næsta ár

Í nóvember sl. spáði Seðlabankinn 4,1% verðbólgu yfir árið 2002. Nú eru horfur á að verðbólgan geti orðið nokkru minni, eða 3%. Það er svipuð verðbólga og bankinn spáði í júlí sl. Meginástæða þessarar breytingar er að á spádegi 21. janúar sl. var gengi krónunnar 3,3% hærra en í forsendum spárinnar sem birt var í byrjun nóvember sl. Að auki er nú reiknað með minni hækkun innflutningsverðlags í erlendri mynt árið 2002, sem rekja má til þess að alþjóðastofnanir spá verðhjöðnun í alþjóðaviðskiptum.

Verðbólguhorfur á næsta ári hafa aftur á móti versnað nokkuð. Spáð er 3% verðbólgu yfir árið 2003, en í nóvember sl. var spáð 2,3% verðbólgu. Ástæðurnar eru einkum tvær: Í fyrsta lagi gera spár á alþjóðavettvangi ráð fyrir að verðlag í alþjóðaviðskiptum muni hækka töluvert á ný á því ári, samfara því að heimsbúskapurinn réttir úr kútnum. Í öðru lagi var í samkomulagi aðila almenna vinnumarkaðarins samið um frekari hækkun launakostnaðar á þessu og næsta ári (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 2). Bankinn birtir nú í fyrsta skipti spá fyrir fyrsta ársfjórðung ársins 2004 en í samræmi við yfirlýsingu bankans og ríkisstjórnar frá 27. mars sl. birtir bankinn spá tvö ár fram í tímann. Spátímabilið mun því lengjast um einn ársfjórðung hér eftir.

Eins og sjá má í töflu 3 vikur spá Seðlabankans ekki verulega frá spám annarra stofnana og markaðsaðila. Bankinn spáir aðeins meiri verðbólgu milli ársmeðaltala 2001 og 2002 en aðeins minni verðbólgu yfir árið. Þessu er öfugt farið hvað áhræfir árið 2003. Munurinn er varla tölfræðilega marktækur og skýrist aðallega af mismunandi forsendum um þróun innflutningsverðs og af mismunandi gengi sem miðað er við í spánum.

Tafla 3 Verðbólguþá annarra en Seðlabanka Íslands

| | <i>2002</i> | | <i>2003</i> | |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | <i>Milli ára</i> | <i>Yfir árið</i> | <i>Milli ára</i> | <i>Yfir árið</i> |
| Meðalspá..... | 5,7 | 3,9 | 3,4 | 2,5 |
| Hæsta gildi..... | 6,1 | 4,9 | . | . |
| Lægsta gildi..... | 5,4 | 3,5 | . | . |

Þeir sem gefa út opinbera verðbólguþá eru Íslandsbanki hf., Landsbanki Íslands hf., Ráðgjöf og efnahagsspár og Þjóðhagsstofnun. Spáin fyrir árið 2003 er einungis frá Íslandsbanka hf. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Spá bankans er einnig hægt að bera saman við mælikvarða á verðbólguálag vaxta sem lesa má úr vaxtamun óverðtryggðra ríkisverðbréfa og sambærilegra verðtryggðra bréfa. Þann 25. janúar sl. reyndist álagið 3,2% á bréfum með 2ja ára líftíma, sem er nokkru lægra en þegar umgjörð peningastefnunnar var breytt 27. mars sl. en nánast óbreytt frá síðustu verðbólguþá bankans í október sl. Verðbólguvæntingar markaðsaðila nálgast því verðbólguþámið Seðlabankans, þó að enn séu þær nokkuð fyrir ofan það (að teknu tilliti til áhættuálags óverðtryggðra verðbréfa). Samkvæmt þessu gera markaðsaðilar ráð fyrir að verðbólga næstu tvö árin verði að meðaltali um 3,2% sem er í ágætu samræmi við verðbólguþá bankans.

Forsendur verðbólguþá

Í spánni er m.a. tekið mið af spá Þjóðhagsstofnunar frá desember sl., spám alþjóðastofnana um verðlagsþróun í alþjóðaviðskiptum, breytingum á framvirku olíuverði og ýmsum vísbendingum um stöðu og horfur á innlendum vinnumarkaði, þ.á m. samkomulagi aðila vinnumarkaðar um frestun endurskoðunar kjarasamninga þar til í maí næstkomandi. Í samkomulaginu fólust auknar lífeyrisskuldbindingar atvinnurekenda, sem metnar eru í spánni sem ígildi ½% launahækkunar í júlí næstkomandi, og 0,4% við-

bótarhækkun launa í janúar 2003 (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 2).

Spáin byggist á þeirri forsendu að ekki komi á þessu og næsta ári til launahækkana á almennum vinnumarkaði umfram það sem kveðið er á um í gildandi samningum. Í spánni er gert ráð fyrir að nokkuð hægi á launaskriði á næstunni, sem endurspeglar minnkandi spennu á vinnumarkaði. Á móti kemur að vöxtur framleiðni vinnuafis verður lítill á þessu ári. Alþjóðastofnanir gera ráð fyrir að verð iðnaðarvöru, olíu og annars hráefnis á alþjóðamörkuðum muni lækka á þessu ári. Í spánni er tekið mið af þessum horfum en jafnframt gert ráð fyrir meiri hækkun innflutningsverðlags en áður á næsta ári.

Venju samkvæmt er gengið út frá þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist óbreytt frá spádegi. Þegar spáin var gerð 21. janúar var vísitala gengisskráningar 139,8 stig. Það er sem fyrr segir 3,3% hærra gengi en í síðustu verðbólguþá, en þá var miðað við gengisvísitölu 144,4 stig. Forsendan felur í sér 2½% lækkun gengis krónunnar milli ársmeðaltala 2001 og 2002, en 1½% hækkun krónunnar yfir árið 2002 haldist gengi krónunnar óbreytt út árið frá spádegi. Eins og fjallað er um hér á eftir hafa forsendur fyrir herra gengi á næstu mánuðum styrkst nokkuð að undanförmu.

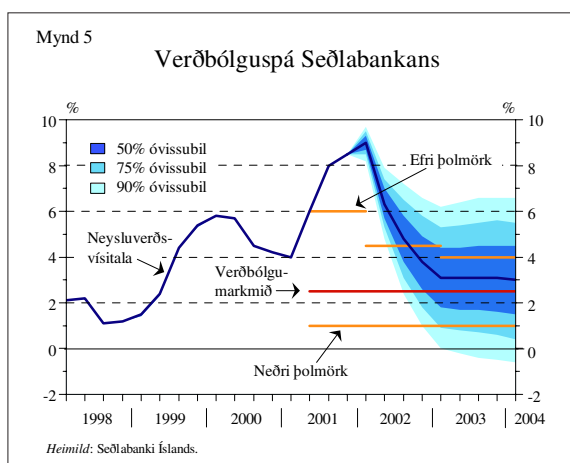
Í spánni er gert ráð fyrir að átak aðila almenna vinnumarkaðarins í verðlagsmálum hafi einhver áhrif til lækkunar á vísitölu neysluverðs í febrúar umfram það sem ella hefði orðið og að stjórnvöld dragi til baka eitthvað af opinberum verðhækkunum sem urðu í byrjun ársins. Í apríl er gert ráð fyrir 0,1% áhrifum til lækkunar vísitölu vegna breytinga á fyrirkomulagi innflutnings á grænmeti og ávöxtum, en til viðbótar koma 0,2% áhrif til lækkunar á vísitölunni í apríl og maí sem ganga til baka á síðustu mánuðum ársins. Stafar þetta af því að kerfisbreytingin mun væntanlega breyta árstíðarsveiflu í vísitölu neysluverðs. Í síðustu spám bankans hefur jafnframt verið gert ráð fyrir að húsnæðisverð lækki á þessu ári. Þetta hefur ekki gengið eftir og óljóst hvort svo verður, þótt sumir eignaflokkar hafi lækkað í verði. Verðhækkun húsnæðis á landsbyggðinni og fyrirkomulag mælinga á verði húsnæðis í vísitölunni kunna að skýra hvers vegna húsnæðisliður vísitölu neysluverðs hefur ekki lækkað. Í ljósi þróunarinnar er í þessari spá ekki reiknað með neinum sérstökum áhrifum vegna breytinga á húsnæðisverði.

Tafla 4 Helstu forsendur verðbólguþá

| Prósentubreytingar milli ársmeðaltala | 2001 | 2002 | 2003 |
|--|------|------|------|
| Samningsbundin laun | 5,4 | 4,0 | 3,6 |
| Launaskrið | 2,5 | 1,9 | 1,0 |
| Innlend framleiðni | 1,7 | 0,3 | 1,0 |
| Innflutningsgengisvísitala krónunnar | 20,2 | 2,6 | 0,0 |
| Innflutningsverð í erlendri mynt | 1,0 | 0,2 | 1,6 |
| Prósentubreytingar yfir árið | | | |
| Samningsbundin laun | 3,8 | 4,2 | 3,3 |
| Launaskrið | 3,0 | 1,0 | 1,0 |
| Innlend framleiðni | 0,0 | 0,5 | 1,5 |
| Innflutningsgengisvísitala krónunnar | 17,1 | -1,4 | 0,0 |
| Innflutningsverð í erlendri mynt | 0,5 | 0,0 | 3,0 |

Óvissa og áhættuþættir

Spá Seðlabankans er sem fyrr háð töluverðri óvissu og því varhugavert að leggja of mikið upp úr túlkun á ákveðnum gildum. Því er spáin sýnd ásamt mati á óvissubili hennar á mynd 5. Samkvæmt metinni óvissu spárinnar eru 90% líkur á að verðbólga verði innan alls skyggða svæðisins, 75% líkur á að hún verði innan tveggja dekkstu svæðanna og 50% líkur á að hún verði innan dekksta svæðisins. Óvissan verður því meiri sem spáð er til lengri tíma, sem endurspeglast í vikkun óvissubilsins.³



Óvissu um framgang spárinnar má í meginatriðum skipta í tvo hluta, óvissu að gefnum forsendum spárinnar og óvissu um sjálfar forsendurnar. Fyrirnefnda óvissan snýr m.a. að tengslum undirliggjandi þátta verðbólguferilsins og verðbólgunnar sjálfrar. Líkön sem taka í ríkari mæli tillit til langtímasambands verðlags og undirliggjandi þátta sem hafa áhrif á það, eins og launakostnaðar og gengis, og taka auk þess tillit til áhrifa framleiðsluspennu, benda til þess að hali verðbólguástandsins geti jafnvel orðið nokkru lengri en hér er gert ráð fyrir. Mikil óvissa ríkir hins vegar um stöðugleika undirliggjandi sambanda. Óvíst er t.d. að hve miklu leyti gengislækkun krónunnar muni koma fram í hækkun

3. Matið á óvissu í verðbólguþánni byggist í meginatriðum á sögulegum spáskekkjum bankans þar sem það á við og á einföldum framreikningi á spáóvissu fyrir þær tímalengdir sem bankinn hefur ekki áður spáð. Á sama hátt og spá um einstök gildi eru háðar óvissu er matið á spáóvissu það einnig. Því þarf að fara varlega í túlkun á matinu á spáóvissunni. Þessu mati er fremur ætlað að draga fram innbyggða óvissu spágerðarinnar en að vera nákvæmt mat á líkindadreifingu verðbólguþánnar.

verðlags og hve langan tíma það tekur áhrifin að koma fram. Reynsla landa sem tekið hafa upp fljótandi gengi bendir til þess að skammtímagengissveiflur komi hægar fram í verðlagi en áður.⁴ Því er hugsanlegt að skammvinnar gengissveiflur séu það lengi að koma fram í verðlagi að minni spennu og betra ytra jafnvægi í þjóðarbúskapnum og hækkun gengis síðar leiði til þess að verðbólguáhrif þeirra komi aldrei fram að fullu.

Af forsendum spárinnar ríkir mest óvissa um þróun gengis krónunnar og horfur á innlendum vinnumarkaði. Í kjölfar yfirlýsingar aðila almenna vinnumarkaðarins um frestun endurskoðunar kjarasamninga hækkaði gengi krónunnar og virðist gengisvísitalan hafa náð tímabundnu jafnvægi í kringum 140 stig. Horfur eru á nokkuð hraðri hjöðnun viðskiptahallans næstu misseri og að fjármögnun hans muni ganga greiðlega fyrir sig án atbeina ríkissjóðs eða Seðlabankans. Líkur á áframhaldandi styrkingu krónunnar hafa því vaxið. Seðlabankinn hefur áður látið í ljós þá skoðun að raungengi krónunnar muni hækka til lengri tíma litið. Betri horfur um fjármögnun viðskiptahallans auka líkur á því að hækkun raungengis verði með hækkun nafngengis fremur en verðbólgu.

Framvindan á innlendum vinnumarkaði mun hafa talsverð áhrif á þróun gengis krónunnar á næstunni. Frestun endurskoðunar kjarasamninga stuðlaði að hækkun gengisins með því að draga úr óvissu um efnahagshorfur, en mikil hækkun neysluverðsvísitalunnar í janúar dró úr líkum þess að verðlagsmarkmið samkomulagsins gengi eftir. Verði samningum sagt upp í maí og samið um meiri launahækkanir en gert er ráð fyrir í spá bankans er hætt við að gengi krónunnar lækki og verðbólga verði meiri en hér er spáð. Ólíklegt yrði þá að verðbólguáhrif Seðlabankans næðist innan ásættanlegs tíma nema bankinn yki aðhald peningastefnunnar, en það gæti leitt til meiri samdráttar og atvinnuleysis. Nokkur óvissa ríkir sem fyrr segir um þróun húsnæðisverðs. Lækkun húsnæðisverðs, sem bankinn hefur gert ráð fyrir í síðustu spám, gæti þrátt fyrir allt komið fram að endingu. Verðbólga yrði þá minni að öðru óbreyttu. Veruleg lækkun húsnæðisverðs gæti einnig haft

4. Sjá t.d. grein Þórarins G. Péturssonar, „Miðlunarferli peningastefnunnar“, *Peningamál*, 2001/4, bls. 59-74.

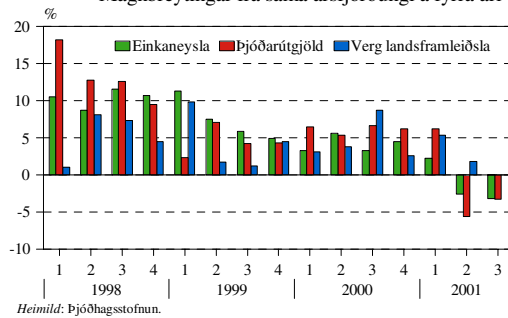
neikvæð eignáhrif og dregið úr heildareftirspurn og verðbólgu.

Á heildina litið eru að óbreyttum forsendum minni líkur en áður á að markmið um 2½% verðbólgu á árinu 2003 náist eins og þegar hefur verið nefnt. Samkvæmt spánni næst það ekki á núverandi spátímabili. Hugsanleg frekari styrking krónunnar og hraðari slökun spennu í hagkerfinu en hér er gert ráð fyrir gæti þó breytt því á næstunni. Gangi það ekki eftir gæti þurft meira aðhald í peningamálum en ella til að ná markmiðinu. Það þarf þó ekki endilega að gerast með hækkun stýrivaxta, heldur er mögulegt að slökun í peningamálum verði hægari en minnkandi framleiðsluspenna eða vaxandi slaki myndu að öðrum kosti gefa tilefni til. Þróun næstu vikna og mánaða mun skera úr um þetta. Hættan við of langan aðlögunarferil er að hann dragi úr trúverðugleika markmiðsins og verðbólga festist í sessi vegna tregðu í aðlögun verðbólguvæntinga að verðbólgu markmiði bankans. Hafa verður í huga að þótt jafnvægi í þjóðarbúskapnum stuðli að stöðugri verðbólgu getur verðbólgan verið mismikil. Leiti þjóðarbúskapurinn jafnvægis með tiltölulega mikla verðbólgu kann að verða sársaukafyllra að ná verðbólgu markmiði bankans. Því er mjög mikilvægt að stuðla áfram að trúverðugleika verðbólgu markmiðsins.

Mynd 6

Ársfjórðungslegar þjóðhagsstærðir 1998-2001

Magnbreytingar frá sama ársfjórðungi á fyrra ári



Hagvöxtur mældist enginn á þriðja fjórðungi 2001 en útflutningur tók kipp síðasta fjórðung ársins

Frá því að nóvemberhefti *Peningamála* kom út hefur Þjóðhagsstofnun gefið út tvær skýrslur sem sýna að töluverðar breytingar eru að eiga sér stað í íslenskum þjóðarbúskap, en staðfesta einnig í meginatriðum þá mynd sem þar var dregin upp af horfunum. Um er að ræða endurskoðaða þjóðhagsspá sem kom út í byrjun desember og ársfjórðungslega þjóðhagsreikninga til 3. ársfjórðungs 2001. Skýr merki eru um töluverðan samdrátt einkaneyslu og þjóðarútgjalda frá fyrra ári. Þjóðarútgjöld drógust saman um 3%, sem er

Rammi 2 Samningur Alþýðusambands Íslands og Samtaka atvinnulífsins um endurskoðun kjarasamninga á árinu 2002 og yfirlýsingar ríkisstjórnarinnar og Seðlabanka Íslands í desember 2001

Í síðustu kjarasamningum Flóabandalagsins, Starfsreinasambandsins og Samiðnar við Samtök atvinnulífsins er samhljóða ákvæði um samningsforsendur. Sérstök nefnd skyldi skipuð til að leggja mat á hvort forsendur hefðu staðist og skyldi mat hennar fara fram í febrúarmánuði árin 2001, 2002 og 2003. Flestir aðrir kjarasamningar eru með tilvísun í niðurstöður nefndarinnar. Á fyrrgreindum tímapunktum skyldi nefndin fjalla um hvort forsenda um minnkandi verðbólgu hafi staðist. Hefði hún brugðist væri launaliður kjarasamninganna uppsegjanlegur með þriggja mánaða fyrirvara. Verðbólga fór ört vaxandi á árinu 2001 og því benti flest til þess að forsenda um minnkandi verðbólgu myndi ekki standast í febrúar 2002. Mikil óvissa í

launa- og verðlagsmálum ríkti því á seinnihluta ársins 2001. Samkomulag náðist á milli ASÍ og SA þann 13. desember 2001 um að fresta tímasetningu mats á forsendum kjarasamninga frá febrúarmánuði 2002 til maímánaðar 2002. Um leið gaf ríkisstjórnin út yfirlýsingu og í kjölfarið einnig Seðlabanki Íslands.

Samningur ASÍ og Samtaka atvinnulífsins kvað auk þess á um eftirfarandi:

1. *Rautt strik*
Samningsaðilar eru sammála um að verði vísitala neysluverðs eigi hærri en 222,5 stig í maí 2002 teljist verðlagsforsenda kjarasamninga hafa staðist.

Standist þessi forsenda ekki eru launaliðir viðkomandi kjarasamninga uppsegjanlegir í maí með þriggja mánaða fyrirvara miðað við mánaðamót.

2. Viðbótarframlag í séreignarsjóð

Samkvæmt gildandi kjarasamningum er vinnuveitanda skylt frá 1. janúar 2002 að greiða 2% mótframlag í séreignarsjóð (eða eftir atvikum sameignarsjóð) gegn 2% viðbótarframlagi launamanns. Samkomulag er um breytingar á þessu ákvæði þannig að frá og með 1. júlí 2002 munu vinnuveitendur greiða 1% framlag í séreignarsjóð launamanns án framlags af hálfu launamanns. Áfram gildir reglan um 2% mótframlag gegn 2% viðbótarsparnaði launamanns og leiðir þessi viðbót ekki til hækkunar á því. Framangreind breyting gildir þó ekki í þeim tilvikum þar sem lög- og samningsbundin lífeyrisframlög vinnuveitanda eru samtals 7% eða hærri. Framlag þetta greiðist til séreignardeildar þess lífeyrissjóðs sem viðkomandi launamaður á aðild að, nema launamaður ákveði annað.

3. Almenn launahækkun 1. janúar 2003

Samkomulag er um að almenn launahækkun þann 1. janúar árið 2003 verði 0,40% hærri en ella.

Framangreindar viðbætur við kjarasamninga um viðbótarframlag í séreignarsjóði og almenna launahækkun 1. janúar 2003 eru háðar því að verðlagsviðmiðun samkvæmt 1. tl. hér að framan standist í maí 2002 og að ekki komi til uppsagnar launaliðar kjarasamninga. Verði launalið kjarasamninga sagt upp í maí 2002 koma viðbæturnar ekki til framkvæmda.

Á grundvelli þessa samkomulags ASÍ og SA úrskurðaði nefnd þessara samtaka um samningsforsendur að samkomulagið fæli í sér fullnaðarniðurstöðu mats á samningsforsendum á árinu 2002. Jafnframt gaf ríkisstjórnin út yfirlýsingu. Í henni kom m.a. fram að hún teldi mikilvægt að fylgja aðhaldssamri stefnu í ríkisfjármálum. Í fjárlögum ársins 2002 væri gert ráð fyrir sama afgangi og ákveðinn var í fjárlagafrumvarpinu þrátt fyrir að staða efnahagsmála hefði heldur færst til verri vegar. Einnig kom fram að stefnan í lánamálum ríkissjóðs myndi einkum taka mið af almennri þróun efnahagsmála og þar með taka tillit til markmiða samkomulags aðila vinnumarkaðarins og

stöðunnar á innlendum lánamarkaði. Í því efni yrði horft jafnt til áhrifa lánamála á gengi krónunnar og langtímaáhrifa á innlenda eftirspurn. Þá lýsti ríkisstjórnin yfir að hún myndi beita sér fyrir niðurfellingu eða mikilli lækkun á tollum á grænmeti og að tryggingargjald yrði lækkað á árinu 2003 úr 6% í 5,73%. Á haustþingi hafði hækkun þess úr 5,32% í 6% verið lögfest.

Seðlabanki Íslands gaf einnig út eftirfarandi yfirlýsingu af þessu tilefni:

Seðlabanki Íslands fagnar samkomulagi aðila vinnumarkaðarins um endurskoðun kjarasamninga á árinu 2002. Með því hefur dregið úr óvissu í launa- og verðlagsmálum. Bankinn telur jafnframt að forsendur fyrir hækkun á gengi krónunnar hafi styrkst og líkur aukist á að verðbólguþröskulmarkmið bankans náist.

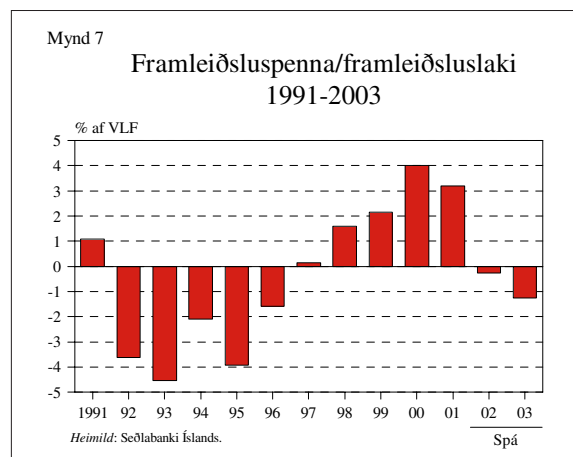
Vaxtabreytingar Seðlabankans hafa áhrif á verðbólgu með töf. Vaxtastefnan getur því úr þessu ekki haft afgerandi áhrif á hvort vísitala neysliverðs verður undir verðlagsviðmiðun aðila vinnumarkaðarins í maí nk. Viðmiðunin samrýmist hins vegar nokkurn veginn verðbólguþröskulmarkmið Seðlabankans frá því í byrjun nóvember síðastliðins. Hærra gengi og áhrif lægra grænmetisverðs á verðlag auka líkur á að verðlagsviðmiðunin náist.

Til lengri tíma ráðast verðlagshorfur af aðhaldi peningastefnunnar í samspieli við eftirspurn í þjóðarbúskapnum. Mikilvægt er að fjárlög voru samþykkt með sama afgangi og fjárlagafrumvarp gerði ráð fyrir þrátt fyrir verri horfur í efnahagsmálum. Afar brýnt er að framkvæmd fjárlaga gangi eftir. Seðlabankinn telur mikilvægt að lánamál ríkissjóðs á næsta ári stuðli við ríkjandi aðstæður að herra gengi krónunnar og verðbólguþröskulmarkmiði bankans. Til að svo geti orðið þarf að gæta jafnt að langtímaáhrifum lántöku ríkissjóðs á innlenda eftirspurn og verðbólgu sem og skammtímaáhrifum hennar á gengi krónunnar.

Nýgert samkomulag aðila vinnumarkaðarins stuðlar að því að sú hjöðnun verðbólgu sem spáð hefur verið á næsta ári gangi eftir. Í nóvember sl. spáði Seðlabankinn því að verðbólga yrði rúm 4% frá upphafi til loka næsta árs. Styrkist gengið á næstunni, eins og allar forsendur eru til, gæti verðbólga orðið minni. Gangi þessi þróun eftir mun hún að öðru óbreyttu skapa forsendur fyrir frekari lækkun vaxta.

svipaður samdráttur og Þjóðhagsstofnun spáir fyrir allt árið. Landsframleiðsla á 3. ársfjórðungi reyndist óbreytt frá fyrra ári. Vöxtur útflutnings um 3½% og samdráttur innflutnings um 4½% komu í veg fyrir samdrátt landsframleiðslu.

Haggögn sem bæst hafa við frá því skýrslur Þjóðhagsstofnunar birtust benda til þess að hagvöxtur á síðasta ári hafi verið eitthvað meiri en 2,2% eins og Þjóðhagsstofnun spáði í desember. Útflutningur tók töluverðan kipp í október og nóvember sem að mestu má rekja til mikils útflutnings sjávarafurða. Þá var heildarvelta mánaðanna janúar til október 2001 5% meiri að raungildi en á sama tíma árið 2000 þegar staðvirt er með vísitölu neysluverðs á innlenda liði en með gengi á útflutningsliði, bifreiðar og eldsneyti. Horfur eru einnig á að landsframleiðsla þessa árs dragist minna saman en ella í kjölfar ákvarðana um auknar aflaheimildir og öflugan útflutning að undanförmu, en í desember sl. spáði Þjóðhagsstofnun 1% samdrætti á árinu. Meðfylgjandi mynd sýnir mat Seðlabankans á framleiðsluspennu miðað við síðustu spá Þjóðhagsstofnunar. Samkvæmt henni mun spennan breytast í lítilsháttar slaka á þessu ári. Hafi hagvöxtur hins vegar verið meiri á síðasta ári og reynist samdrátturinn í ár einnig minni en í spá Þjóðhagsstofnunar er ekki víst að framleiðsluspenna verði slöknuð fyrir en vel er liðið á þetta ár.



Viðskiptahallinn minnkar hraðar en áður var reiknað með...

Lækkun á gengi krónunnar, hagstæðara olíuverð og hækkun á útflutningsverði sjávarafurða hefur skilað sér í umtalsverðri hjöðnun hallans á vöru- og þjón-

ustuviðskiptum, en á móti jók gengislækkunin lengst af hallann á jöfnuði þáttatekna. Vöruskiptahallinn fyrstu 11 mánuði ársins minnkaði um 22 ma.kr. eða 2/3 frá sama tímabili 2000. Ef tekið er tillit til gengisbreytinga minnkaði hallinn enn meira, eða hátt í ¼. Þjónustujöfnuður fyrstu 9 mánaða ársins fór úr 4,9 ma.kr. halla í 1,8 ma.kr. afgang, sem er breyting um 6,7 ma.kr.

Á 3. fjórðungi ársins mátti rekja stærstan hluta umskiptanna til minni vöruinnflutnings. Í október og nóvember átti mikill útflutningur sjávarafurða hins vegar stærstan þátt í því að samtals 4½ ma.kr. afgangur varð á vöruviðskiptajöfnuði þessa mánuði, samanborið við riflega 6 ma.kr. halla á sama tíma í fyrra. Útflutningur sjávarafurða í október og nóvember var tæplega 11 ma.kr. meiri en á sama tíma í fyrra og skýrir því umskiptin í vöruskiptajöfnuði að mestu leyti, en innflutningur dróst einnig saman.

Hallinn á jöfnuði þáttatekna fyrstu 9 mánuði ársins var u.þ.b. 8,2 ma.kr. meiri en á sama tíma í fyrra, á föstu gengi. Auknar vaxtagreiðslur til útlanda eiga þar stærstan hlut að máli.

Nokkur óvissa er um hvort framhald verður á miklum útflutningi sjávarafurða síðustu mánaða. Á uppsveiflunni kunna að vera ýmsar skýringar, þeirra á meðal hagstæð veðurskilyrði, aukin verðmæta-sköpun vinnslunnar, t.d. með meiri frýstingu síldar, og hagstæð verðlagsþróun. Þrátt fyrir mikinn útflutning í október og nóvember var útflutningur sjávarafurða fyrstu 11 mánuði ársins 2001 aðeins 1½% meiri að magni en á sama tíma árið áður. Verðlag þeirra hefur hins vegar hækkað um 4% umfram gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu. Öðru máli gegnir um álútflutninginn. Að magni hafði hann aukist um 17% frá fyrra ári, en verð á áli lækkaði töluvert.

Seðlabankinn hefur metið líklegan viðskiptahalla á seinasta ári og horfurnar 2002. Er þá í meginatriðum byggt á spá Þjóðhagsstofnunar frá því í desember sl. en tekið tillit til upplýsinga sem þá lágu ekki fyrir, svo sem um vöruviðskipti við útlönd í nóvember og ákvarðanir um auknar aflaheimildir. Fæst þá sú niðurstaða að viðskiptahallinn á síðasta ári gæti hafa verið rúmlega 43 ma.kr. í stað nærri 50 ma.kr. í spá Þjóðhagsstofnunar í desember og verði samkvæmt varfærnu mati um 33 ma.kr. í ár í stað rúmlega 38 ma.kr. Það felur í sér að hallinn verði rúmlega 4% af landsframleiðslu í ár.

...og útlit er fyrir að fjármögnun hans verði ekki vandamál á árinu

Undir lok sl. árs mátti sjá þess skýr merki að betra jafnvægi væri á gjaldeyrismarkaði en fyrr á árinu, enda styrktist gengi krónunnar verulega í desember. Það má meðal annars rekja til minni viðskiptahalla, eins og þróun vöruviðskipta í október og nóvember gefur vísbendingu um, en einnig að fjármögnun hallans virtist ganga greiðlegar fyrir sig. Upplýsingar um fjármagnshreyfingar á síðasta fjórðungi ársins liggja ekki fyrir. Þó eru sterkar vísbendingar um að verðbréfafjárfesting hafi verið í sæmilegu jafnvægi síðustu mánuði ársins, eins og á 3. ársfjórðungi. Bein fjárfesting Íslendinga í útlöndum virðist hafa verið fjármögnuð með erlendu lánsfé og hefur því ekki haft umtalsverð áhrif á gjaldeyrismarkaðinn og gengisþróun. Fjárfesting lífeyrissjóða í erlendum verðbréfum virðist hafa stöðvast að miklu leyti. Ekki skiptir síður sköpum að innlánsstofnanir virðast hafa aflað erlends lánsfjár í töluverðum mæli.

Í ljósi þess að enn verður töluverður viðskiptahalli á þessu og næsta ári, þótt úr honum dragi, er mikilvægt að gera sér grein fyrir hvort um tímabundin umskipti í fjármagnshreyfingum sé að ræða, eða hvort líklegt sé að lántökur einkageirans á næsta ári dugi ekki til að fjármagna viðskiptahallann að

óbreyttu gengi. Til þess að meta horfurnar kannaði Seðlabankinn fyrirætlanir innlánsstofnana og fleiri stórra aðila um erlendar lántökur á árinu 2002. Bankarnir gera ráð fyrir að taka erlend lán umfram afborganir sem nemur 41 ma.kr. á árinu. Áætlað er að þar af muni a.m.k. 2½ ma.kr. fara til erlendra aðila og 11½ ma.kr. til annarrar fjárfestingar erlendis og standa þá eftir 27 ma.kr. sem ætla má að hafi í för með sér nettóinnstreymi gjaldeyris. Ef við þetta er bætt áformum sveitarfélaga, Landsvirkjunar og opinberra fjárfestingarsjóða um hreinar lántökur upp á samtals 13 ma.kr. virðist fjármögnun viðskiptahallans vera nokkuð vel borgið. Í þessum áætlunum er heldur ekki gert ráð fyrir neinum tekjum af hugsanlegri sölu ríkiseigna til útlanda. Því virðast sterkar forsendur fyrir því að gengi krónunnar geti styrkst á árinu óháð því hvort kemur til erlendar lántöku umfram afborganir af hálfu ríkissjóðs (sjá nánari umfjöllun í rammagrein 3).

Við þessa mynd verður að gera nokkra fyrirvara. Í fyrsta lagi eru áætlanir um lántökur vitaskuld háðar breytingum. Í öðru lagi gætu áform um meiri lántökur á þessu en sl. ári þýtt að viðskiptahallinn verði í reynd meiri en reiknað var með hér að framan, gangi áformin eftir. Meiri halli gæti þá komið til vegna hækkunar gengis eða beint fyrir tilstilli meiri

Rammi 3 Fjármögnun viðskiptahalla og annars gjaldeyrisústreymis frá árinu 1998

Meðfylgjandi tafla gefur yfirlit um fjármögnun viðskiptahalla og annars gjaldeyrisústreymis frá árinu 1998. Jafnframt eru settar inn fyrstu ágiskanir varðandi árið 2002. Þær verður hins vegar að taka með miklum fyrirvara.

Taflan sýnir grunnjöfnuð sem er gjaldeyrisústreymi vegna viðskiptahalla, beinna fjárfestinga nettó og erlendra verðbréfa nettó. Síðan er sýnt hvernig grunnjöfnuður er fjármagnaður annars vegar af einkageiranum og hins vegar af hinu opinbera og Seðlabankanum. Mismunurinn er hreint gjaldeyrisústreymi. Til samanburðar er sýnd nettósala Seðlabankans á gjaldeyri á millibankamarkaði og breyting á erlendri eign lífeyrissjóða.

Fyrir árin 2001 og 2002 er byggt á lauslegu endurmati Seðlabankans á spá Þjóðhagsstofnunar um viðskiptahalla, með hliðsjón af nýjum upplýsingum sem

borist hafa frá því spáin var gerð. Einnig er byggt á könnun á áformum helstu fjármálastofnana, Landsvirkjunar og sveitarfélaga um töku erlendra lána. Gert er ráð fyrir að útstreymi vegna beinnar fjárfestingar og erlendra verðbréfa kaupa hafi u.þ.b. stöðvast á seinni hluta ársins og að þróunin verði í meginatriðum svipuð á árinu 2002.

Helsta niðurstaða þess sem kemur fram í töflunni er þessi: Veruleg opinber fjármögnunarþörf myndaðist á árinu 2000. Hún var svipuð á sl. ári, en fór minnkandi þegar leið á árið og hún verður minni en engin á þessu ári, gangi forsendur yfirlitsins eftir. Umskiptin sem orðið hafa í svokölluðum grunnjöfnuði eru mikil. Á árinu 2000 fór saman óvenjulega mikill viðskiptahalli og stórfellt útstreymi vegna verðbréfafjárfestingar sem var fjármagnað með lánsfjárinnstreymi sem nam fimmtungi landsframléiðslunnar, en dugði þó ekki til

að gengi héldist stöðugt. Á síðasta ári, þegar hvort tveggja gerðist að viðskiptahallinn minnkaði og dró úr útstreymi áhættufjármagns, má áætla að hlutfall grunn-

jafnaðar af landsframleiðslu hafi lækkað í 8%, úr 20% árið 2000. Ef fyrrgreindar áætlanir ganga eftir verður grunnjöfnuður á þessu ári 5,7% af landsframleiðslu.

Fjármögnun viðskiptahalla og annars gjaldeyrisútstreymis

| Ma.kr. | 1998 | 1999 | 2000 | Okt.-des. 2000 | Til sept. 2001 | Okt.-des. 2001 | 2001 ¹ | 2002 ¹ |
|--|-------|-------|--------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <i>Lántökuþörf</i> | | | | | | | | |
| Viðskiptajöfnuður (1)..... | -40,1 | -42,7 | -67,1 | -23,0 | -37,1 | -6,5 | -43,6 | -33,0 |
| Bein fjárfesting nettó (2)..... | 5,4 | -2,9 | -18,0 | -7,6 | -12,2 | 0,0 | -12,2 | -8,8 |
| Erlend verðbréf, nettó (3)..... | -21,5 | -28,1 | -49,2 | -0,5 | -5,9 | 0,0 | -5,9 | -2,8 |
| Áhættufjármagn alls..... | -16,2 | -31,1 | -67,2 | -8,1 | -18,1 | 0,0 | -18,1 | -11,5 |
| Grunnjöfnuður 4)=(1)+(2)+(3)..... | -56,2 | -73,8 | -134,3 | -31,1 | -55,2 | -6,5 | -61,7 | -44,5 |
| <i>Lántökur</i> | | | | | | | | |
| Lánastofnanir (5)..... | 35,0 | 46,7 | 70,0 | 11,2 | 9,1 | 13,9 | 23,0 | 40,7 |
| Aðrir einkaaðilar (6) ² | 24,8 | 39,2 | 40,3 | 15,2 | 20,7 | -2,7 | 18,0 | 12,8 |
| Einkageiri samtals: (7)=(5)+(6)..... | 59,8 | 85,9 | 110,3 | 26,4 | 29,8 | 11,2 | 41,0 | 53,5 |
| Opinber fjármögnunarþörf (8)=- (4)-(7)..... | -3,6 | -12,1 | 24,0 | 4,7 | 25,4 | -4,7 | 20,7 | -9,0 |
| Lántökur hins opinbera (9)..... | -3,5 | 5,6 | 16,0 | 3,8 | 12,5 | 27,0 | 39,5 | ... |
| Seðlabankinn (10)..... | 1,6 | -5,4 | 15,9 | 0,7 | 7,4 | -11,1 | -3,7 | ... |
| Hreint gjaldeyrisútstreymi (11)=(8)-(9)-(10) .. | -1,6 | -12,3 | -7,8 | 0,2 | 5,5 | -20,6 | -15,1 | ... |
| Nettósala Seðlabanka á gjaldeyri á millibankamarkaði..... | -17,0 | -12,0 | 13,9 | 4,9 | 15,6 | 13,9 | 29,5 | ... |
| Breyting á erlendra eign lífeyrissjóða ³ | 50,7 | 19,5 | 20,8 | -7,9 | -16,7 | ... | ... | ... |
| Verg landsframleiðsla..... | 577,4 | 622,7 | 671,9 | 503,9 | 558,7 | 186,2 | 745,0 | 786,5 |
| <i>Sem hlutfall af vergri landsframleiðslu (%)</i> | | | | | | | | |
| Grunnjöfnuður (4)=(1)+(2)+(3)..... | -9,7 | -11,9 | -20,0 | -6,2 | -9,9 | -3,5 | -8,3 | -5,7 |
| Opinber fjármögnunarþörf (8)=(4)-(7)..... | -0,6 | -1,9 | 3,6 | 0,9 | 4,5 | -2,5 | 2,8 | -1,1 |
| Hreint gjaldeyrisútstreymi (11)=(8)-(9)-(10)..... | -0,3 | -2,0 | -1,2 | 0,0 | 1,0 | -11,1 | -2,0 | ... |
| Nettósala Seðlabanka á gjaldeyri á millibankamarkaði..... | -2,9 | -1,9 | 2,1 | 1,0 | 2,8 | 7,5 | 4,0 | ... |
| Breyting á erlendra eign lífeyrissjóða..... | 8,8 | 3,1 | 3,1 | -1,6 | -3,0 | ... | ... | ... |

1. Áætlun/spá. Hagfræðisvið hefur endurmetið spár Þjóðhagsstofnunar með hliðsjón af nýjustu upplýsingum um vöruviðskipti. 2. Árið 2002 eru áætlaðar lántökur sveitarfélaga taldar með einkageiranum. Opinber fjármögnunarþörf það ár á því aðeins við ríkið. 3. Á meðalgengi hvers tíma.

innflutnings sem fjármagnaður er með erlendu lánsfé. Á móti kemur að ítarlegt sjálfstætt mat hefur hér verið lagt á horfur um viðskiptahalla. Í þriðja lagi er hér gert ráð fyrir að viðskipti með erlend verðbréf verði nokkurn veginn í jafnvægi. Gangi það ekki eftir gæti þörfin fyrir erlent lánsfjármagn orðið meiri. Fyrir því eru þó rök að ef fjármögnun viðskipta-

hallans er jafn vel borgið og framangreindar tölur gefa til kynna, og þess vegna góðar líkur á gengishækkun, þá ætti einnig að vera hagkvæmt fyrir fjárfesta að auka vægi innlendra verðbréfa í eignasöfnum sínum, enda bendir sögulega lágt raungengi krónunnar að undanförmu til þess að horft til nokkurra ára muni raungengið hækka á ný, annaðhvort

fyrir tilstilli nafngengishækkunar krónunnar eða vegna meiri verðbólgu en í viðskiptalöndunum. Verðtrygð innlend verðbréf verða álitlegur fjárfestingarkostur hvort sem aðlögun raungengis að langtíma jafnvægi verður í formi nafngengishækkunar eða verðbólgu.

Kraftur hefur verið í útflutningsframleiðslu og ýmsum öðrum rekstri en velta í innanlandsgreinum er byrjuð að dragast saman

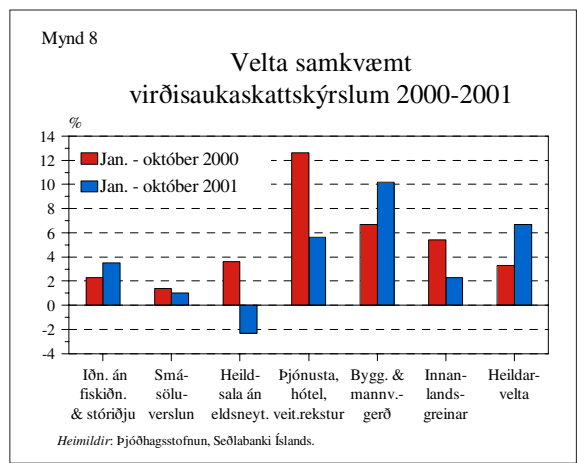
Aflabrögð á seinasta ári voru allgóð og má ætla að útflutningsverðmæti hafi verið um 120 ma.kr. sem er um 27% aukning frá árinu áður. Vöxturinn skýrist að stórum hluta af u.þ.b. 20% hækkun á útflutningsvegnum verði erlendra gjaldmiðla en nokkur verðhækkun varð einnig á erlendum mörkuðum, nýting afurða batnaði og virðisauki framleiðslunnar jókst. Ætla má að útflutningur sjávarafurða hafi aukist um 2% að magni. Þar áttu landfrystar afurðir (fryst síld), síldarsöltun, mjöl og lýsi stærstan hlut að máli. Horfur á þessu ári eru allgóðar þrátt fyrir nokkurn samdrátt í þorskveiðiheimildum á yfirstandandi fiskveiðiári (1. september 2001 til 31. ágúst 2002) sem fer að segja til sín á almanaksárinu. Markaðsástand er gott fyrir nær allar afurðir. Verð er fremur hátt og engin merki um að það sé að breytast. Loðnukvóti og aflaheimildir í botnfiski hafa nýlega verið auknar. Það gæti þýtt 8 til 10 ma.kr. aukningu útflutningsverðmætis. Framleiðsla á áli jókst umtalsvert á liðnu ári, líklega á bilinu 15% til 17%. Á þessu ári er fyrir sjáanlegt að álframleiðslan aukist um 7% vegna stækkunar hjá Norðuráli. Verð lækkaði hins vegar og var nýlega u.þ.b. 5% lægra en meðalverð seinasta árs. Líkur eru taldar á að álverð muni hækka undir lok þessa árs.

Breytingar veltu afar mismunandi eftir atvinnugreinum

Mjög skiptir í tvö horn varðandi vöxt veltu á sl. ári. Annars vegar jókst velta verulega í útflutningsgreinum og samkeppnisgreinum en stöðnun eða samdráttur blasir við í flestum innanlandsgreinum (heildsala, smásala, þjónustustarfsemi, veitinga- og gistihús, byggingariðnaður). Nokkrar atvinnugreinar skera sig úr þegar litið er til veltuaukningar á fyrstu 10 mánuðum seinasta árs. Í mat- og drykkjarvöruiðnaði jókst raunveltan um tæp 11%, en þessi iðnaður vegur 13,5% heildarveltu. Mest jókst velta í samgöngum og

ferðaskrifstofurekstri, eða um 27% að raungildi. Töluverð raunaukning átti sér stað í byggingastarfsemi, en mjög dró úr þeim vexti undir lok ársins. Á hinn bóginn var um 26% raunsamdráttur í bílasölu og velta í annarri heildsölu jókst aðeins um 4,5% að raungildi. Lítil vöxtur var í smásölu, aðeins 1% að raungildi og velta allra innanlandsgreina jókst um 2%.

Samdráttur og stöðnun í innanlandsveltu kemur skýrar fram ef bornar eru saman veltutölur september-október 2000 og 2001. Milli þessara tímabila dróst smásöluverslun saman um 0,6%, heildsala um 3,5% og raunaukning í byggingariðnaði var aðeins 2%. Velta innanlandsgreina í heild stóð í stað á milli þessara tímabila. Heildarveltan jókst eigi að síður um 7,2% sem skýrist að langmestu leyti af 34% vexti veltu í útflutningsgreinum og nokkrum samkeppnisgreinum, t.d. mat- og drykkjarvöruiðnaði. Þess ber að gæta að vöxturinn sem mælist í þessum greinum skýrist að verulegu leyti af því að við raunvirðingu er stuðst við neysluverðsvisistölu, en ekki tekið tillit til gengisbreytinga sem hafa hækkað krónutölu tekna fyrirtækja í útflutningi og samkeppnisgreinum.



Afkoma fyrirtækja á hlutabréfamarkaði hefur batnað

Að jafnaði var afkoma og rekstrarniðurstaða atvinnufyrirtækja á hlutabréfamarkaði góð á seinasta ári og reyndar mun betri en útlit og spár bentu til lengst af. Reksturinn batnaði mjög eftir því sem leið á árið. Verulegur munur er þó á milli afkomu einstakra atvinnugreina og ljóst er að sumar atvinnugreinar hafa átt í verulegum erfiðleikum á undanförunum misserum.

Mikilvægir þættir í rekstrarumhverfi fyrirtækja settu mjög mark sitt á afkomuna. Meðalgengi

Tafla 5 Afkomutölur helstu fyrirtækja á hlutabréfamarkaði 2000-2002¹

Hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnsliði og hagnaður eftir skatta sem hlutfall af veltu

| % | HAF/velta ^{2,3} | | | HES/velta ^{2,4} | | |
|----------------------------------|--------------------------|------|------|--------------------------|------|------|
| | Áætlun | | Spá | Áætlun | | Spá |
| | 2000 | 2001 | 2002 | 2000 | 2001 | 2002 |
| Sjávarútvegsfyrirtæki (8) | 17,5 | 27,0 | 26,8 | -8,0 | 0,8 | 7,7 |
| Iðnaður og framleiðsla (7) | 15,5 | 17,7 | 20,6 | 6,6 | 9,8 | 9,9 |
| Oliudreifing (3) | 7,3 | 10,0 | 8,7 | 0,8 | 3,5 | 3,0 |
| Samgöngur (2)..... | 3,4 | 2,6 | 7,6 | -0,8 | -5,3 | -2,7 |
| Upplýsingatækni (6)..... | 22,0 | 18,8 | 25,1 | 6,4 | -2,3 | 6,7 |
| Verslun og þjónusta (2)..... | 6,3 | 5,9 | 5,6 | 2,6 | 2,6 | 4,5 |
| Verktakar (1)..... | 8,2 | 11,2 | 10,0 | 2,1 | 0,5 | 1,0 |
| Útflutningsfyrirtæki (2)..... | 2,2 | 3,3 | 3,3 | -0,8 | 1,0 | 1,2 |
| Samtals | 8,4 | 10,2 | 11,6 | 0,5 | 1,3 | 3,8 |

1. Tölur í svigum tákna fjölda fyrirtækja. 2. Paraður samanburður, byggður á meðaltali áætlana fjármálafyrirtækja um afkomu 2001 og spám fyrir 2002. 3. HAF=hagnaður fyrir afskriftir og fjármagnsliði. 4. HES=hagnaður eftir skatta.

erlendra gjaldmiðla var tæplega fimmtungi hærra en árið 2000. Olli þetta því að bókfært gengistap af erlendum lánnum hækkaði, sem leiddi til verulegs rekstrartaps eftir skatta lengst af árinu. Styrking krónunnar undir árslok 2001 dró þó úr gengistapinu. Á hinn bóginn jukust mjög krónutekjur útflutningsfyrirtækja. Kemur það glöggft fram í aukinni framlegð flestra skráðra fyrirtækja. Vextir á krónulánnum hafa að vísu verið háir undanfarin misseri en ekki íþyngt verulega fyrirtækjum á hlutabréfamarkaði, þar sem lán þeirra eru að langmestu leyti í erlendum gjaldmiðlum. Launahækkunarir voru verulegar á árinu, að jafnaði 8%-10%. Þá lækkaði eldsneytisverð verulega á síðari hluta liðins árs og að meðaltali var eldsneytisverð 15% lægra en árið á undan. Lækkun tekjuskattshlutfalls úr 30% í 18% frá sl. áramótum mun hafa áhrif á rekstrarmiðurstöðu síðasta árs hjá mörgum fyrirtækjum í formi tekjufærslu vegna lækkunar á tekjuskattsskuldbindingum í efnahagsreikningi.

Velta skráðra fyrirtækja jókst verulega á milli ára. Það má rekja til endurskipulagningar, vöruþróunar og aukins virðisauka, en einnig uppkaupa og samruna við önnur fyrirtæki innanlands og utan. Áætlað er að velta skráðra fyrirtækja hafi aukist um fjórðung á seinasta ári og um 8%-10% að raungildi, staðvirt með gengi og vísitölu neysliverðs.

Samkvæmt áætlunum fjármálafyrirtækja, miðað við úrtak 31 atvinnufyrirtækis á Verðbréfaþingi

Íslands um afkomu á sl. ári, jókst framlegð sem hlutfall af veltu umtalsvert milli ára, úr 8,4% árið 2000 í 10,2% á liðnu ári. Þá er áætlað að hagnaður eftir skatta hafi rúmlega þrefaldast, og sem hlutfall af veltu farið úr 0,5% árið 2000 í 1,3% 2001. Mest voru umskiptin hjá sjávarútvegsfyrirtækjum. Í þeim jókst hlutfallsleg framlegð úr 17,5% árið 2000 í 27% á liðnu ári og hagnaður eftir skatta sem hlutfall af veltu úr -8% í 0,8%. Einnig varð verulegur rekstrarbati hjá iðnaðar- og lyfjafyrirtækjum og hjá oliufyrirtækjunum.

Í rekstrarspám fyrir yfirstandandi ár er gert ráð fyrir að heldur hægi á vexti veltu hjá skráðum fyrirtækjum. Búist er við 17% aukningu á milli ára, samanborið við 25% vöxt árið áður. Búist er við að framlegð verði áfram mikil í flestum greinum, að hlutfall hennar af veltu verði óbreytt hjá sjávarútvegsfyrirtækjum og aukist hjá fyrirtækjum í iðnaði, lyfjaframleiðslu og samgöngum. Í heild er spáð að framlegðarhlutfallið verði u.þ.b. 12%, samanborið við 10% á sl. ári. Þá er áætlað að fjármagnskostnaður muni lækka mjög vegna minna gengistaps á erlendum lánnum. Gert er ráð fyrir að hagnaður eftir skatta verði þrefalt meiri en á sl. ári. Er þá tekið tillit til áhrifa lækkunar tekjuskattsprósentu sem talin er valda um fimmtungi af hagnaðaraukningunni eftir skatta.

Aðhald í ríkisfjármálum slaknaði á síðasta ári en eykst nokkuð á ný ef áform ganga eftir

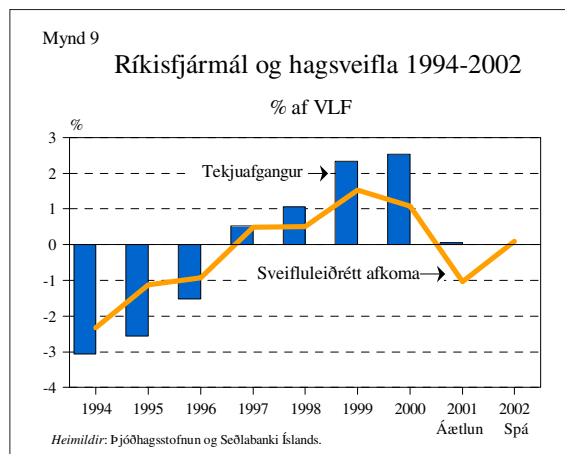
Fjárukalög fyrir árið 2001 og fjárlög 2002 voru samþykkt í desember. Samkvæmt fjárukalögum urðu tekjur ríkissjóðs árið 2001 254 ma.kr., gjöld 234 ma.kr. og afgangur 20 ma.kr. Þá er hins vegar reiknað með 22 ma.kr. tekjum af eignasölu, sem fórst að mestu fyrir á árinu. Ef horft er framhjá óvenjulegum en þekktum frávikum í tekjum og gjöldum boðuðu fjárukalögin að tekjur án eignasölu yrðu álika að krónutölu og stefnt var að á fjárlögum, þrátt fyrir meiri verðbólgu. Án þessara frávíka fóru gjöldin hins vegar 12-13 ma.kr. fram úr fjárlögum og afkoman rýrnaði sem því nam. Tekjur af beinum sköttum og launasköttum hækkuðu mun meira en reiknað var með, um 14% í stað 6%. Tekjur af neyslusköttum drógust hins vegar saman um 1% í stað þess að hækka um 5% eins og að var stefnt. Þessi framvinda skýrist af því að þjódarútgjöld drógust saman á meðan laun og framleiðsla héldust sterkari. Hækkun reglulegra rekstrarútgjalda og tekjutilfærslna vó langþyngst í framúrkeyrslu útgjalda. Lánsfjárfjöfnuður ársins var áætlaður 39 ma.kr. á fjárlögum, en -6 ma.kr. á fjárukalögum og hefur versnað nokkuð síðan vegna frestunar á eignasölu og innheimtu afborgana.

Tafla 6 Yfirlit ríkisfjármála

| Ma.kr. | 2000 Reikningur | 2001 Fjárlög | 2001 Aukin lög ¹ | 2002 Fjárlög |
|--------------------------------------|--------------------|-----------------|--------------------------------|-----------------|
| Tekjur samtals..... | 224,7 | 253,1 | 254,2 | 257,9 |
| Gjöld samtals..... | 229,0 | 219,2 | 234,1 | 239,4 |
| Afgangur..... | -4,3 | 33,9 | 20,1 | 18,5 |
| Reglulegar tekjur ² | 220,9 | 237,5 | 232,7 | 242,4 |
| Regluleg gjöld ³ | 202,1 | 217,9 | 229,9 | 240,8 |
| Reglulegur afgangur.... | 18,8 | 19,7 | 2,8 | 1,6 |
| <i>% af VLF</i> | | | | |
| Tekjur samtals..... | 33,4 | 34,8 | 34,1 | 32,8 |
| Gjöld samtals..... | 34,1 | 30,1 | 31,4 | 30,4 |
| Afgangur..... | -0,6 | 4,7 | 2,7 | 2,4 |
| Reglulegar tekjur..... | 32,9 | 32,7 | 31,2 | 30,8 |
| Regluleg gjöld..... | 30,1 | 29,9 | 30,9 | 30,6 |
| Reglulegur afgangur.... | 2,8 | 2,7 | 0,4 | 0,2 |

1. Með fjárukalögum. 2. Reglulegar tekjur eru án eignasölu og þekktra skekkjustærða. 3. Regluleg gjöld áætla skattaafskriftir og lífeyrisuppbætur í meðallagi.

Fjárlög ársins 2002 voru samþykkt með 258 ma.kr. tekjum, 239 ma.kr. útgjöldum og 19 ma.kr. afgangi. Reiknað var með 16 ma.kr. tekjum af eignasölu, en allt að 20 ma. kr. gætu bæst við ef áform um að selja hlutabréf í Landssímanum og ríkisbönkunum fyrir árslok ganga eftir. Tekjur án eignasölu eiga að hækka um rúm 4% en gjöld með venjulegum lífeyrisuppbótum og tekjuafskriftum um tæp 5%. Skattar af tekjum einstaklinga og af launum eiga að hækka um 8%-9%, neysluskattar um 5%, sem hvort tveggja er í bjartsýnni kantinum miðað við þjódhagshorfur, en gert er ráð fyrir að fyrirtækja- og eignaskattar dragist talsvert saman eins og vænta má eftir versnandi afkomu einkageirans 2001. Útgjöld án óreglulegra liða eiga að hækka um tæp 5%, sem jafngildir 1% raunsamdrætti miðað við verð samneyslu. Regluleg rekstrargjöld og tekjutilfærslur eiga hins vegar að hækka um 2%-3% að nafnvirði en fjárfestingarútgjöld og vaxtagjöld að lækka að sama skapi um 10%-11%. Vaxtagjöld verða trúlega meiri en vænst var vegna frestunar á eignasölu ríkisins.



Fjárlögin gera ráð fyrir að seldar verði eignir fyrir 42 ma.kr. og að lánsfjárfjöfnuður verði jákvæður um 38 ma.kr. Þegar við bætist eignasala sem frestað var 2001, ætti greiðslustaða ríkisins að verða góð á árinu.

Seðlabankinn hefur undanfarið reynt að meta stöðu ríkisfjármála með tilliti til hagsveiflunnar og notað til þess staðlaðar ríkisfjármálaraðir frá Þjódhagsstofnun sem komast framhjá breytingum á framsætningu fjárlaga. Bankinn hefur framreiknað birtar tölur frá í haust í ljósi breytinga frá frumvörpum til fjár- og fjárukalaga. Í ljósi nýjustu þjódhagstalna er

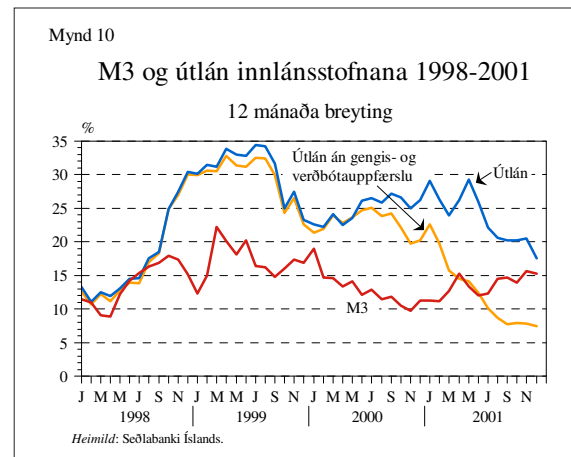
reiknað með að framleiðsluspenna hafi verið 4% af landsframleiðslu árið 2000, um 3% í fyrra og og verði nálægt núlli í ár. Tekjuafgangur ríkisins minnkaði úr 2½% af landsframleiðslu árið 2000 í nánast ekkert í fyrra. Einungis um fimmtungur þessa er rakinn til lækkunar landsframleiðslu (VLF) og sveifluleiðrétt afkoma snerist úr 1% af VLF í -1%. Með markmiði um óbreytta afkomu í ár er hins vegar stefnt að því að sveifluleiðrétt afkoma batni úr -1% af VLF í jöfnuð. Vert er að taka fram að þessi sveifluleiðréttning tekur ekki tillit til þess að í núverandi hagsveiflu hafa þjóðarútgjöld sveiflast mun meira en framleiðsla. Er þó ljóst að neyslusamdrátturinn í fyrra er meginskýringin á tekjurýrnun ríkissjóðs á síðasta ári. Ef neysla rýrnar áfram miðað við framleiðslu, verður lítið úr þeim grunnbata í ríkisfjármálum sem hér er talinn 1% frá síðasta ári.

Útlánavöxtur hjaðnaði á síðasta ári en vöxtur peningamagns og sparifjár er enn töluverður

Eftir umtalsverðan vöxt útlána innlánsstofnana fram undir mitt ár 2001 fór að hægja nokkuð á, sérstaklega ef horft er hjá áhrifum sjálfvirkrar uppfærslu vegna gengis- og verðlagsþróunar. Í desember sl. drógust útlán saman að nafnvirði um tæplega 1% frá mánuðinum á undan en síðustu tólf mánuði jukust þau um 17½%, samanborið við rúmlega 26% á sama tíma fyrir ári. Að slepptum áhrifum gengis- og verðbreytingaruppfærslu jukust útlán um tæplega 1% í desember sl. frá mánuðinum á undan. Síðustu tólf mánuði höfðu útlán þannig reiknuð vaxið um 7½% samanborið við rúmlega 20% á sama tíma fyrir ári. Þetta eru töluverð umskipti og vísending um að innlend eftirspurn sé að nálgast sjálfbært jafnvægi. Þó gæti virst sem vöxtur útlána innlánsstofnana sé heldur að glæðast að nýju því útlán, mæld á þennan hátt, jukust um tæplega 9% á ársgrundvelli síðustu þrjá mánuði ársins samanborið við 1½% samdrátt mánuðina þrjá á undan. Framvindan á fyrstu mánuðum þessa árs mun skera úr um hvort hér sé um tímabundna sveiflu að ræða eða ekki.

Útlán annarra fjármálastofnana hafa að hluta vegið upp minni vöxt útlána innlánsstofnana. Útlán lánakerfisins í heild jukust um rúmlega 17½% frá lokum september 2000 til jafnlengdar 2001 og um 5½% án uppfærslu gengis- og verðlagsáhrifa. Á fyrstu níu mánuðum ársins var raunaukningin tæplega 7½% á ársgrundvelli í samanburði við 16½% á

fyrstu níu mánuðum ársins 2000. Útlán lífeyrissjóða til sjóðsfélaga hafa aukist verulega. Í nóvember höfðu þau vaxið um rúmlega 31% frá sama tíma árið áður, sem samsvarar rúmlega 21% aukningu á föstu verðlagi. Útlán fjárfestingarlánasjóða jukust um 18% á 12 mánuðum til loka nóvember sl. sem samsvarar rúmlega 9% raunaukningu. Útlán Íbúðalánasjóðs í nóvember jukust um 15½% frá sama tíma árið áður sem samsvarar tæplega 7% raunaukningu. Samtals jukust útlán þessara þriggja fjármálastofnana um 18½% frá september 2000 til jafnlengdar árið 2001 sem gerir rúmlega 9% aukningu á föstu verði. Því er ljóst að hlutdeild annarra fjármálastofnana í útlánastarfsemi hefur aukist nokkuð á kostnað útlána innlánsstofnana.



Vöxtur breiðs peningamagns (M3) minnkaði einnig fram undir mitt síðasta ár og virtist stefna í vaxtarstig sem gæti samrýmst verðbólgu markmiði Seðlabankans. Á seinni hluta ársins fór 12 mánaða vöxtur M3 hins vegar að aukast að nýju og var kominn í 15½% í desember, sem samsvarar um 6½% vexti að raunvirði og er nánast sami vöxtur og var á sama tíma fyrir ári. Peningamagn M3 hefur að sama skapi vaxið sem hlutfall af landsframleiðslu eftir að hafa dregist saman á árinu 2000. Hlutfallið var rúmlega 44% á þriðja ársfjórðungi 2001 og hafði hækkað um 2 prósentustig frá sama tíma árið áður og um tæpt ½ prósentustig frá fyrri ársfjórðungi. Þessi vöxtur bendir til undirliggjandi vaxtar nafnvirðis landsframleiðslu sem er meiri en til lengdar samrýmst markmiði um lága verðbólgu.

Grunnfé Seðlabankans dróst saman á síðasta ári

Lánafyrirgreiðsla Seðlabankans við innlánsstofnanir jókst verulega á síðasta ári, einkum vegna aukningar á útistandandi endurhverfum samningum. Hluttur Seðlabankans í fjármögnun nýrra útlána innlánsstofnana virðist þannig hafa stækkað miðað við það sem verið hafði misserin á undan. Að stórum hluta má rekja mikinn vöxt útistandandi endurhverfa samninga til inngrípa Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði sem drógu laust fé út af millibankamarkaði. Fjármálastofnanir hafa reynt að mæta þessu útstreymi króna með lausu fé í gegnum endurhverfu viðskiptin. Þar að auki hefur lausafjárstaða ríkissjóðs verið góð. Aukning endurhverfa viðskipta að undanfögnu á sér því að einhverju leyti eðlilegar skýringar og þarf ekki að endurspeglar minnkandi aðhald peningastefnunnar.

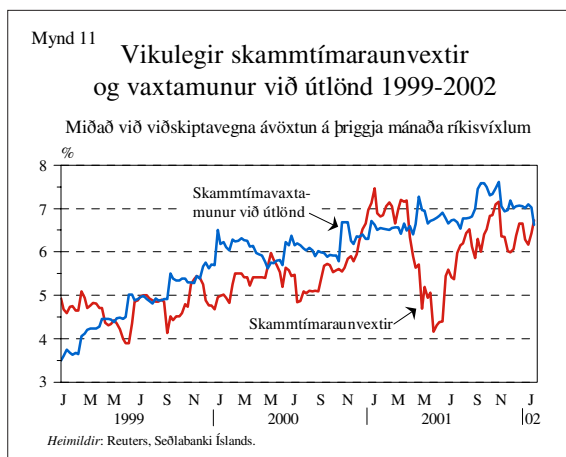
Þegar meta á framlag Seðlabankans til lausafjármyndunar í fjármálakerfinu er ekki nóg að horfa til útistandandi endurhverfa viðskipta bankans við fjármálastofnanir heldur þarf að skoða þróun grunnfjár, sem samanstendur af seðlum og mynt í umferð og innstæðum fjármálastofnana í Seðlabankanum. Grunnfé endurspeglar fjárskuldbindingar Seðlabankans gagnvart fjármálastofnunum og almenningi.

Vöxtur grunnfjár er nokkuð sveiflukenndur og ræðst töluvert af árstíðarbundnum eftirspurnarþáttum sem gera túlkun tímabundinna sveiflna varasama. Hins vegar mátti glöggt sjá að á seinni hluta ársins 2000 fór vöxtur grunnfjár minnkandi og um tíma dróst það saman, þrátt fyrir töluverðan vöxt í útistandandi endurhverfum samningum. Á seinni hluta 2001 virtist vöxtur grunnfjár vera að glæðast á ný þótt hann hafi enn verið nokkru minni en þegar hann var í hámarki. Einnig virtist sem hlutfall grunnfjár af landsframleiðslu væri tekið að hækka aftur. Á síðasta fjórðungi ársins dró hins vegar aftur úr vexti grunnfjár og dróst það reyndar saman að raunvirði frá sama ársfjórðungi 2000. Á árinu 2001 dróst grunnfé saman um samtals 4½ ma.kr. enda hafa lánastofnanir kvartað undan lausafjárþrengingum. Nánar er fjallað um þær í næstu grein.

Aðhaldsstig peningastefnunnar

Raunstyrivextir Seðlabankans voru í lok janúar um 6½%, m.v. verðbólguvæntingar mældar út frá vaxtamun óverðtryggðra og verðtryggðra ríkisverðbréfa, og höfðu lækkað nokkuð frá því í byrjun nóvember

þegar síðustu *Peningamál* voru gefin út, en þá mældust þeir um 7%. Nokkuð virðist því hafa slaknað á aðhaldsstigi peningastefnunnar á þennan mælikvarða frá síðasta ársfjórðungi minna þó en nemur vaxtalækkun bankans í nóvember. Skammtíma- og langtíma vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur einnig minnkað um tæplega 0,4 prósentustig. Á móti kemur að gengi krónunnar hefur styrkst um rúmlega 3% frá gerð síðustu verðbólguþspár.



Verðtryggðir langtíma vextir eru nú sambærilegir við það sem þeir voru í lok október en hins vegar hafa óverðtryggðir langtíma vextir til tveggja ára lækkað, sem endurspeglar í minnkandi verðbólguálagi eins og áður hefur komið fram. Óverðtryggðir vextir til fimm ára eru hins vegar nánast óbreyttir. Því hefur dregið nokkuð úr neikvæðum halla lengri enda óverðtryggðra ávöxtunarferilsins. Það sama á við um verðtryggðra ávöxtunarferilinn og styttri enda óverðtryggðra ávöxtunarferilsins, þótt breytingin sé minni í því tilviki. Markaðsaðilar eru því enn þeirrar skoðunar að nafn- og raunvextir muni lækka næstu misseri.

Hlutabréfaverð er tekið að hækka að nýju eftir slæga ávöxtun á síðasta ári. Frá útgáfu síðustu verðbólguþspár bankans hefur úrvalsvisitala Verðbréfaþings hækkað um rúmlega 13% og frá áramótum um 6½%. Að hluta til er líklegt að hækkun hlutabréfaverðs undanfarið endurspegli aukna bjartsýni um framgang í innlendum efnahagsmálum. Einnig má ætla að vaxtalækkun Seðlabankans í nóvember sl. hafi haft áhrif.

Verðbólga á Íslandi er með því hæsta sem þekktist meðal ríkja sem reka sambærilega eða sams konar

peningastefnu. Þrátt fyrir töluverða umfjöllun um hátt vaxtastig á Íslandi eru stýrivextir Seðlabanka Íslands alls ekki úr takti við það sem þekktist í öðrum ríkjum, sérstaklega þegar tillit er tekið til mikillar verðbólgu hér á landi, en raunstýrivextir, mældir út frá verðbólgu síðustu 12 mánaða, eru mjög lágir hér á landi miðað við önnur lönd. Vísendingar um hjöðnun spennu og bætt jafnvægi í þjóðarbúskapnum eru orðnar sterkari. Þrátt fyrir að bankinn spái því að verðbólga minnki hratt þegar líða tekur á árið hafa líkur á því að verðbólguþáttur hans náist á árinu

2003 minnkað miðað við forsendur nýrrar verðbólguþáttur. Á hinn bóginn eru nokkrar líkur á að gengi krónunnar hækki frá því sem það er nú og aukast þá líkur á að verðbólguþáttur náist. Á móti vegur að einnig er viss hættá á að verðbólguþáttur verði hægari en spáin felur í sér ef forsendur batna ekki. Gerist það eykst hættan á að háar verðbólguþáttur festist í sessi og þá verður jafnframt erfiðara að ná verðbólgunni sjálfri niður. Þróun næstu vikna mun skera úr um hvort fljótlega skapast forsendur til frekari vaxtalækkana.

Rammi 4 Verðbólga og vextir í ýmsum ríkjum

Lönd með formlegt verðbólguþáttur

| Lönd | Verð- bólga (%) | Verðbólgu- þáttur (%) | Stýrivextir seðlabanka (%) | Síðasta breyting stýri- vaxta (%) | Dagsetning síðustu breytingar | Raun- stýrivextir (%) |
|-------------------|-----------------------|-----------------------------|----------------------------------|---|-------------------------------------|-----------------------------|
| Ástralía..... | 2,5 | 2-3 | 4,25 | -0,25 | 5. des. 2001 | 1,8 |
| Brasilía..... | 7,5 | 3½ (±2½) | 19,00 | 0,75 | 18. júl. 2001 | 11,5 |
| Bretland..... | 1,8 | 2½ | 4,00 | -0,50 | 8. nóv. 2001 | 2,2 |
| Chíle..... | 2,6 | 2-4 | 6,50 | -0,20 | 9. ág. 2001 | 3,9 |
| Ísland..... | 9,4 | 2½ (frá 1-4½) | 10,10 | -0,80 | 8. nóv. 2001 | 0,7 |
| Ísrael..... | 1,4 | 2-3 | 3,80 | -2,00 | 25. des. 2001 | 2,4 |
| Kanada..... | 1,7 | 1-3 | 2,25 | -0,50 | 27. nóv. 2001 | 0,6 |
| Noregur..... | 2,1 | 2½ (±1) | 8,50 | -0,50 | 13. des. 2001 | 6,4 |
| Nýja Sjáland..... | 2,4 | 0-3 | 4,75 | -0,50 | 14. nóv. 2001 | 2,4 |
| Pólland..... | 3,6 | 5 (±1) | 11,50 | -1,50 | 28. nóv. 2001 | 7,9 |
| Suður-Afríka..... | 4,3 | 3-6 | 10,50 | 1,00 | 15. jan. 2002 | 6,2 |
| Sviss..... | 0,3 | 0-2 | 1,25-2,25 | -0,50 | 7. des. 2001 | 1,5 |
| Svíþjóð..... | 2,7 | 2 (±1) | 3,75 | -0,50 | 19. sept. 2001 | 1,1 |
| Tékkland..... | 4,1 | 3-5 | 4,75 | -0,50 | 30. nóv. 2001 | 0,7 |
| Tæland..... | 1,2 | 0-3 | 2,25 | -0,25 | 25. des. 2001 | 1,1 |
| Meðaltal..... | 3,2 | . | 6,5 | -0,45 | | 3,3 |

Önnur iðnríki

| | | | | | | |
|--------------------|------|-----|------|-------|----------------|------|
| Bandaríkin..... | 2,1 | . | 1,75 | -0,25 | 11. des. 2001 | -0,4 |
| Japan..... | -0,8 | . | 0,10 | -0,15 | 18. sept. 2001 | 0,9 |
| Evrusvæði..... | 2,1 | 0-2 | 3,25 | -0,50 | 8. nóv. 2001 | 1,2 |
| Danmörk..... | 2,0 | . | 3,60 | -0,50 | 8. nóv. 2001 | 1,6 |
| Meðaltal alls..... | 2,8 | . | 6,7 | -0,39 | | 2,6 |

Verðbólga er reiknuð út frá 12 mán. breytingu þeirrar verðvísitölu sem peningastefna viðkomandi lands er miðuð við eða vísitölu neysluverðs, eftir því sem við á. Notast er við síðustu tiltæku mælingu. Raunstýrivextir eru reiknaðir út frá líðinni verðbólgu. Fram til 9. ágúst sl. hafði seðlabanki Chíle raunvaxtamarkmið. Til að reikna út breytingu stýrivaxta á þeim tíma er notast við verðbólguþáttur þess tíma. Notað er miðgildi vaxtabils stýrivaxta fyrir Sviss. Taflan sýnir verðbólguþáttur landa fyrir árið 2002 eða langtíamarkmið þar sem það hefur þegar tekið gildi. Langtíamarkmið fyrir Ísland er 2½% (±1½%) sem á að nást á árinu 2003. Langtíamarkmið fyrir Pólland er verðbólga undir 4% sem á að nást á árinu 2003. Verðbólguþáttur fyrir Tékkland lækkar línulega og á að enda í 2%-4% árið 2005. Mexíkó er ekki með í töflunni, þrátt fyrir að vera með verðbólguþáttur, þar sem seðlabanki Mexíkó er ekki með eiginlegt stýrivaxtamarkmið heldur miðar peningastefnunna við markmið um laust fé í umferð.