



SKÝRSLA PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS

2016 • 2

Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

24. janúar 2017

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands skuli gefa Alþingi skýrslu um störf sín tvisvar á ári og að ræða skuli efni skýrslunnar í þeirri þingnefnd sem þingforseti ákveður.

Lögin kveða svo á að peningastefnunefnd haldi fundi að minnsta kosti átta sinnum á ári. Frá því að síðasta skýrsla var send Alþingi hefur nefndin haldið fjóra reglulega fundi, síðast 14. desember 2016. Nefndin hélt jafnframt aukafund 23. desember um gjaldeyrismál þar sem nefndarmenn voru sammála áformum seðlabankastjóra um að auka gjaldeyriskaup ef með þyrfti til að draga úr hækkun gengis krónunnar rétt fyrir stórt skref í losun fjármagnshafta í upphafi árs 2017. Einnig var haldinn sameiginlegur fundur með kerfisáhættunefnd 8. desember þar sem efnahagsþróun, staða fjármálakerfisins, flæði á gjaldeyrismarkaði og samspil peningastefnu og fjármálastöðugleika voru rædd. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá júlí til desember 2016.

Mótun peningastefnunnar

Eins og kveðið er á um í lögum um Seðlabanka Íslands er það meginmarkmið hans að stuðla að stöðugu verðlagi. Í sameiginlegri yfirlýsingu Seðlabankans og ríkisstjórnar frá 27. mars 2001 er markmiðið útfært nánar sem 2½% verðbólguþolmarkmið. Í lögum um Seðlabanka Íslands er jafnframt kveðið svo á að Seðlabankinn skuli stuðla að framgangi stefnu ríkisstjórnarinnar í efnahagsmálum, enda telji hann það ekki ganga gegn markmiðinu um stöðugt verðlag. Þá skal bankinn stuðla að fjármálastöðugleika. Peningastefnunefnd tekur samkvæmt lögum ákvarðanir um beitingu stjórnþækja bankans í peningamálum og skulu ákvarðanir nefndarinnar byggðar á ítarlegu og vönduðu mati á ástandi og horfum í efnahags- og peningamálum og fjármálastöðugleika.

Við framkvæmd peningastefnunnar byggir peningastefnunefndin ákvarðanir sínar m.a. á mati á stöðu efnahagsmála og horfum um þjóðarþúskapinn sem birtist í riti bankans, *Peningamálum*. Í yfirlýsingum og fundargerðum peningastefnunefndar, sem fylgja þessari skýrslu, er að finna röksemdir fyrir ákvörðunum nefndarinnar á seinni hluta ársins 2016.

Þróunin frá júlí til desember 2016

Vextir Seðlabankans hafa verið lækkaðir um 0,75 prósentur frá því að síðasta skýrsla peningastefnunefndar var send Alþingi í júlí. Á ágúst-

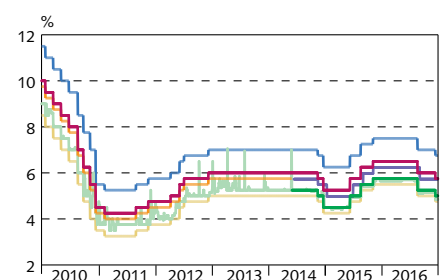
Tafla 1. Vextir Seðlabanka Íslands 2016 (%)

Dags.	Viðskipta- reikningar	Bundin innlán til 7 daga	Veðlán	Daglán
14. des.	4,75	5,00	5,75	6,75
16. nóv.	5,00	5,25	6,00	7,00
5. október	5,00	5,25	6,00	7,00
24. ágúst	5,00	5,25	6,00	7,00

Mynd 1

Vextir Seðlabankans og skammtíma-
markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 30. desember 2016



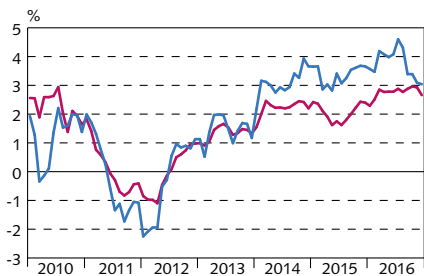
- Daglánvextir
- Vextir á veðlánum
- Hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum
- Vextir á 7 daga bundnum innlánum
- Vextir á bundnum innlánum til eins mánaðar
- Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði
- Vextir á viðskiptareikningum

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Raunvextir Seðlabanka Íslands¹

Janúar 2010 - desember 2016



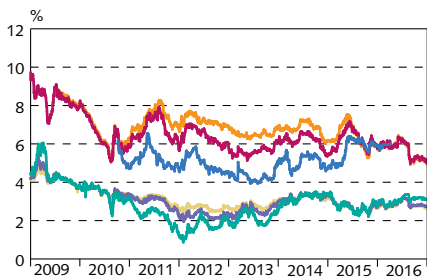
— Raunvextir Seðlabanka Íslands m.v. tólf mánaða verðbólgu
— Raunvextir Seðlabanka Íslands m.v. meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum²

1. Fram til maí 2014 er miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarksvaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem nafnvexti bankans en frá maí 2014 er miðað við vexti 7 daga bundinna innlána. 2. Fram til janúar 2012 er miðað við 12 mánaða verðbólgu, verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs, verðbólguvæntingar heimila til eins árs, verðbólguálag á fjármála-markaði og spá Seðlabankans um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga. Frá febrúar 2012 er einnig miðað við verðbólguvæntingar markaðsaðila til eins árs samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans.
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Ávöxtunarkrafa skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 30. desember 2016



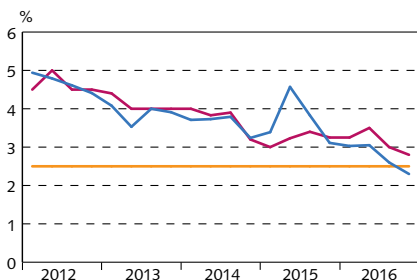
— RIKB 16 103
— RIKB 19 0226
— RIKB 25 0612
— HFF 150224
— HFF 150434
— HFF 150644

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Langtíma-verðbólguvæntingar

1. ársfj. 2012 - 4. ársfj. 2016



— Verðbólguálag til 10 ára
— Verðbólguvæntingar markaðsaðila til 10 ára
— Verðbólguþáttur

Heimild: Seðlabanki Íslands.

fundi sínum ákvað nefndin að lækka vexti bankans um 0,5 prósentur og í desember voru þeir lækkaðir um 0,25 prósentur til viðbótar. Í lok ársins 2016 voru meginvextir Seðlabankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, því 5% en þeir voru 5,75% í lok júní sl.¹

Raunvextir bankans, miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum, héldust á bilinu 2½-3% á síðasta ári og voru þeir um 2,7% í lok árs sem er svipað og þeir voru þegar síðasta skýrsla nefndarinnar var send Alþingi. Þeir mælast heldur hærrí og hafa sveiflast meira, þegar eingöngu er miðað við liðna ársverðbólgu en munurinn hefur minnkað eftir því sem mæld verðbólga hefur þokast í átt að verðbólguþáttinum.

Ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði hefur þróast í takt við vaxtalækkunir Seðlabankans á seinni hluta ársins. Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa lækkaði um u.þ.b. 0,5 prósentur í kjölfar vaxtalækkunar bankans í ágúst og um 0,1-0,2 prósentur í kjölfar lækkunarinnar í desember. Ávöxtunarkrafa bréfanna var á bilinu 5-5,3% í lok desember sl. eða allt að 1,2 prósentum lægri en í lok júní. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa var á bilinu 2,7-3,1% í lok desember eða allt að 0,3 prósentum lægri en í lok júní.

Ástæður lækkunar skuldabréfavaxta nú eru líklega aðrar en voru að baki þeirri lækkun sem átti sér stað á síðari hluta 2015 og skýrðist að meginhluta af auknu innstreymi erlends fjármagns á innlendan skuldabréfamarkað. Slíkt innstreymi hefur hins vegar nánast stöðvast frá því að Seðlabankinn tók í notkun nýtt fjárstreymistæki í byrjun júní í fyrra.² Verðbólguvæntingar bæði til skamms og langs tíma hafa einnig lækkað að undanförmu og væntingar um þróun vaxta Seðlabankans hafa breyst. Eru verðbólguvæntingar í samræmi við markmið á nánast alla mælikvarða sem ber þess skýrt merki að peningastefnunni hefur tekist að skapa væntingum traustari kjölfestu en áður.

Gengi krónunnar hefur hækkað töluvert frá því að síðasta skýrsla peningastefnufndar var send Alþingi. Viðskiptavegið gengi krónunnar hefur hækkað um 13,7% frá lokum júnímánaðar sl., um 14,8% gagnvart evru, 18,8% gagnvart bresku pundi og 8,7% gagnvart Bandaríkjadal. Hækkunin endurspeglar að miklu leyti gjaldreyrisinnstreymi vegna mikils afgangis á viðskiptum við útlönd sem rekja má til bættra viðskiptakjara og aukins útflutnings, sérstaklega aukinna umsvifa í ferðaþjónustu. Gjaldreyrisviðskipti Seðlabankans á undanförmum misserum hafa hins vegar haldið aftur af hækkun á gengi krónunnar. Á seinni hluta ársins 2016 keypti bankinn gjaldreyri af viðskiptavökum á gjaldreyrismarkaði fyrir tæpa 200 ma.kr. sem er töluvert meira en á sama tímabili árið 2015. Meginmarkmiðið með gjaldreyriskaupum Seðlabankans er að vinna gegn óhóflegum sveiflum í gengi krónunnar en einnig var nauðsynlegt að byggja upp gjaldreyrisforða og forðast ofris krónunnar í aðdraganda stórra skrepa við losun fjármagnshafta. Stórt skref var tekið í átt að fullri losun fjármagnshafta hinn 21. október sl. þegar lög um breytingar á lögum nr. 87/1992

1. Hér er átt við þá vexti sem skipta meginmáli fyrir skammtíma vexti á markaði og mæla því best aðhaldsstig peningastefnunnar. Þeir vextir eru nú vextir bankans á sjö daga bundnum innlánnum. Aðrir vextir bankans hafa einnig lækkað til samræmis eins og sést í töflu 1 og mynd 1.
2. Nánari umfjöllun um fjárstreymistækið er að finna í rammagrein sem birt var í *Peningamállum* 2016/4 en hún fylgir með þessari skýrslu.

tóku gildi en með lögunum voru heimildir einstaklinga og fyrirtækja til fjármagnshreyfinga á milli landa og gjaldeyrisviðskipta auknar verulega. Seðlabankinn hafði hins vegar frá því í ágúst keypt hlutfallslega minna af gjaldeyrisinnstreyminu en hann hafði gert fyrr á árinu. Ákvað peningastefnunefndin að rétt væri að halda áfram á þeirri braut í kjölfar þess að fyrsta skrefið í átt að losun fjármagnshafta á einstaklinga og fyrirtæki var tekið og endurmeta síðan stöðuna eftir að næsta skref að losun fjármagnshafta á einstaklinga og fyrirtæki hefði verið tekið hinn 1. janúar 2017.

Verðbólga hefur aukist lítillega frá því að síðasta skýrsla peningastefnunefndar var send Alþingi. Ársverðbólga miðað við vísitölu neysluverðs mældist 1,9% í desember sl. en var 1,6% í júní 2016. Hún hefur verið við eða undir verðbólgu markmiði Seðlabankans í næstum þrjú ár samfleytt.³ Undirliggjandi ársverðbólga, mæld með kjarnavísitölu 3, sem undanskilur áhrif sveiflukenndra matvöruhlíða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislaða, var 2,1% í desember og er óbreytt frá því í júní. Megindrifkraftur verðbólgu á seinni hluta ársins 2016 var hækkun húsnæðisverðs en vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði lækkað um 0,8% milli ára í desember. Hagfelld ytri skilyrði og hækkun á gengi krónunnar hafa vegið á móti áhrifum launakostnaðar og innlestrar eftirspurnar á verðbólgu.

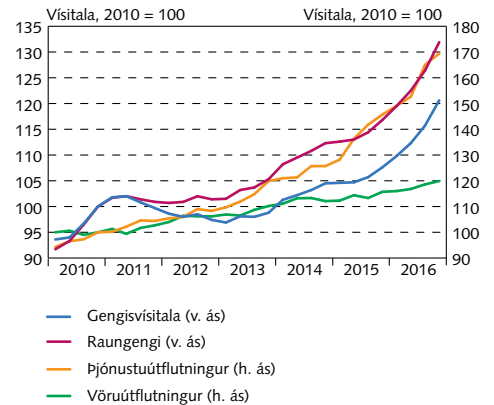
Samkvæmt grunnsþá Seðlabankans sem birt var í *Peningamálu* 16. nóvember sl. mun verðbólga haldast á bilinu 2-2½% á næsta ári og á bilinu 2½-3% það sem eftir lifir spátímans fram á mitt ár 2019. Þar vegast á áhrif aðhaldssamrar peningastefnu, sem tryggir verðbólguvæntingum kjölfestu og styður við gengi krónunnar, og áhrif innlands verðbólguþrýstings sem skýrast birtist í miklum launahækkunum og hækkun húsnæðisverðs.

Þótt peningastefnan hafi náð töluverðum árangri við að halda verðbólgu í skefjum eru blikur á lofti varðandi verðbólguhorfur líkt og voru í júní sl. Spá bankans gerir ráð fyrir að heldur hægi á launahækkunum og vexti innlestrar eftirspurnar á næstu misserum en horfurnar gætu hæglega breyst. Við vaxtaákvörðanir hefur peningastefnunefndin m.a. horft til óróa á vinnumarkaði og óvissu um aðhaldsstig opinberra fjármála en það hefur slaknað nokkuð undanfarin tvö ár.

Aðhaldssöm peningastefna hefur skapað verðbólguvæntingum kjölfestu, stuðlað að sparnaði og haldið útlánvexti í skefjum. Nefndin ákvað að lækka nafnvexti í ágúst þar sem svo virtist sem peningastefnan hefði skilað þeim árangri að til miðlungslangs tíma yrði hægt að halda verðbólgu við markmið með lægri vöxtum en nefndin hafði áður talið. Á desemberfundi sínum taldi nefndin einnig svigrúm til að lækka nafnvexti þar sem kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólgu markmið virtist hafa styrkst og aðhald peningastefnunnar að einhverju leyti aukist vegna hækkunar á gengi krónunnar. Eigi að

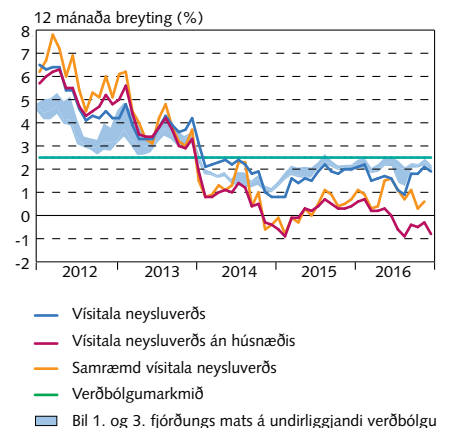
3. Samkvæmt mælingu Hagstofu Íslands á vísitölu neysluverðs sem birt var 26. ágúst sl. var tólf mánaða verðbólga 0,9% í ágúst 2016 og hafði samkvæmt því farið undir 1% fráviksmörk verðbólgu markmiðs bankans. Með vísan til yfirlýsingar ríkisstjórnarinnar og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001 sendi bankinn ríkisstjórninni sérstaka greinargerð hinn 9. september sl. þar sem gerð var grein fyrir ástæðum fráviksins. Síðar kom í ljós að skekkja var í verðbólgu mælingum Hagstofu Íslands á tímabiliinu frá mars til ágúst sl. Samkvæmt leiðréttnum tölum var tólf mánaða verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs 1,2% í ágúst. Verðbólga fór því ekki undir 1% fráviksmörkin í ágúst og því hefði í raun ekki verið tilefni til sendingar greinargerðarinnar.

Mynd 5
Gengi krónunnar og útflutningur¹
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2016



1. 4 fjórðunga hreyfanlegt meðaltal. Útflutningstölur fyrir 4. ársfjórðung 2016 byggjast á grunnsþá *Peningamála* 2016/4.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6
Mæld og undirliggjandi verðbólga¹
Janúar 2012 - desember 2016



1. Undirliggjandi verðbólga er mæld með kjarnavísitölu sem horfa fram hjá áhrifum sveiflukenndra matvöruhlíða, bensíns, opinberrar þjónustu og reiknaðar húsaleigu og með tölfraðilegum mælikvörðum eins og vagnu miðgildi, klippnum meðaltölum og kviku þáttalíkani.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

síður taldi nefndin að kröftugur vöxtur eftirspurnar og ofangreindir óvissuþættir kölluðu á varkárni við ákvörðun vaxta. Aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum mun því ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.

Ítarefni

Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi ítarefni:

1. Yfirlýsingar peningastefnunefndar frá júlí til desember 2016.
2. Fundargerðir peningastefnunefndar frá júlí til desember 2016.
3. Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu undir fráviksmörkum, 9. september 2016.
4. Bréf til fjármálaráðherra um að ekki hafi verið tilefni til að senda greinargerð til ríkisstjórnar vegna skekkju í verðbólguælingum Hagstofu Íslands.
5. Ræða seðlabankastjóra á peningamálafundi Viðskiptaráðs.
6. Erindi aðalhogfræðings Seðlabankans hjá Félagi atvinnurekenda.
7. „Af hverju hefur gengi krónunnar hækkað?“ Grein aðalhogfræðings Seðlabankans í Kjarnanum 15. desember 2016.
8. „Efnahagsleg velgengni og gengi krónunnar“. Grein seðlabankastjóra í Fréttablaðinu 30. desember 2016.
9. „Fjármagnsflæði og nýtt fjárstreymistæki Seðlabankans“. Ramma- grein 1 í *Peningamálum* 2016/4.
10. Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka um verðbólguþröngun, mars 2001.

Fyrir hönd peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,



Már Guðmundsson

seðlabankastjóri og formaður peningastefnunefndar

Yfirlit yfir fylgiskjöl

	Bls.
Yfirlýsing peningastefnunefndar 24. ágúst 2016	8
Yfirlýsing peningastefnunefndar 5. október 2016	9
Yfirlýsing peningastefnunefndar 16. nóvember 2016	10
Yfirlýsing peningastefnunefndar 14. desember 2016	12
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2016	13
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, október 2016	20
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2016	25
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2016	33
Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu undir fráviksmörkum	39
Bréf til fjármálaráðherra vegna skekkju í verðbólguælingum	
Hagstofu Íslands	43
Ræða seðlabankastjóra á peningamála fundi Viðskiptaráðs	44
Erindi aðal­hagfræðings Seðlabankans hjá Félagi atvinnurekenda	54
Af herju hefur gengi krónunnar hækkað?	63
Efnahagsleg velgengi og gengi krónunnar	65
Fjármagnsflæði og nýtt fjárstreymistæki Seðlabankans	67
Yfirlýsing um verðbólgu­markmið og breytta gengisstefnu	74

Yfirlýsing peningastefnunefndar

24. ágúst 2016

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,5 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 5,25%.

Samkvæmt uppfærðri spá Seðlabankans sem birtist í nýju hefti *Peningamála* eru horfur á að hagvöxtur í ár verði nokkru meiri en spáð var í maí, eða 4,9%, og gert er ráð fyrir áframhaldandi örum vexti á næsta ári. Þrátt fyrir miklar launahækkunarir og aukna framleiðsluspennu hefur verðbólga haldist undir markmiði um tveggja og hálfis árs skeið. Í júlí mældist hún 1,1% og hefur ekki mælst minni frá ársbyrjun 2015. Viðskiptakjarabati, lítil alþjóðleg verðbólga, aðhaldssöm peningastefna og hækkun gengis krónunnar hafa vegið á móti áhrifum launahækkana á verðlag. Gengi krónunnar hefur hækkað töluvert að undanfögnu þrátt fyrir mikil gjaldeyriskaup Seðlabankans.

Verðbólguhorfur hafa batnað frá síðustu spá Seðlabankans. Haldist gengi krónunnar óbreytt er útlit fyrir að verðbólga verði undir markmiði fram á næsta ár. Samkvæmt spánni mun hún aukast þegar innflutningsverðlag hættir að lækka og áhrif gengishækkunar fjara út. Verðbólgan eykst þó hægar og verður ekki eins mikil og áður var spáð. Hækki gengið áfram verður hún að öðru óbreyttu minni en grunnspáin gerir ráð fyrir.

Aðhaldssöm peningastefna hefur haldið aftur af lánsfjárefnispurn og stuðlað að auknum sparnaði og þannig rennt stöðum undir meiri viðskiptaafgang og hækkun krónunnar. Ásamt hagstæðum ytri aðstæðum hefur peningastefnan því leitt til minni verðbólgu og nýlega til þess að verðbólguvæntingar eru nálægt verðbólgu markmiðinu. Af sömu ástæðum hafa raunvextir hækkað nokkuð að undanfögnu umfram það sem fyrri spár bankans sem byggðust á óbreyttu gengi gerðu ráð fyrir.

Vísbendingar eru um að peningastefnan hafi náð meiri árangri undanfarið en vænst var fyrir á þessu ári. Því er útlit fyrir að hægt verði að halda verðbólgu við markmið til miðlungslangs tíma lítið með lægri vöxtum en áður var talið. Líkur á vaxandi spennu í þjóðarbúskapnum og óvissa í tengslum við losun fjármagnshafta kalla þó á varfærni við ákvörðun vaxta. Hvort þeir lækki frekar eða þurfi að hækka á ný mun á næstunni ráðast af efnahagsþróun og því hvernig tekst til við losun fjármagnshafta.

Yfirlýsing peningastefnunefndar

5. október 2016

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því áfram 5,25%.

Sem fyrr er gert ráð fyrir miklum hagvexti á þessu og næsta ári og benda nýjustu vísbendingar til þess að vöxturinn sé jafnvel kröftugri en áður hafði verið gert ráð fyrir. Þrátt fyrir miklar launahækkunar og öran vöxt eftirspurnar hefur verðbólga haldist undir markmiði um tveggja og hálfis árs skeið. Viðskiptakjarabati, lítil alþjóðleg verðbólga, aðhaldssöm peningastefna og hækkun gengis krónunnar, þrátt fyrir töluverð gjaldeyriskaup Seðlabankans, hafa vegið á móti áhrifum launahækkana á verðbólgu.

Í september mældist verðbólga 1,8% og jókst hún töluvert frá fyrri mánuði. Að hluta endurspeglar það leiðréttingu á skekkju í verðbólguælingum Hagstofu Íslands á tímabilinu mars til ágúst sl. Ofspá Seðlabankans á verðbólgu fram eftir ári var því í raun minni en áður var talið. Verðbólguhorfur hafa þó líklega lítið breyst frá þeirri spá sem bankinn birti í ágúst enda hefur gengi krónunnar hækkað enn frekar og verðbólguvæntingar eru áfram við verðbólgu markmiðið.

Líkur á vaxandi spennu í þjóðarbúskapnum og óvissa í tengslum við losun fjármagnshafta kalla á varfærni við ákvörðun vaxta. Aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum mun því ráðast af efnahagsþróuninni og því hvernig tekst til við losun fjármagnshafta.

Yfirlýsing peningastefnunefndar

16. nóvember 2016

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því áfram 5,25%.

Samkvæmt grunnspá Seðlabankans sem birtist í nóvemberhefti *Peningamála* stefnir í mikinn hagvöxt á þessu og næsta ári og eru horfur á kröftugri vexti umsvifa en bankinn spáði í ágúst. Í ríkari mæli en áður er hagvöxturinn borinn uppi af innlendri eftirspurn, sem jókst um tæplega 10% á fyrri hluta þessa árs. Þá heldur störfum áfram að fjölga hratt, atvinnuleysi að minnka og skýrari merki eru um að hraður vöxtur eftirspurnar sé farinn að reyna á þanþol innlendra framleiðsluþátta. Á móti vegur meiri aðflutningur erlends vinnuafls.

Verðbólga mældist 1,8% í október og hefur haldist undir markmiði um tæplega þriggja ára skeið þrátt fyrir miklar launahækkanir og öran vöxt eftirspurnar. Viðskiptakjarabati, lítil alþjóðleg verðbólga og hækkun gengis krónunnar hafa vegið á móti áhrifum launahækkana á verðbólgu. Aðhaldssöm peningastefna hefur einnig leikið mikilvægt hlutverk við að halda aftur af verðbólgu og tryggja verðbólguvæntingum traustari kjölfestu. Þetta hefur hún gert með því að hægja á vexti eftirspurnar, beina hluta mikillar hækkunar tekna og auðs í sparnað og halda aftur af útlánvexti. Með þessu móti hefur peningastefnan stutt við gengi krónunnar sem hefur lækkað innflutningsverð enn frekar og beint hluta kröftugrar eftirspurnar út úr þjóðarbúskapnum.

Samkvæmt nýrri verðbólguþá bankans er útlit fyrir að verðbólga verði undir markmiði fram á mitt næsta ár en verði síðan á bilinu 2½-3% út spátímam. Þetta er töluverð breyting frá fyrri spá bankans og skýrist að verulegu leyti af því að í grunnspánni er gengi krónunnar spáð en ekki byggt á þeirri tæknilegu forsendu að það verði óbreytt allt spátímabilið. Verðbólguhorfur hafa þó einnig batnað, einkum til skemmri tíma litið. Breytt verðbólguþá gefur þó ekki jafnmikið tilefni til viðbragða peningastefnunnar og ætla mætti vegna þess að peningastefnunefnd hefur byggt ákvarðanir sínar að undanfögnu á mati sem tók tillit til þess að töluverðar líkur voru á hækkun gengis krónunnar.

Undanfarna mánuði hefur Seðlabankinn keypt hlutfallslega minna af gjaldeyrisinnstreymi en hann gerði fyrr á þessu ári. Peningastefnunefnd telur að óbreyttu rétt að halda áfram á þeirri braut.

Ákvörðun peningastefnunefndar um óbreytta vexti er tekin með hliðsjón af fyrirliggjandi spá og áhættumati nefndarinnar. Má þar sérstaklega nefna óvissu um stefnuna í ríkisfjármálum, en aðhald

hennar hefur slaknað nokkuð undanfarin tvö ár og óljóst er á þessu stigi hver efnahagsstefna næstu ríkisstjórnar verður. Þá gætir óróa á vinnumarkaði, ekki síst í kjölfar nýlegs úrskurðar um hækkun launa þjóðkjörinna fulltrúa. Að auki gætir áfram óvissu um áhrif losunar fjármagnshafna, en vel hefur gengið fram til þessa. Við bætist óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur.

Þótt kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólguþröskulmiðið virðist halda áfram að styrkjast og aðhald peningastefnunnar hafi að einhverju leyti aukist í gegnum hækkun gengis krónunnar, kalla kröftugur vöxtur eftirspurnar og ofangreindir óvissuþættir á varkárni við ákvörðun vaxta. Aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum mun ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.

Yfirlýsing peningastefnunefndar

14. desember 2016

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánum, verða því 5%.

Þjóðhagsreikningar fyrir fyrstu níu mánuði ársins sýna meiri hagvöxt en Seðlabankinn spáði í nóvember. Vöxtur þjóðarútgjalda var svipaður og spáð var en samsetning hans var önnur. Atvinnuvegafjárfesting jókst meira en einkaneysla minna. Vöxtur útflutnings var einnig meiri en spáð hafði verið og munar þar fyrst og fremst um kröftugan þjónustuútflutning. Metafgangur var á viðskiptajöfnuði á þriðja fjórðungi ársins.

Verðbólga mældist 2,1% í nóvember og hefur haldist undir markmiði um tæplega þriggja ára skeið þrátt fyrir miklar launahækkunir og öran vöxt eftirspurnar. Þar vega þungt hagfelld ytri skilyrði og hækkun á gengi krónunnar en ekki síður aðhaldssöm peningastefna sem hefur skapað verðbólguvæntingum kjölfestu.

Ákvörðun peningastefnunefndar um lækkingu vaxta er tekin með hliðsjón af síðustu spá Seðlabankans að viðbættum nýjum upplýsingum. Gengi krónunnar hefur hækkað um 1½% frá síðasta fundi nefndarinnar og er nú þegar orðið nokkru hærra en spáð var að það yrði að meðaltali á næsta ári. Þá er samsetning hagvaxtar hagstæðari en spáð var í nóvember að því leyti að útflutningur og atvinnuvegafjárfesting vega þyngra. Hvort tveggja hefur áhrif á áhættumat nefndarinnar. Sem fyrr er töluverð óvissa um stefnuna í ríkisfjármálum, en aðhald hennar hefur slaknað nokkuð undanfarin tvö ár og enn er óljóst hver efnahagsstefna næstu ríkisstjórnar verður. Þá gætir áfram óróa á vinnumarkaði og óvissa er um áhrif næstu skrefa við losun fjármagnshafta.

Kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólgu markmiðið virðist hafa styrkst og aðhald peningastefnunnar að einhverju leyti aukist í gegnum hækkun gengis krónunnar. Það gefur nefndinni svigrúm til að lækka nafnvexti nú. Eigi að síður kalla kröftugur vöxtur eftirspurnar og ofangreindir óvissuþættir á varkárni við ákvörðun vaxta. Aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum mun ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2016

Birt: 7. september 2016

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[opinberlega skuli] birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við lögin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 22. og 23. ágúst 2016, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 24. ágúst og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlendan þjórðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 1. júní og uppfærðri spá í *Peningamálum* 2016/3 hinn 24. ágúst.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði hækkað um 6,8% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu frá júnifundi nefndarinnar, um 18,9% gagnvart bresku pundi, 7,1% gagnvart Bandaríkjadal og 5,4% gagnvart evru. Hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu 771 milljón evra (104 ma.kr.) á milli funda og var hlutdeild Seðlabankans á markaðnum um 55% af veltu. Það sem af er ári hafa hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans numið 1810 milljónum evra (251 ma.kr.).

Millibankavextir höfðu þróast í takt við meginvexti bankans en engin viðskipti höfðu orðið á markaðnum á milli funda.

Miðað við raunvexti Seðlabankans hafði taumhald peningastefnunnar aukist frá því á fundi nefndarinnar í júní. Raunvextir bankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum höfðu hækkað um 0,4 prósentur milli funda og voru 3,2% en voru 4,6% miðað við liðna ársverðbólgu og höfðu hækkað um 0,6 prósentur.

Erlent innstreymi fjármagns á innlendan skuldabréfamarkað hafði nánast stöðvast eftir að bankinn tók í notkun nýtt tímabundið fjárstreymistæki í júní. Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hélst þó nánast óbreytt á milli funda eftir að hafa hækkað nokkuð strax í kjölfar þess

að tækið var kynnt. Krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hækkaði hins vegar um næstum ½ prósentu í takt við hækkun raunvaxta Seðlabankans en seljanleikaálag (e. liquidity premium) verðtryggðu bréfanna hefur líklega einnig hækkað við fækkun viðskiptavaka.

Vextir óverðtryggðra og verðtryggðra inn- og útlána stóru viðskiptabankanna voru óbreyttir frá júnifundinum og meðaltal húsnæðislánvaxta lífeyrissjóða hafði lítið breyst.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands hafði lækkað milli funda. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs mældist tæplega 0,9% á ágústfundinum og hafði ekki mælst lægra síðan í ársbyrjun 2008. Áhættuálag, mælt sem vaxtamunur á evruútgáfu Ríkissjóðs Íslands og sambærilegu bréfi ríkissjóðs Þýskalands annars vegar og Bandaríkjanna hins vegar, hafði einnig lækkað um 0,3 prósentur og mældist um 1% miðað við ríkissjóð Þýskalands og um 1,4% miðað við ríkissjóð Bandaríkjanna.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar óbreyttra nafnvaxta í ágúst og vísuðu til fyrri yfirlýsinga nefndarinnar um mögulega þörf á frekari hækkun vaxta en töldu á hinn bóginn að verðbólguhorfur hefðu batnað og því hefðu raunvextir bankans hækkað. Þeir gerðu því ráð fyrir breyttum tón í yfirlýsingu peningastefnunefndar og vísuðu þar sérstaklega til þess að líklega myndi styrking krónunnar áfram draga úr verðbólguþrýstingi.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 1,8% milli ára á öðrum fjórðungi þessa árs sé leiðrétt fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð sem er minni ársvöxtur en undanfarið ár. Heildarstofn útlána lánakerfisins til innlendra aðila jókst á sama tíma um 0,6% en um tæplega 1,6% sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Vöxturinn skýrist sem fyrr að mestu leyti af auknum útlánnum til atvinnufyrirtækja en útlán til heimila jukust þó einnig lítillega á milli ára sé leiðrétt fyrir fyrrgreindum aðgerðum stjórnvalda.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði lækkað um 6,8% á milli funda og um 9,3% frá áramótum. Velta á aðalmarkaði var rúmlega 320 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins eða um 70% meiri en á sama tímabili í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur höfðu versnað lítillega á þessu ári og því næsta samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá því í júlí. Gert var ráð fyrir 3,1% hagvexti í heiminum í ár, sem er 0,1 prósentu minni hagvöxtur en sjóðurinn hafði spáð í apríl. Lakari horfur mátti fyrst og fremst rekja til veikari hagvaxtar í Bandaríkjunum, Japan og Bretlandi. Spáð var 3,4% hagvexti árið 2017 sem er 0,1 prósentu minna en í aprílspá sjóðsins og skýrast lakari horfur að mestu af minni hagvexti í Bretlandi. Gangi spáin um hagvöxt í heiminum eftir fyrir þetta ár mun hann verða svipaður og í fyrra og hinn minnsti frá árinu 2009. Spá um vöxt alþjóðaviðskipta í ár var einnig lækkuð. Spáð var 0,7% verðbólgu í þróuðum ríkjum á þessu ári sem var óbreytt spá frá því í apríl en 1,6% aukningu hennar á næsta ári. Spá um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár og á næsta ári var svipuð og í aprílspá sjóðsins, eða 1,7% og 1,8% hvort ár. Áfram voru taldar meiri líkur á að hagvöxtur verði minni en áætlanir gerðu ráð fyrir, einkum vegna óvissunnar sem skapast hefur vegna útgöngu Breta úr ESB.

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 9,6 ma.kr. í júlí og 72 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Verðmæti útflutnings dróst saman um 10,4% á föstu gengi frá sama tímabili í fyrra en verðmæti innflutnings jókst um 7,6%. Samdráttur útflutnings skýrist einkum af 16,5% samdrætti í útflutningi iðnaðarvara og tæplega 7% samdrætti í útflutningi sjávarafurða. Vöxtur innflutnings stafar einkum af 40% aukningu í innflutningi flutningatækja og 23% aukningu í innflutningi „annarrar“ neysluvöru frá fyrra ári.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hækkaði álverð um 6,8% frá fundi peningastefnunefndar í júní og var 6,6% hærra en fyrir ári. Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækkaði um 1% milli mánaða í júní og hefur hækkað um 2,6% milli ára.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 2,7% milli mánaða í júlí og var 88,1 stig. Á fyrstu sjö mánuðum ársins hefur það hækkað um 10,3% frá sama tíma í fyrra en hækkunina má að mestu rekja til 9,4% hækkunar nafngengis krónunnar en verðbólga hér á landi var um 0,8 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Á öðrum fjórðungi ársins hækkaði launavísitalan um 2,8% milli fjórðunga og um 13% frá fyrra ári en kaupmáttur launa jókst um 11,2% milli ára.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar fyrir annan ársfjórðung fjölgaði störfum um 3% frá fyrra ári, eins og gert var ráð fyrir í maíspá bankans, en í stað þess að standa í stað eins og spáð var hélt meðalvinnuvikan áfram að styttest. Fjölgun heildarvinnustunda var því heldur hægari en spáð var eða 2,5% í stað 3%.

Atvinnuleysi var svipað á öðrum ársfjórðungi og spáð var í maí. Mældist það 3,6% en 2,7% sé leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu. Hefur árstíðarleiðrétt atvinnuleysi ekki verið jafn lítið síðan á sama fjórðungi árið 2008.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á öðrum ársfjórðungi benda til þess að þróunin sem varð á fyrsta ársfjórðungi hafi haldið áfram en þá nam vöxturinn rúmlega 7% frá fyrra ári. Greiðslukortavelta jókst um 12,7% frá fyrra ári á fjórðungnum og nýskráðum bifreiðum fjölgaði um 36,4%. Þá bætti í vöxt dagvöruveltu á fjórðungnum. Flestar vísbendingar um þróun einkaneyslu sýndu umtalsverðan vöxt í júlí nema að heldur hægði á vexti kortaveltu.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok júlí, hækkaði um 0,6% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en um 8,1% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 2,1% milli mánaða í júlí þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og um 12,4% frá fyrra ári. Fjöldi kaupsamninga jókst um 7% á landinu öllu og um 5% á höfuðborgarsvæðinu á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var 2 mánuðir á sama tíma eða tæpum 1½ mánuði skemmri en á sama tíma í fyrra.

Væntingavísitala Gallup í júlí lækkaði nokkuð frá mánuðinum á undan en undanfarin misseri hefur vísitalan hækkað töluvert. Hækkun hennar nam 25,6 stigum á milli ára og mældist hún tæp 125 stig. Á öðrum ársfjórðungi var vísitalan að jafnaði 42,6 stigum hærra en á sama tíma 2015.

Vísitala neysliverðs lækkaði um 0,3% milli mánaða í júlí eftir að hafa hækkað um 0,2% í júní. Ársverðbólga mældist 1,1% og hafði hjaðnað nokkuð frá júnífundum peningastefnunefndar. Sé hins vegar lítið fram hjá húsnæðislið vísitölunnar hefur verðlag lækkað um 0,6% frá júlí í fyrra. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda flestir til þess að hún hafi legið á bilinu 1½-2½% í júlí og hafi minnkað um ½ prósentu frá fyrri mánuði.

Hjöðnun verðbólgu í júlí litaðist m.a. af því að sumarútsölur höfðu víðtækari áhrif til lækkunar vísitölu neysliverðs en undanfarin ár auk þess sem eldsneytisverð lækkaði. Á móti vó hækkun á markaðsverði húsnæðis, flugfargjöldum og matvöru. Verð almennrar þjónustu hefur hækkað um einungis 0,5% sl. tólf mánuði samanborið við 2,1% í maí sl.

Samkvæmt könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila sem framkvæmd var rétt fyrir útgáfu *Peningamála* væntu þeir að verðbólga yrði 2,3% eftir eitt ár, sem er 0,7 prósentum minna en í síðustu könnun í maí sl. Væntingar þeirra um ársverðbólgu eftir tvö ár lækkuðu einnig og námu 3%. Þeir gera jafnframt ráð fyrir að verðbólga verði 3% að meðaltali á næstu tíu árum sem er 0,5 prósentum minna en í maí. Vísbendingar um hjöðnun langtíma verðbólguvæntinga má einnig lesa úr verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði en tíu ára álagið var liðlega 3% fram eftir ári en hefur verið 2,8% það sem af er þriðja ársfjórðungi.

Samkvæmt spánni sem birt var í *Peningamálum* 24. ágúst 2016 hafa verðbólguhorfur batnað frá maíspá bankans. Verðbólga hefur minnkað á undanförunum mánuðum þrátt fyrir vaxandi framleiðsluspennu. Gengi krónunnar hefur hækkað og verðhjöðnun innfluttrar vöru og þjónustu vegið á móti innlendum verðbólguþrýstingi. Þá hafa verðbólguvæntingar haldið áfram að þokast niður á við. Verðbólguhorfur hafa því batnað frá maíspá bankans. Þar munar mestu um að gengi krónunnar hefur hækkað töluvert auk þess sem horfur eru á heldur meiri framleiðnivexti í ár en þá var gert ráð fyrir. Eftir sem áður er spáð vaxandi verðbólgu þegar áhrif gengishækkunarinnar taka að fjara út og að því gefnu að gengi krónunnar hækki ekki frekar. Að gefinni þeirri forsendu er gert ráð fyrir að verðbólga nái hámarki í um 3¼% á fyrri hluta árs 2018 en taki síðan að þokast í markmið á ný fyrir tilstilli aðhaldssamrar peningastefnu.

Alþjóðlegar efnahagshorfur höfðu breyst og óvissa aukist frá útgáfu *Peningamála* í maí sl. Munaði þar mestu um ákvörðun Breta um að ganga úr Evrópusambandinu. Voru viðbrögð á fjármálamörkuðum sterk en þau höfðu að einhverju leyti gengið til baka þegar spáin var gerð. Hagvaxtarhorfur fyrir helstu viðskiptalönd hafa versnað frá því í maí og eru þær tvísýnni en áður.

Horfur eru á heldur minni viðskiptakjarabata í ár en spáð var í maí en á næstu tveimur árum er spáð hagfelldari þróun viðskiptakjara en í maí. Búist er við 8,6% vexti útflutnings í ár sem er einni prósentu meiri vöxtur en spáð var í maí en á næstu tveimur árum er spáin áþekkt því sem var í maí þar sem vöxturinn nemur 3-4%.

Forsendur um launaþróun í spánni eru svipaðar og í maí. Óvissubíl spárinnar tekur tillit til þess að miðað við þá spennu sem virðist vera að myndast á vinnumarkaði gæti launaskrið verið vanmetið í spánni, sérstaklega þegar líða tekur á spátímabilið. Samkvæmt spánni hækkar launakostnaður á framleidda einingu heldur minna í ár en áður var talið þar sem horfur eru á meiri framleiðnivexti. Horfur út spátímanna hafa hins vegar lítið breyst.

Þjóðarútgjöld jukust um ríflega 8% á fyrsta fjórðungi þessa árs og hagvöxtur mældist 4,2%. Spáð er að hagvöxtur verði 4,9% á árinu í heild. Það er 0,4 prósentum meiri vöxtur en spáð var í maí og skýrist fráviknið fyrst og fremst af vísbendingum um kröftugri vöxt einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingar en utanríkisviðskiptin vega á móti vegna aukins innflutnings. Líkt og áður er hagvöxtur drifinn áfram af örum vexti ráðstöfunartekna og bættum efnahag heimila og fyrirtækja. Við bætist minna aðhald í ríkisfjármálum en á móti vegur að peningastefnan hefur hægt á vexti innlendrar eftirspurnar og beint hluta tekjuaukans í innlandan sparnað. Áfram er gert ráð fyrir ríflega 4% hagvexti á næsta ári og gangi það eftir yrði það þriðja árið í röð þar sem hagvöxtur yrði um og yfir 4%. Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að hagvöxtur leiti smám saman í langtíma leitnivöxt og verði um 2½% árið 2018.

Samkvæmt spánni hvarf slakinn í þjóðarbúinu á árinu 2015 og framleiðsluspenna hefur myndast að undanförunni samfara miklum hagvexti. Eins og í maí er talið að spennan muni halda áfram að aukast og nái hámarki snemma á næsta ári en taki síðan að slakna á ný.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri skýrði peningastefnunefndinni frá reynslunni af nýju stjórnþæki sem ætlað er að tempra og hafa áhrif á samsetningu fjármagnsinnstreymis til landsins. Hann upplýsti nefndina einnig um gang mála í tengslum við næstu skref við almenna losun fjármagnshafta. Einnig var farið yfir greiningu á mögulegu útflæði við losun hafta sem unnin hafði verið í bankanum.

Nefndarmenn ræddu um það hvort þróunin frá síðasta fundi hefði breytt mati hennar á því hvort taumhald peningastefnunnar væri hæfilegt og hvort horfurnar hefðu breyst en á fundinum í júní hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum í ljósi betri nærhorfa en taldi líklegt að auka þyrfti aðhald peningastefnunnar á næstu misserum.

Nefndin tók í því sambandi mið af nýrri spá Seðlabankans sem birtist í *Peningamállum* 24. ágúst en samkvæmt henni verður verðbólga á næstu misserum nokkru minni en spáð var í maí en hagvöxtur í ár verður meiri og kröftugur á næsta ári.

Nefndarmenn ræddu þá stöðu að þrátt fyrir miklar launahækkningar og aukna framleiðsluspennu hefði verðbólga haldist undir markmiði um tveggja og hálfis árs skeið. Hafði hún mælst 1,1% í júlí og ekki verið minni frá ársbyrjun 2015.

Nefndarmenn voru sammála um að verðbólguhorfur hefðu batnað töluvert frá maíspá bankans og að útlit væri fyrir að verðbólga ykist hægar en spáð var í maí og að hún yrði ekki eins mikil. Einnig horfðu nefndarmenn til þess að hækki gengið áfram gæti verðbólga að öðru óbreyttu orðið minni en grunnspáin gerir ráð fyrir.

Nefndarmenn ræddu nýlega gengisþróun en gengi krónunnar hafði hækkað um 6,8% frá fundi nefndarinnar í júní. Þótt hækkunina megi að hluta rekja til alþjóðlegra þátta var það mat nefndarinnar að hún endurspegladi líklega að miklu leyti gjaldeyrisinnstreymi vegna afgangis á viðskiptum við útlönd. Innstreymi í tengslum við nýfjárfestingu á skuldabréfamarkaði hefði aftur á móti nánast stöðvast með tilkomu nýja stjórnþækisins. Nefndarmenn töldu líklegt að jafnvægisgengi hefði hækkað en að það væri óvissa um hve mikið. Að svo miklu leyti sem aðlögun raungengis að herra jafnvægisraungengi reynist nauðsynleg eftir að almenn losun fjármagnshafta er hafin væri mikilvægt að hún færi fram með hækkun nafngengis fremur en með aukinni verðbólgu.

Nefndin ræddi gjaldeyrisinngripastefnuna sem fylgt hefur verið síðustu vikur og markast af því að gjaldeyrisforði er nálægt þeirri stöðu sem æskileg er í aðdraganda þeirra skrefa sem framundan eru í losun hafta. Voru nefndarmenn sammála um að tímabundið ofris krónunnar í aðdraganda losunar hafta væri ekki æskilegt en töldu heldur ekki æskilegt að taka verðmyndun krónu á markaði algjörlega úr sambandi. Bent var á að við venjulegar aðstæður væri markmiðið með gjaldeyrisinngripum Seðlabankans að vinna gegn óhóflegum sveiflum í gengi krónunnar og við vissar aðstæður að vinna gegn óhóflegum frávikum frá jafnvægisgengi. Nefndin ákvað að gera ekki breytingar á inngripastefnunni að þessu sinni heldur ræða hana á næsta fundi sínum eða á sérstökum fundi ef á þyrfti að halda og líta þá til þeirra skrefa við losun hafta sem vænta má að verði þá að baki.

Nefndin ræddi þróun viðskiptakjara og veitti því athygli að viðskiptakjarabatinn, hækkun gengis krónunnar og lítil alþjóðleg verðbólga hefði vegið á móti áhrifum launahækkana á verðlag og stuðlað að því að verðbólga hafi orðið minni en ella. Þá ræddi nefndin þátt peningastefnunnar í þessari þróun og taldi hann ótvíræðan í ljósi þess að verðbólga hefði verið undir markmiði í hátt á þriðja ár þrátt fyrir miklar launahækkningar. Voru nefndarmenn sammála um að það væri of langt tímabil til þess að hægt væri að skýra það án tilvísunar til peningastefnunnar. Töldu

þeir að á svo löngum tíma hefði minna aðhaldssöm peningastefna líklega skilað meiri verðbólgu. Hjöðnun innlendar verðbólgu og styrking gengisins styrkti þá skoðun að peningastefnan skipti þarna máli. Einnig var bent á að nýleg greining á áhrifaþáttum verðbólgunnar undanfarin tvö ár benti til þess að peningastefnan ætti einnig þátt í hjöðnun verðbólgunnar.

Nefndarmenn töldu líklegt að taumhald peningastefnunnar og trúverðugar yfirlýsingar peningastefnunefndar um að ekki verði hvikað frá því markmiði að halda verðbólgu við markmið hefðu leitt til þess að fyrirtæki hikuðu við að velta kostnaðarauka vegna launahækkana út í verðlag. Nefndarmenn bentu einnig á að hækkun gengis krónunnar væri ekki óháð peningastefnunni því að aðhaldssöm peningastefna hafi m.a. stuðlað að minni lánsfjárefrtirspurn og auknum sparnaði og þannig rennt stoðum undir meiri viðskiptaafgang og hækkun krónunnar.

Mikilvægasta vísbendingin að mati nefndarmanna um aukinn trúverðugleika peningastefnunnar sem hafði komið fram frá síðasta fundi var að verðbólguvæntingar, bæði til skamms og langs tíma, hefðu hnigið enn frekar og væru nú á flesta mælikvarða við eða mjög nálægt markmiðinu. Töldu nefndarmenn ólíklegt að hagstæð ytri skilyrði skýrðu lækkun langtíma verðbólguvæntinga að markmiði. Miklar launahækkanir hefðu í fyrstu haft í för með sér hækkun væntinga en þróun þeirra undanfarið hafði hins vegar verið hagstæðari en nefndarmenn þorðu að vona.

Nefndarmenn voru sammála um að peningastefnan og hagstæðar ytri aðstæður hefðu leitt til minni verðbólgu og stuðlað að því að verðbólguvæntingar hefðu nýlega lækkað og séu um þessar mundir nálægt verðbólgu markmiðinu. Þessi þróun hefði haft í för með sér að raunvextir hefðu hækkað nokkuð að undanfögnu umfram fyrri spár bankans. Bent var á að ekki hefði verið skynsamlegt að bregðast fyrir við vegna þess að peningastefnan hefði ekki þótt trúverðug. Mætti í því sambandi benda á að langtíma verðbólguvæntingar hefðu þar til nýlega verið fyrir ofan markmið. Einnig var bent á að óvarlegt hefði verið að ganga fyrirfram að því sem vísu að hin hagstæða þróun að undanfögnu sem birtist í miklum viðskiptakjarabata, gjaldeyrisinnstreymi og hækkun krónunnar, myndi eiga sér stað enda hefði sú þróun verið umfram fyrri spár.

Í ljósi þess að svo virðist sem peningastefnan hafi náð meiri árangri undanfarið en nefndin hafði vænst fyrir á þessu ári voru nefndarmenn sammála um að útlit væri fyrir að hægt yrði að halda verðbólgu við markmið til miðlungslangs tíma litið með lægri vöxtum en áður var talið. Allir nefndarmenn voru því sammála um að rétt væri að lækka vexti að þessu sinni. Hins vegar töldu þeir nauðsynlegt að taka einnig mið af því að vaxandi spenna væri í þjóðarbúskapnum og nokkur óvissa framundan í tengslum við losun fjármagnshafta við þá ákvörðun.

Rætt var um hvort lækka ætti vexti um 0,25 eða 0,5 prósentur. Helstu rök fyrir að taka stærra skref voru þau að raunvextir hefðu hækkað meira en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Bent var á að þeir væru tæplega 1 prósentu hærri en þegar nefndin tók síðast ákvörðun um að breyta vöxtum. Þá var bent á að í ljósi þess hve raunvextirnir væru orðnir háir myndi stærra skref undirbyggja betur framvirka leiðsögn sem væri hlutlaus. Helstu rök sem fram komu á fundinum fyrir að taka minna skref voru þau að rétt væri að sýna varfærni í ljósi mikillar óvissu um gengisþróun krónunnar í kjölfar næstu skrefa við losun hafta þar sem hætta væri á að verðbólga ykist hratt á ný ef gengið veiktist í kjölfarið. Einnig var bent á að þótt verðbólguvæntingar hefðu hnigið að markmiði að undanfögnu ætti eftir að koma í ljós hversu traust kjölfesta þeirra væri í raun, en það kæmi ekki fyllilega í ljós fyrir en verðbólga færi tímabundið yfir markmið eða gengi krónunnar lækkaði að ráði. Í ljósi vísbendinga um þróttmikinn vöxt eftirtíspurnar og vaxandi spennu, sérstaklega á vinnumarkaði, gæti einnig verið

réttmætt að fara varlega. Þá voru nefnd sem viðbótarrök gegn stærra skrefi að það gæti komið markaðsaðilum á óvart. Nefndarmenn voru þó sammála um að þótt stærra skrefið væri tekið yrði vaxtamunur gagnvart útlöndum áfram nægilegur til að styðja við krónuna í næstu skrefum haftalosunar.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu lækkaðir um 0,5 prósentur sem myndi hafa í för með sér að meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 5,25%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 5%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 6% og daglánavextir 7%. Tveir nefndarmenn greiddu atkvæði með tillögu seðlabankastjóra en tveir nefndarmenn greiddu atkvæði gegn tillögunni og vildu lækka vexti um 0,25 prósentur. Tillaga bankastjóra var því samþykkt með þremur atkvæðum gegn tveimur.

Að mati nefndarmanna mun það ráðast af efnahagsþróun og því hvernig tekst til við losun fjármagnshafta á næstunni hvort vextir verði lækkaðir frekar eða þurfi að hækka þá á ný.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 5. október 2016.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, október 2016

Birt: 19. október 2016

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[opinberlega skuli] birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við löggin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 3. og 4. október 2016, en á honum ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 5. október og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlendan þjóðarþúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 24. ágúst.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði hækkað um 3,1% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu frá ágústfundi nefndarinnar, þar af 2,1% gagnvart Bandaríkjadal, 3,6% gagnvart evru og um 5,5% gagnvart bresku pundi. Hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu 333 milljónum evra (43 ma.kr.) á milli funda og var hlutdeild Seðlabankans á markaðnum um 53,2% af veltu. Það sem af er ári hafa hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans numið 2.143 milljónum evra (294 ma.kr.).

Vextir á millibankamarkaði með krónur höfðu þróast í takt við meginvexti bankans á milli funda og velta verið nokkur eftir langt hlé. Taumhald peningastefnunnar mælt með raunvöxtum Seðlabankans var nánast óbreytt frá því rétt eftir vaxtalækkun bankans í ágúst sl. Raunvextir bankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum voru 2,8%.

Ávöxtunarkrafa flestra óverðtryggðra ríkisbréfa lækkaði um 0,5-0,6 prósentur í kjölfar vaxtalækkunar Seðlabankans í ágúst og um 0,2-0,4 prósentur til viðbótar eftir birtingu Hagstofu Íslands á vísitölu neysluverðs í ágúst og hækkun Moody's á láns hæfiseinkunn ríkissjóðs í byrjun

septembermánaðar. Krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa lækkaði hins vegar um 0,3-0,5 prósentur á sama tíma. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til næstu 5 og 10 ára var því 0,5-0,6 prósentum lægra í byrjun september en það hafði verið á ágústfundinum og mældist 2,1%, en lækkunin gekk að hluta til baka í kjölfar birtingar vísitölu neysluverðs í lok september og mældist álagið 2,4% á októberfundinum.

Vextir óverðtryggðra innlánsreikninga og húsnæðislána stóru viðskiptabankanna þriggja höfðu lækkað í takt við vaxtalækkun Seðlabankans í ágúst en vextir verðtryggðra húsnæðislána höfðu lítið breyst.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands hafði lítið breyst á milli funda. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs mældist 0,9% og áhættuálag mælt sem vaxtamunur á evruútgáfu Ríkissjóðs Íslands og sambærilegra bréfa ríkissjóða Þýskalands annars vegar og Bandaríkjanna hins vegar mældist 1,1-1,2 prósentur.

Eftir leiðréttingu á skekkju í verðbólguálagningum Hagstofu Íslands í lok september væntu allar greiningardeildir fjármálafyrirtækja óbreyttra nafnvaxta í október og vísuðu til þess að ekki væru sömu forsendur fyrir frekari lækkun vaxta og þeir höfðu áður talið þar sem leiðréttingin hefði í för með sér að raunvextir miðað við ársverðbólgu væru talsvert lægri en áður var talið.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 1,9% milli ára í ágúst sé leiðrétt fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð, sem er svipaður vöxtur og verið hefur á meginhluta þessa árs. Líkt og á undanförunum mánuðum skýrist aukningin að mestu leyti af meiri innlánnum heimila. Heildarstofn útlána lánakerfisins til innlendra aðila jókst á sama tíma um 0,7% en um u.þ.b. 1,5% sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Vöxturinn skýrist sem fyrr að mestu leyti af auknum útlánnum til atvinnufyrirtækja en útlán til heimila jukust þó einnig lítillega á milli ára sé leiðrétt fyrir fyrrgreindum aðgerðum stjórnvalda.

Úrvalsísitatala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði hækkað um 1,8% á milli funda en lækkað um 7,7% frá áramótum. Velta á aðalmarkaði var rúmlega 427 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins eða um 63% meiri en á sama tímabili í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Halli af vöruviðskiptum Íslands nam 84,4 ma.kr. á fyrstu átta mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var 12 ma.kr. halli. Verðmæti útflutnings dróst saman um 9,5% á föstu gengi en verðmæti innflutnings jókst um 9,5%. Minni útflutningur skýrist einkum af 16% samdrætti útflutnings iðnaðarvara og tæplega 5% samdrætti útflutnings sjávarafurða. Vöxtur innflutnings stafar einkum af 42% aukningu í innflutningi flutningatækja frá sama tíma í fyrra og um fimmtungsaukningu innflutnings bæði neyslu- og fjárfestingarvara.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð var álverð nær óbreytt frá fundi peningastefnufndar í ágúst og meðalverð í september var einnig óbreytt milli ára. Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækkaði hins vegar um 1,7% milli mánaða í ágúst og um 6,6% milli ára.

Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag var 90,5 stig í ágústmánuði og hafði hækkað í hverjum mánuði frá því í desember 2015. Nam hækkunin á fyrstu átta mánuðum ársins um 10,7% frá sama tíma í fyrra. Hana má rekja til 9,9% hærra nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var einnig 0,7 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í september var árhagvöxtur 3,7% á öðrum ársfjórðungi 2016. Þjóðarútgjöld jukust um 9,7% milli ára á fjórðungnum. Þar af jukust neysla og fjárfesting alls um 10,9% en framlag birgðabreytinga var neikvætt á fjórðungnum. Þrátt fyrir tæplega 5% vöxt útflutnings var framlag utanríkisviðskipta neikvætt þar sem vöxtur innflutnings var mun meiri eða 16,7%.

Á fyrri hluta ársins var hagvöxtur því 4,1%. Þar vógust á 9,4% vöxtur þjóðarútgjalda og neikvætt framlag utanríkisviðskipta. Í meginatriðum eru þjóðhagsreikningar í samræmi við spá Seðlabankans frá því í ágúst. Þó var innlend eftirspurn heldur meiri en þar var áætlað en á móti var framlag utanríkisviðskipta aðeins lakara sökum minni þjónustuútflutnings en spáð var. Hagvöxtur var nokkru meiri en spáð var, en Seðlabankinn hafði spáð 3,6% hagvexti á tímabilinu.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 31,8 ma.kr. á öðrum ársfjórðungi eða sem nemur 5,4% af landsframleiðslu. Þetta er meiri afgangur en var á fjórðungnum á undan en svipaður og á sama tíma í fyrra. Afgangurinn á fjórðungnum stafar af 62,3 ma.kr. afgangi af þjónustuviðskiptum og 8 ma.kr. afgangi af jöfnuði frumpáttatekna og rekstrarframlaga en á móti vó 38,5 ma.kr. halli af vöruskiptum. Endurskoðun á áður birtum tölum sýnir einnig meiri afgang í fyrra og á fyrsta ársfjórðungi ársins sem skýrist af meiri þjónustu- og frumpáttaafgangi en áður var talið.

Á öðrum ársfjórðungi jókst einkaneysla um 8,2% og um 7,7% á fyrri hluta ársins. Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu, greiðslukortavelta, nýskráning bifreiða og smásöluveltutölur á fyrstu tveimur mánuðum þriðja ársfjórðungs benda til áframhaldandi kröftugs vaxtar auk þess sem þróun kaupmáttar og fasteignaverðs styður við eftirspurn heimila. Væntingavísitala Gallup í september var 131,9 stig, sem er ríflega 28 stigum meira en á sama tíma fyrra árs. Vísitala fyrirhugaðra stórkaupa heimila lækkaði hins vegar lítillega milli mælinga og var 65 stig í september.

Samkvæmt niðurstöðum haustkönnunar Gallup á viðhorfum 400 stærstu fyrirtækja landsins, sem framkvæmd var í ágúst og september, gætir mikillar bjartsýni á efnahagsaðstæður meðal stjórnenda. Vísitala efnahagslífsins mældist 194,3 stig sem er fjórða hæsta mæling hennar frá upphafi. Vísitölurnar fyrir samgöngur- og ferðaþjónustu, byggingarstarfsemi, fjármálaþjónustu og verslun mældust allar 200 sem er hæsta gildi sem vísitölurnar geta tekið. Rúmur helmingur stjórnenda telur efnahagsaðstæður verða óbreyttar (þ.e. verða áfram góðar) að sex mánuðum liðnum. Samkvæmt könnuninni voru svarendur ekki jafn bjartsýnir og í sumarkönnuninni en voru hins vegar nokkru bjartsýnni en þeir voru í september í fyrra.

Samkvæmt haustkönnun Gallup vildu tæplega þriðjung fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum. Þetta er heldur lægra hlutfall en var í sumarkönnuninni en töluvert hærra en á sama tíma í fyrra. Eins og í sumarkönnuninni töldu 42% fyrirtækja skort vera á starfsfólki og hefur þeim fjölgað um rúmlega 16 prósentur frá sama tíma í fyrra.

Launavísitalan hækkaði um 0,3% milli mánaða í ágúst, um 11,2% milli ára. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna jókst um 10,1% milli ára.

Húsnæðisverðvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið hækkaði um 4,2% milli fjórðunga að teknu tilliti til árstíðar á þriðja fjórðungi ársins og um 10,2% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 1,7% milli mánaða í ágúst þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og um 13,1% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 9% á fyrstu átta mánuðum ársins miðað við sama tíma í fyrra.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,48% milli mánaða í september eftir að hafa hækkað um 0,34% í ágúst. Ársverðbólga mældist 1,8% í september og hafði aukist töluvert frá ágústfundi

peningastefnunefndar. Sé litið fram hjá húsnæðislið vísitölunnar hafði verðlag lækkað um 0,4% frá september í fyrra. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu flestir til þess að hún hafi aukist frá fyrri mánuði og legið á bilinu 2-2,5% í september.

Aukna verðbólgu í september má að mestu rekja til tveggja þátta, annars vegar grunnáhrifa vegna mikillar lækkunar verðlags í september í fyrra og hins vegar hækkunar kostnaðar vegna eigin húsnæðis. Leiðrétting á skekkju í útreikningum Hagstofunnar á vísitölunni hafði töluverð áhrif á hækkun húsnæðisliðar vísitölunnar þar sem verðhækkanir húsnæðis í ágúst voru teknar með í verðbólgutölum septembermánaðar. Vegna leiðréttingarinnar hækkaði vísitala neysluverðs 0,27 prósentum meira í mánuðinum en hún hefði gert án hennar. Ennfremur gætti árstíðarbundinna þátta í mælingu verðbólgu í september. Útsölulok höfðu áhrif til hækkunar en verð á flugfargjöldum lækkaði. Verð almennrar þjónustu hafði hækkað um 0,8% milli ára í september samanborið við 0,5% í júlí sl.

Verðbólga á þriðja ársfjórðungi mældist 1,3% en hefði mælst 1,5% ef mistökin hefðu ekki átt sér stað sem er í ágætu samræmi við spá Seðlabankans sem birt var í *Peningamálum* 2016/3 sem gerði ráð fyrir 1,2% verðbólgu á fjórðungnum. Leiðrétting Hagstofunnar sýnir einnig að ofspá Seðlabankans á fyrri hluta ársins var nokkru minni en áður var talið.

Verðbólguvæntingar heimila samkvæmt könnun Gallup hafa aldrei mælst lægri en þær gerðu í september. Verðbólguvæntingar þeirra til eins árs mældust þá 2,5% og höfðu lækkað um 0,7 prósentur frá síðustu könnun sem framkvæmd var í maí og væntingar þeirra til tveggja ára mældust 3% og höfðu lækkað um 1 prósentu milli kannana. Samkvæmt haustkönnun Gallup meðal stjórnenda fyrirtækja lækkuðu verðbólguvæntingar þeirra til eins árs um 1 prósentu og voru 2% en verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára lækkuðu um 0,5 prósentur og voru 3%.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti nefndina um gang mála í tengslum við losun fjármagnshafta. Nefndin ræddi gjaldeyrisinngripastefnu bankans. Voru nefndarmenn sammála um að ekki væri tímabært að gera breytingar á inngripastefnunni að þessu sinni þar sem frumvarp til laga um breytingu á lögum um gjaldeyrisráð hafði ekki enn verið samþykkt eins og nefndin hafði gert ráð fyrir á síðasta fundi sínum, og losun hafta sem frumvarpið gerir ráð fyrir að eigi sér stað við samþykkt þess því ekki komin til framkvæmda. Nefndin ákvað hins vegar að staðan yrði endurmetin á næsta fundi nefndarinnar eða á sérstökum fundi ef á þyrfti að halda.

Nefndarmenn ræddu um það hvort þróunin frá síðasta fundi hefði breytt mati þeirra á því hvort taumhald peningastefnunnar væri hæfilegt og hvort horfurnar hefðu breyst, en á fundinum í ágúst hafði nefndin ákveðið að lækka vexti bankans um 0,5 prósentur þar sem útlit væri fyrir að hægt væri að halda verðbólgu við markmið til miðlungs langs tíma litið með lægri vöxtum en áður var talið.

Nefndarmenn ræddu þær upplýsingar sem komið höfðu fram á milli funda og voru sammála um að stóra myndin væri að mestu leyti óbreytt frá síðasta fundi. Var það mat nefndarinnar að áfram mætti gera ráð fyrir miklum hagvexti á næstunni enda bentu nýjustu vísbendingar til þess að vöxturinn gæti jafnvel orðið kröftugri en nefndin hafði áður búist við.

Eins og nefndin hafði gert ráð fyrir jókst verðbólga á ný í september vegna óhagstæðra grunnáhrifa. Hækkun vísitölunnar var hins vegar nokkru meiri en áætlað hafði verið vegna leiðréttingar á skekkju í verðbólguælingum Hagstofu Íslands á tímabilinu mars til ágúst sl. Þrátt fyrir þessa leiðréttingu voru nefndarmenn sammála um að verðbólguhorfur hefðu lítið breyst frá þeirri spá sem bankinn birti í ágúst. Fram kom í umræðunni að breytingin væri innan 50%

Óvissumats spárinnar og bent var á að gengi krónunnar hefði einnig hækkað enn frekar frá því sem gert var ráð fyrir í spánni. Verðbólguvæntingar hefðu einnig haldist áfram við verðbólgu markmiðið á flesta mælikvarða. Nefndarmenn töldu jafnframt jákvætt að verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja hefðu lækkað verulega frá síðasta fundi. Nefndarmenn veittu því einnig athygli að ofspá Seðlabankans á verðbólgu á öðrum og þriðja ársfjórðungi í spánum sem birtar voru á fyrri hluta ársins hefði reynst minni en áður var talið. Jafnframt var bent á að hefði verðbólga verið rétt mæld hefði hún ekki farið niður fyrir 1% frávíksmörk verðbólgu markmiðsins í ágúst og Seðlabankinn því ekki þurft að senda ríkisstjórninni sérstaka greinargerð vegna frávíksins.

Nefndarmenn horfðu til þess að þrátt fyrir miklar launahækkanir og öran vöxt eftirspurnar hefði verðbólga haldist undir markmiði um tveggja og hálfis árs skeið. Nefndarmenn voru sem fyrr sammála um að viðskiptakjarabati, lítil alþjóðleg verðbólga, aðhaldssöm peningastefna og hækkun gengis krónunnar þrátt fyrir töluverð gjaldeyriskaup Seðlabankans hafi vegið á móti áhrifum launahækkana á verðbólgu. Fram komu nokkrar áhyggjur af þeirri miklu hækkun raungengis sem orðið hefði á skömmum tíma og bent var á að ákveðin óvissa ríkti um forsendur hækkunarinnar til lengri tíma litið, þ.e.a.s. viðskiptakjarabatann og bylgju ferðamanna sem streymdu til landsins. Ýmis einkenni þess að ofpensluskeið væri í uppsiglingu hefðu komið fram, en á hinn bóginn væri vöxtur útlána innan hóflegra marka og ytri jöfnuður þjóðarbúskaparins og hrein staða bentu ekki til þess að forsendur hagvaxtarins myndu bresta á næstu misserum. Nefndin ákvað að ræða frekar stöðu og horfur í gengismálum á næsta fundi sínum enda má þá búast við að fyrstu áhrif almennrar losunar fjármagnshafta yrðu komin fram.

Enginn nefndarmaður taldi ástæðu til að breyta vöxtum að þessu sinni. Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 5,25%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 5%, vextir af lánnum gegn veði til sjö daga 6% og daglánavextir 7%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndin var sammála um að líkur á vaxandi spennu í þjóðarbúskapnum og óvissa í tengslum við losun fjármagnshafta kölluðu á varfærni við ákvörðun vaxta. Aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum myndi ráðast af efnahagsþróuninni og því hvernig tekst til við losun fjármagnshafta.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 16. nóvember 2016.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2016

Birt: 30. nóvember 2016

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[opinberlega skuli] birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við löggin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 14. og 15. nóvember 2016, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 16. nóvember og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 5. október eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum* 2016/4 hinn 16. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði hækkað um 4,6% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu frá októberfundi nefndarinnar, um 4,9% gagnvart evru, 4,1% gagnvart bresku pundi og um 1,4% gagnvart Bandaríkjadal. Hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu 475 milljónum evra (59,4 ma.kr.) á milli funda og var hlutdeild hans á markaðnum um 54,4% af veltu. Það sem af er ári hafa hrein gjaldeyriskaup bankans numið 2.618 milljónum evra (353,6 ma.kr.) en frá því í ágúst hefur bankinn keypt minna af innstreymi á gjaldeyrismarkað en hann gerði fyrr á árinu.

Vextir á millibankamarkaði með krónur höfðu þróast í takt við meginvexti bankans á milli funda og velta verið nokkur. Taumhald peningastefnunnar hafði styrkst lítillega miðað við raunvexti Seðlabankans frá því á fundi nefndarinnar í október. Raunvextir bankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum höfðu hækkað um 0,2 prósentur milli funda og voru 3,0%.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa og verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði lítið breyst milli funda nefndarinnar.

Vextir óverðtryggðra og verðtryggðra inn- og útlána stóru viðskiptabankanna voru nánast óbreyttir frá októberfundinum líkt og meðaltal húsnæðislánavaxta lífeyrissjóða.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands hafði lítið breyst á milli funda. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs mældist 0,9% og áhættuálag mælt sem vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs og sambærilegu þýsku bréfi var 1,1 prósentu en sambærilegur vaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum hafði hins vegar minnkað um 0,2 prósentu á milli funda og var 0,9 prósentu. Vaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum og Þýskalandi hefur ekki verið jafn lítill frá útgáfu bréfa ríkissjóðs árin 2012 og 2014.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu ýmist óbreyttra nafnvaxta eða 0,25 prósentna lækkunar að þessu sinni. Þeir voru hins vegar sammála um að tvísýnt væri um vaxtaákvörðunina þar sem ólíkir þættir toguðust á. Vísuðu þeir annars vegar til þess að töluverð spenna væri í þjóðarþúskapnum sem kallaði á óbreytt taumhald en bentu hins vegar á að verðbólguhorfur hefðu batnað vegna hækkunar gengis krónunnar sem gæti haft í för með sér að slakað yrði á taumhaldinu.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 2,8% milli ára á þriðja ársfjórðungi sé leiðrétt fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð, sem er svipaður vöxtur og á öðrum ársfjórðungi en heldur hægari ársvöxtur en var á fjórum ársfjórðungum þar á undan. Umframlausafé innlánsstofnana í Seðlabankanum, þ.e. innstæður þeirra á viðskiptareikningi í bankanum umfram álagða bindiskyldu, hefur haldist tiltölulega stöðugt en seðlar og mynt í umferð hafa aukist í takt við fjölgun erlendra ferðamanna í landinu.

Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda jókst heildarstofn útlána lánakerfisins til innlendra aðila um 1,8% að nafnvirði milli ára á þriðja fjórðungi ársins en um tæplega 3% sé tekið tillit til áhrifa gengisbreytinga á stofn lána í erlendum gjaldmiðlum. Sem fyrr skýrist vöxturinn að mestu leyti af auknum útlánnum til atvinnufyrirtækja. Útlán lífeyrissjóða til heimila hafa aukist töluvert undanfarið ár og jókst stofn sjóðfélagalána um fjórðung milli ára á þriðja fjórðungi ársins. Hlutdeild þeirra í heildarútlánaaukningu til heimila er orðin svipuð og hjá innlánsstofnunum. Á móti hefur stofn útlána Íbúðalánasjóðs áfram dregist saman og samanlögð útlánaaukning lánakerfis til heimila er því enn tiltölulega hófleg þrátt fyrir töluverðan vöxt innlendra eftirspurnar.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði lækkað um 2,2% á milli funda og um tæp 10% frá áramótum. Velta á aðalmarkaði var rúmlega 480 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins eða um helmingi meiri en á sama tímabili í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Halli af vöruviðskiptum Íslands nam 82,2 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var 25,3 ma.kr. halli. Verðmæti útflutnings dróst saman um 4,8% á föstu gengi en verðmæti innflutnings jókst um 7,7%. Minni útflutningur skýrist einkum af 11,5% samdrætti útflutnings iðnaðarvöru. Vöxtur innflutnings stafar einkum af því að innflutningur flutningatækja jókst um 37% frá sama tíma í fyrra, innflutningur „annarrar“ neysluvöru um fimmtung og innflutningur fjárfestingarvöru um 14%.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hækkandi álverð um 3,4% frá fundi peningastefnunnar í október og var meðalverð í október 9,2% hærra en fyrir ári. Verð sjávarafurða í erlendum

gjaldmiðlum lækkaði hins vegar um 0,6% milli mánaða í september en hafði hækkað um 6% milli ára.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hefur hækkað í hverjum mánuði frá því í desember 2015 og var 95 stig í október og því tæplega 17% hærra en 25 ára meðaltal þess. Á fyrstu tíu mánuðum ársins nam hækkunin 11,4% frá sama tíma í fyrra. Hana má fyrst og fremst rekja til hækkunar nafngengis krónu um 10,5%, en verðbólga hér á landi var 0,7 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjórþarbúskapur og verðbólga

Á þriðja fjórðungi ársins hækkaði launavísitalan um 1,6% milli fjórðunga og um 11% frá fyrra ári en kaupmáttur launa jókst um 8,5% milli ára.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar fyrir þriðja ársfjórðung fjölgaði heildarvinnustundum um 3,2% frá fyrra ári, eins og gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Fjölgun heildarvinnustunda má rekja til þess að starfandi fólki fjölgaði um 4,5% en á móti styttist meðalvinnuvikan um 1,2%.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 3,1% á þriðja fjórðungi ársins og minnkaði um eina prósentu milli ára. Atvinnuþátttaka jókst um ríflega 1 prósentu frá sama tíma í fyrra og mælist nú álíka há og hún var mest snemma árs 2007.

Helstu vísbendingar um einkaneyslu benda til að áframhaldandi kröftugur vöxtur hafi verið á þriðja ársfjórðungi. Greiðslukortavelta jókst um rúm 11% milli ára og nýskráðum bifreiðum fjölgaði um rúm 41%. Dagvöruvelta jókst einnig umtalsvert á fjórðungum og aðrar smásöluvísitölur hækkuðu milli ára.

Húsnæðisverðvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok október, hækkaði um 1,4% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar og um 12,7% milli ára. Í september hækkaði vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, um 0,3% frá fyrri mánuði þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og um 12,2% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 9,1% á fyrstu níu mánuðum ársins miðað við sama tímabil í fyrra.

Væntingavísitala Gallup mældist 144,3 stig í október og hækkaði um 12,4 stig milli mánaða og um 35,4 stig milli ára. Þetta er hæsta gildi vísitölnunnar frá júní 2007. Allar undirvísitölur hækkuðu bæði milli mánaða og á milli ára.

Vísitala neysliverðs var óbreytt milli mánaða í október en ársverðbólgan mældist 1,8%. Vísitala neysliverðs án húsnæðis hafði hins vegar lækkað um 0,5% sl. tólf mánuði. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu flestir til þess að hún hafi verið óbreytt milli mánaða í október og legið á bilinu 2-2,5%.

Helsti áhrifaþáttur í október var hækkun kostnaðar vegna eigin húsnæðis en á móti vó lækkun á matvælavæði, póst- og símaþjónustu. Verð almennrar þjónustu hafði hækkað um 0,9% sl. tólf mánuði í október samanborið við 0,8% í september.

Samkvæmt könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í byrjun nóvember væntu þeir að verðbólga yrði 2,2% eftir eitt ár, sem er 0,1 prósentu minna en í síðustu könnun í ágúst sl. Væntingar þeirra um ársverðbólgu eftir tvö ár voru óbreyttar og námu 3%. Markaðsaðilar gerðu jafnframt ráð fyrir að verðbólga yrði 2,8% að meðaltali á næstu tíu árum sem er 0,2 prósentum minna en þeir væntu í ágúst. Vísbendingar um lækkun langtímaverðbólguvæntinga mátti einnig lesa úr verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði en tíu ára

álagið mældist á bilinu 2,2-2,3% það sem af var fjórða ársfjórðungi en mældist ríflega 2,5% á þriðja ársfjórðungi.

Samkvæmt spánni sem birt var í *Peningamálum* 16. nóvember 2016 mun verðbólga aukast á næstu misserum en hægar en áður var spáð. Verðbólga var 1,3% að meðaltali á þriðja fjórðungi ársins sem var svipað og gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Líkt og í ágúst er spáð aukinni verðbólgu á fjórða ársfjórðungi eða 2,1%, sem má að nokkru leyti rekja til óhagstæðra grunnáhrifa. Þegar kemur fram á næsta ár víkur nýja grunnspáin hins vegar umtalsvert frá fyrri spá bankans. Í stað þess að ná hámarki í tæplega 3¼% á fyrri hluta árs 2018 eins og spáð var í ágúst helst verðbólga á bilinu 2,5-3% út spátímann. Meginástæða minni verðbólgu er að nýja spáin byggist ekki á þeirri tæknilegu forsendu að gengi krónunnar haldist óbreytt á spátímanum heldur er gengisþróunin hluti af því sem spáð er. Að þessu sinni er spáð áframhaldandi hækkun yfir meginhluta spátímans. Að auki er spáð minni framleiðsluspennu og minni hækkun launakostnaðar á framleidda einingu.

Hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda hefur verið hægur um nokkurt skeið. Hann var að meðaltali um 1,6% á fyrri hluta þessa árs og samkvæmt grunnspánni verður vöxturinn svipaður á árinu í heild. Hagvaxtarhorfurnar fyrir árið í ár hafa lítið breyst frá ágústspá *Peningamála*, því að horfur á lakari hagvexti í Bandaríkjunum vega á móti heldur meiri vexti í nokkrum öðrum iðnríkjum. Horfur eru á svipuðum hagvexti á næstu tveimur árum en spáð er að hann verði kominn í 1,9% árið 2019.

Verð á útflutningsafurðum Íslendinga hefur hækkað töluvert undanfarin tvö ár í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda. Viðskiptakjör hafa batnað um tæplega 10% á því tímabili og horfur eru á að þau batni um tæplega 3% til viðbótar í ár. Þrátt fyrir meiri hækkun alþjóðlegs olíuverðs og óhagstæðari verðþróun sjávar- og álafurða en vænst var í ágúst er þetta meiri bati viðskiptakjara en þá var spáð, sem má að mestu leyti rekja til hagstæðari þróunar verðlags annars inn- og útflutnings. Talið er að viðskiptakjör batni áfram lítillega á næsta ári en líkt og í ágúst er því spáð að þau rýrni lítillega á seinni hluta spátímans.

Útflutningshorfur fyrir yfirstandandi ár hafa lítið breyst frá ágústspá bankans. Grunnáhrif sem rekja má til endurskoðunar þjóðhagsreikninga í september valda því að spáð er að útflutningur vaxi tæplega 1 prósentu hægar að raunvirði en spáð var í ágúst. Minni aflaheimildir í loðnu gera það að verkum að útflutningur sjávarafurða er nú talinn munu dragast saman um 2% á næsta ári í stað þess að aukast um 3½%. Á móti vegur hins vegar að horfur eru á meiri vexti útfluttrar þjónustu og ýmissar iðnaðarvöru. Talið er að nokkuð dragi úr vexti útflutnings árin 2018-2019 í takt við hækkandi raungengi og hægan vöxt alþjóðlegra efnahagssumsvifa.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var hagvöxtur 4,1% á fyrri hluta þessa árs. Er það svipaður vöxtur og á öllu árinu í fyrra og meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans, en þá var spáð 3,6% hagvexti á fyrri hluta ársins. Talið er að hagvöxtur hafi sótt enn frekar í sig veðrið á þriðja ársfjórðungi og verið um 6¼%. Samkvæmt spánni verður vöxturinn 5% á árinu í heild, sem er áþekkur vöxtur og spáð var í ágúst. Sem fyrr leggst á eitt mikill vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar en á móti vegur neikvætt framlag utanríkisviðskipta þrátt fyrir tæplega 8% vöxt útflutnings. Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að hagvöxtur leiti smám saman að langtímaleitni og verði um 3% árið 2018 og 2¼% árið 2019.

Að undanskildum stöðugleikaframlögum er áætlað að hagsveifluleiðréttur frumjöfnuður versni um 1,2% af landsframleiðslu í ár. Tilslökunin bætist við slökun aðhalds í fyrra um 1,3% af landsframleiðslu. Samtals nemur slökunin því 2,5% af landsframleiðslu á árunum 2015-2016. Gert er ráð fyrir enn frekari slökun á næsta ári eða sem nemur tæplega 1% af landsframleiðslu en að ríkisfjármálin verði í meginatriðum hlutlaus árin 2018-2019.

Mikill kraftur er einnig á innlendum vinnumarkaði. Það sem af er ári hefur heildarvinnustundum fjölgað um 2,7% frá sama tíma í fyrra og gert er ráð fyrir að fjölgunin á árinu í heild verði 3% sem er lítillega meira en spáð var í ágúst. Gert er ráð fyrir 3½% fjölgun á næsta ári en að nokkuð hægi á henni frá árinu 2018 þegar hagvöxtur leitar í langtíma leitnivöxt. Samkvæmt spánni verður atvinnuleysi að meðaltali 3,1% í ár sem er lítillega minna en spáð var í ágúst. Horfur eru á svipuðu atvinnuleysi á næsta ári en að það þokist síðan upp í það stig sem talið er samræmast lítilli og stöðugri verðbólgu.

Sem fyrr er meginuppsprettu innlends verðbólguþrýstings að finna á vinnumarkaði en miklar launahækkningar í síðustu kjarasamningum auka tekjur heimila og eftirspurn þeirra og geta knúið fyrirtæki til að velta hluta kostnaðaraukans út í verðlag.

Talið er að launakostnaður fyrirtækja hækki um 9½% á árinu í heild sem er nokkru minni hækkun en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Líkt og í ágúst er búist við að heldur dragi úr launahækkunum á næstu árum. Þótt spá um hraðari framleiðnivöxt á næstu tveimur árum valdi því að launakostnaður á framleidda einingu aukist hægar en spáð var í ágúst, eru áfram horfur á að hann aukist töluvert meira en samrýmist verðstöðugleika til lengri tíma litið.

Eftir því sem atvinnuleysi hefur minnkað hefur orðið erfiðara fyrir fyrirtæki að ráða starfsfólk og gætir vaxandi skorts á vinnuafli í nánast öllum atvinnugreinum. Vísbendingar eru því um vaxandi spennu í þjóðarbúinu. Eins og í fyrri spám bankans er talið að framleiðslulaki hafi horfið í fyrra og að framleiðsluspenna verði líðlega 2% af framleiðslugetu í ár. Skorti á vinnuafli hefur hins vegar að nokkru leyti verið mætt með innflutningi vinnuafls sem eykur framleiðslugetu þjóðarbúsins og léttir á þrýstingi á innlenda framleiðsluþætti. Gert er ráð fyrir meiri innflutningi vinnuafls á spátímanum en í ágústspánni. Framleiðsluspennan verður því minni frá næsta ári en þá var spáð.

Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskapar og mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Óvissuþættirnir sem fjallað er um í nóvemberhefti *Peningamála* undirstrika að verðbólguhorfur til næstu þriggja ára gætu auðveldlega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verðbólga gæti t.d. reynst meiri ef heimilin auka einkaneyslu meira en grunnspáin gerir ráð fyrir. Þá gæti endurskoðun kjarasamninga í byrjun næsta árs haft í för með sér meiri launahækkningar en gert er ráð fyrir og mikil spennu á vinnumarkaði leitt til meira launaskriðs en spáð er. Svigrúm og vilji fyrirtækja til að taka á sig kostnaðarhækkningar í kjölfar kjarasamninga gætu einnig verið ofmetin. Lítið framboð húsnæðis, vaxandi útleiga íbúða til ferðamanna og mikill innflutningur vinnuafls gætu einnig leitt til hraðari hækkunar húsnæðisverðs en gert er ráð fyrir en það myndi auka mælda verðbólgu beint í gegnum húsnæðislið vísitölu neysluverðs og óbeint í gegnum kröftugri eftirspurn vegna aukins auðs húsnæðiseigenda. Eftirspurnarþrýstingur gæti einnig reynst vanmetinn ef það slaknar enn meira á aðhaldi ríkisfjármála í kjölfar nýafstaðinna kosninga. Þá er óvíst hversu traust nýfengin kjölfesta verðbólguvæntinga er og þar með hvernig þær myndu þróast ef gengi krónunnar lækkaði í framtíðinni.

Verðbólga gæti einnig verið ofmetin í spánni. Alþjóðlegar efnahagshorfur gætu t.d. reynst of bjartsýnar og því gætu efnahagssumsvif hér á landi verið ofmetin og innflutt verðhjöðnun reynst þrálátari en gert er ráð fyrir, a.m.k. á meðan gengi krónunnar gefur ekki verulega eftir. Þá gæti gengi krónunnar hækkað enn meira og framleiðnivöxtur gæti leitað hraðar upp í leitnivöxt en grunnspáin felur í sér. Tilhneiging fyrirtækja til að taka á sig kostnaðarhækkningar vegna kjarasamninga með hagræðingu gæti einnig verið vanmetin í grunnspánni, t.d. ef samkeppni reynist meiri en gert er ráð fyrir í spánni.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti nefndina um gang mála í tengslum við losun fjármagnshafta. Nefndin ræddi einnig gjaldeyrisinngripastefnu bankans, m.a. í ljósi þess að breyting á lögum um gjaldeyrisráðgjafi hafði nýlega verið samþykkt og losun fjármagnshafta á einstaklinga og fyrirtæki því hafin. Fjármagnsútlæði hafði enn sem komið var ekki verið mikið. Innstreymi á gjaldeyrismarkað hafði hins vegar verið töluvert frá síðasta fundi nefndarinnar og virtist að mestu leyti tilkomið annars vegar vegna afgangis á viðskiptum við útlönd, sem rekja mætti til bættra viðskiptakjara og aukins útflutnings, sérstaklega vegna aukinna umsvifa í ferðaþjónustu, og hins vegar vegna fjármagnsinnstreymis sem tengdist öðrum þáttum en innstreymi á skuldabréfamarkað vegna vaxtamunar. Voru nefndarmenn sammála um að hækkun gengis krónunnar að undanfögnu ætti a.m.k. að hluta rætur að rekja til aðlögunar að herra jafnvægisraungengi. Seðlabankinn hafði keypt töluvert af gjaldeyri í aðdraganda losunar fjármagnshafta til að byggja upp gjaldeyrisforða, en að mati nefndarinnar var forðinn orðinn nægilega stór miðað við þau viðmið sem bankinn hafði sett sér. Frá því í ágúst hafði Seðlabankinn keypt hlutfallslega minna af gjaldeyrisinnstreyminu en hann hafði gert fyrr á árinu. Nefndin var sammála um að rétt væri að halda áfram á þeirri braut að öðru óbreyttu en endurmeta stöðuna á næsta fundi nefndarinnar.

Nefndarmenn ræddu um það hvort þróunin frá síðasta fundi hefði breytt mati þeirra á því hvort taumhald peningastefnunnar væri hæfilegt og hvort horfurnar hefðu breyst, en á fundinum í október hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum þar sem vaxandi spenna í þjóðarbúskapnum og óvissa í tengslum við losun fjármagnshafta kölluðu á varfærni við ákvörðun vaxta.

Nefndin tók í því sambandi mið af nýrri grunnsþá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 16. nóvember en samkvæmt henni stefnir í mikinn hagvöxt á þessu og næsta ári og eru horfur á kröftugri vexti umsvifa en bankinn gerði ráð fyrir í síðustu spá sinni í ágúst sl. Einnig horfði nefndin til þess að hagvöxturinn væri í ríkari mæli en áður borinn uppi af innlendri eftirspurn, störfum hefði haldið áfram að fjölga hratt, atvinnuleysi hefði minnkað hratt og skýrari merki en áður væru um að hraður vöxtur eftirspurnar sé farinn að reyna á þanþol innlendra framleiðsluþátta. Nefndarmenn voru hins vegar sammála um að meiri aðflutningur erlends vinnuafli virtist ná að vega nokkuð á móti.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina og tók mið af því að verðbólga mældist 1,8% í október og hefði haldist undir markmiði um tæplega þriggja ára skeið þrátt fyrir miklar launahækkanir og öran vöxt eftirspurnar. Undirliggjandi verðbólga hafði einnig verið undir markmiði en fráviknið frá markmiði var minna en í tilviki verðbólgu mældrar með vísitölu neysluverðs. Eins og á fyrri fundum nefndarinnar ræddi hún ástæður lítillar verðbólgu þrátt fyrir aukna spennu í þjóðarbúskapnum. Voru nefndarmenn sem fyrr sammála um að viðskiptakjarabati, lítil alþjóðleg verðbólga og hækkun gengis krónunnar hefðu vegið á móti áhrifum launahækkana á verðbólgu.

Nefndarmenn voru einnig sammála um að aðhaldssöm peningastefna hefði leikið mikilvægt hlutverk við að halda aftur af verðbólgu og tryggja verðbólguvæntingum traustari kjölfestu. Þetta hefði hún gert með því að hægja á vexti eftirspurnar, beina hluta mikillar hækkunar tekna og auðs í sparnað og halda aftur af útlánvexti. Taldi nefndin að með þessu móti hefði peningastefnan stutt við gengi krónunnar sem hefði lækkað innflutningsverð enn frekar og þannig beint hluta kröftugrar eftirspurnar út úr þjóðarbúskapnum.

Nefndin veitti því athygli að samkvæmt nýrri verðbólguþá bankans væri útlit fyrir að verðbólga verði undir markmiði fram á mitt næsta ár en á bilinu 2½-3% eftir það til loka spátímans. Rætt

var um að horfur væru á töluvert minni verðbólgu en í fyrri birtum spám bankans sem sýndu aukna verðbólgu fram eftir spátímanum. Voru nefndarmenn sammála um að hagstæðari verbólguþróun skýrðist að verulegu leyti af því að gengi krónunnar væri nú spáð í grunnspánni í stað þess að byggja á tæknilegri forsendu um óbreytt gengi allt spátímabilið. Miðlun taumhalds peningastefnunnar í gegnum gengisfarveginn yrði því virkari og verðbólga héldist lengur í skefjum. Nefndin ræddi að við ákvarðanir sínar að undanförunu hefðu flestir nefndarmenn vænst töluverðrar gengishækkunar krónunnar. Breytt verðbólguþá gæfi því ekki jafnmikið tilefni til viðbragða peningastefnunnar og ætla mætti út frá breytingu á birtum spám bankans. Að mati nefndarinnar höfðu verðbólguhorfur þó einnig batnað að teknu tilliti til þessa, einkum til skemmri tíma litið.

Nefndin ræddi taumhald peningastefnunnar sem hafði aukist lítillega frá októberfundinum bæði miðað við raunvexti bankans og hækkun gengis krónunnar. Að mati nefndarmanna voru bæði rök fyrir því að halda vöxtum óbreyttum að þessu sinni og að lækka þá um 0,25 prósentur.

Helstu rök sem fram komu á fundinum fyrir að halda vöxtum óbreyttum voru þau að þótt aðstæður til lækkunar vaxta kynnu að vera að skapast væri ekki tímabært að taka slíka ákvörðun í ljósi þess að óvissa um mikilvæga þætti hefði aukist, a.m.k. tímabundið. Þar skipti miklu óvissa um stefnuna í ríkisfjármálum í framhaldi af nýafstöðnum kosningum og að ekki lægi fyrir hver efnahagsstefna næstu ríkisstjórnar yrði að öðru leyti. Nefndin var einnig sammála um að órói á vinnumarkaði hefði aukist, ekki síst í kjölfar nýlegs úrskurðar um hækkun launa þjórðkjörinna fulltrúa. Ef kæmi til endurskoðunar kjarasamninga á næsta ári gæti það haft í för með sér meiri launahækkunir en gert er ráð fyrir í forsendum spárinnar. Að auki var nefnt að óvissu um áhrif losunar fjármagnshafta gætti enn þótt nefndarmenn væru sammála um að vel hefði gengið fram til þessa. Við hina innlendu óvissuþætti bættist síðan að óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur hafði aukist milli funda. Þeir nefndarmenn sem hölluðust helst að því að halda vöxtum óbreyttum töldu jafnframt að þótt það gætu verið rök fyrir því að auka hvata til fjárfestingar erlendis dygði 0,25 prósentna lækkun vaxta líklega lítið heldur þyrfti að lækka þá verulega og gefa skýr skilaboð um að þeim yrði haldið lágum um einhvern tíma. Það myndi hins vegar stangast á við það vaxtastig sem kann að reynast nauðsynlegt til að halda aftur af innlendum pensluöflum.

Helstu rök sem fram komu á fundinum fyrir því að lækka vexti voru þau að aðhald peningastefnunnar hefði aukist meira en áður var búist við vegna gengishækkunar krónunnar. Horfur væru á að krónan héldi áfram að styrkjast fram á næsta ár. Hið þetta taumhald væri ekki fyllilega tímabært í ljósi verðbólguþróunarinnar og því væri tilefni til að slaka tímabundið eitthvað á taumhaldinu sem skapaðist vegna gengishækkunarinnar. Minni vaxtamunur við útlönd gæti aukið hvata innlendra aðila til að fjárfesta erlendis og dregið úr gengishækkuninni, sem væri orðin fullmikil á skömmum tíma. Nefndarmenn sem töldu tilefni til lækkunar vaxta töldu eigi að síður ástæðu til varfærni og ekki væri öruggt að áframhald gæti orðið á lækkun vaxta, heldur yrði að endurmeta þörfina í ljósi þróunar annarra þátta sem hafa áhrif á taumhald peningastefnunnar. Þessir nefndarmenn töldu ólíklegt að miklar breytingar yrðu á aðhaldsstigi ríkisfjármála frá því sem gert væri ráð fyrir í grunnspánni fyrir en með fjárlögum fyrir árið 2018. Því væri ástæðulaust að bíða með að lækka vexti uns stefnan í ríkisfjármálum skýrðist. Þá lögðu þeir áherslu á að verulega hefði dregið úr hættu á snarpri gengislækkun í kjölfar losunar fjármagnshafta, enda væri slíkur þrýstingur þá væntanlega þegar kominn fram.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, yrðu 5,25%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 5%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 6% og daglánvextir 7%. Þrír

nefndarmenn greiddu atkvæði með tillögu seðlabankastjóra. Tveir nefndarmenn greiddu atkvæði gegn tillögu bankastjóra og vildu lækka vexti um 0,25 prósentur.

Nefndarmenn voru sammála um að þótt kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólguþröngun miðað virtist halda áfram að styrkjast og aðhald peningastefnunnar hafi að einhverju leyti aukist í gegnum hækkun gengis krónunnar, kölluðu kröftugur vöxtur eftirspurnar og ofangreindir óvissuþættir á varkárni við ákvörðun vaxta. Að mati nefndarmanna mun aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnuneftirfarinnar verður birt miðvikudaginn 14. desember 2016.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2016

Birt: 28. desember 2016

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[opinberlega skuli] birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við löggin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 13. desember 2016, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 14. desember og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarþúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 16. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði hækkað um 1,3% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu frá nóvemberfundi nefndarinnar, um 2,6% gagnvart evru, um 0,8% gagnvart Bandaríkjadal en lækkað um 1,4% gagnvart bresku pundi. Hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu 171 milljón evra (20,5 ma.kr.) á milli funda og var hlutdeild Seðlabankans á markaðnum um 53% af veltu. Það sem af var ári höfðu hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans numið 2.789 milljónum evra (374 ma.kr.).

Vextir á millibankamarkaði með krónur höfðu þróast í takt við meginvexti bankans. Raunvextir bankans höfðu lítið breyst miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum og voru 2,9%.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa og verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði lítið breyst á milli funda nefndarinnar.

Vextir óverðtryggðra og verðtryggðra inn- og útlána stóru viðskiptabankanna voru óbreyttir frá nóvemberfundinum líkt og meðaltal húsnæðislánavaxta lífeyrissjóða.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands var svipað og á síðasta fundi nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum mældist enn um 0,9% og áhættuálag mælt sem vaxtamunur á útgáfum ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðli og sambærilegum bréfum Bandaríkjanna og Þýskalands hafði hækkað um 0,1-0,2 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess ýmist að nafnvöxtum Seðlabankans yrði haldið óbreyttum í desember eða að þeir yrðu lækkaðir. Sem rök fyrir óbreyttum vöxtum vísuðu þær til kröftugs vaxtar innlendrar eftirspurnar, spennu á vinnumarkaði og óvissu vegna stefnunnar í ríkisfjármálum og losunar fjármagnshafta. Helstu rök fyrir lækkun vaxta voru þau að þrátt fyrir að þjóðhagsreikningar fyrir fyrstu níu mánuði ársins sýndu meiri hagvöxt en Seðlabankinn spáði í nóvember sl. benti samsetning hagvaxtarins til að verðbólguþrýstingur væri líklega minni. Gengisstyrking krónunnar að undanförunu hefði einnig aukið aðhald peningastefnunnar meira en Seðlabankinn hefði spáð.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 4,1% milli ára í september og 5,7% í október sé leiðrétt fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð, sem er meiri vöxtur en hafði verið sex mánuði þar á undan. Sem fyrr skýrist aukningin einkum af meiri innlánnum heimila en innlán atvinnufyrirtækja hafa einnig aukist milli ára.

Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda jókst heildarstofn útlána lánakerfisins til innlendra aðila um 1,9% að nafnvirði milli ára í október en um 3,4% sé tekið tillit til áhrifa gengisbreytinga á stofn lána í erlendum gjaldmiðlum. Sem fyrr skýrist vöxturinn að mestu leyti af auknum útlánnum til atvinnufyrirtækja. Útlán lífeyrissjóða og innlánsstofnana til heimila hafa aukist áfram en stofn útlána Íbúðalánasjóðs hefur dregist saman. Samanlögð útlánaaukning lánakerfis til heimila er því enn hófleg og var ársaukningin 2,4% í október sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, var nánast óbreytt á milli funda en hafði lækkað um 9,5% frá áramótum. Velta á aðalmarkaði var rúmlega 520 ma.kr. á fyrstu ellefu mánuðum ársins eða um 42% meiri en á sama tímabili í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Samkvæmt spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD), sem birt var í nóvember, er gert ráð fyrir að hagvöxtur og alþjóðaviðskipti verði lítillaga minni á heimsvísu í ár en stofnunin hafði spáð í júní. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur á heimsvísu verði 2,9% í ár sem er um 0,1 prósentu minni vöxtur en stofnunin spáði í júní en spáin um hagvöxt fyrir næsta ár er óbreytt, 3,3%. Spá OECD um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands er nær óbreytt fyrir árið í ár frá því sem gert var ráð fyrir í júní eða 1,6% en hefur verið endurskoðuð niður á við um 0,2 prósentur í 1,7% fyrir næsta ár sem er í takt við nóvemberspá *Peningamála*. Stofnunin færði verðbólguþrýstingur fyrir viðskiptalönd Íslands í ár lítillaga upp en hélt spánni fyrir næsta ár óbreyttri. Spáð er að verðbólga verði 1% í viðskiptalöndunum á þessu ári, 1,6% á því næsta og 1,9% árið 2018.

Halli af vöruskiptum Íslands nam um 92 ma.kr. á fyrstu ellefu mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var rúmlega 24 ma.kr. halli. Verðmæti útflutnings dróst saman um 4,8% á föstu gengi en verðmæti innflutnings jókst um 9,2%. Útflutningsverðmæti iðnaðarvöru dróst saman um tæp 11% en útflutningsverðmæti sjávarafurða um tæplega 2%. Vöxtur innflutnings stafar einkum af því að innflutningur flutningatækja jókst um 39% frá sama tíma í fyrra, innflutningur „annarrar“ neysluvöru um fimmtungu og innflutningur fjárfestingarvöru um 15%.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hækkandi álverð um 1,6% frá fundi peningastefnufndar í nóvember og var meðalverð í nóvember 18,4% hærra en fyrir ári. Er það mesta árshækkun síðan í júlí 2011. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækkandi um 1,7% milli mánaða í október en um 8,3% milli ára.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hefur hækkad í hverjum mánuði í eitt ár. Var það 98,1 stig í nóvember og því tæplega 21% hærra en 25 ára meðaltal þess. Á fyrstu ellefu mánuðum ársins nam hækkunin 12,2% frá sama tíma árið á undan. Hana má fyrst og fremst rekja til hækkunar nafngengis krónu um 11,2%, en verðbólga hér á landi var 0,7 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í desember var árshagvöxtur 10,2% á þriðja ársfjórðungi 2016. Þjóðarútgjöld jukust um 9,6% milli ára á fjórðungnum. Þar af jukust neysla og fjárfesting alls um 8,7% en framlag birgðabreytinga var jákvætt á fjórðungnum. Útflutningur jókst um 16,4% en á móti jókst innflutningur litlu meira eða um 16,9%. Á fyrstu níu mánuðum ársins var hagvöxtur 6,2% þar sem vógust á 9,3% vöxtur þjóðarútgjalda og neikvætt framlag utanríkisviðskipta.

Endurskoðun eldri gagna gerir samanburð við spá Seðlabankans frá nóvember erfiðan en hún hefur í för með sér tilfærslu úr einkaneyslu í útflutta þjónustu. Hagvöxturinn á fyrstu níu mánuðum ársins var 6,2% sem er 1,2 prósentum meira en spáð var. Sé horft fram hjá tilfærslunni úr einkaneyslu í útflutning munar mestu um að vöxtur fjárfestingar atvinnuveganna var nokkru meiri en spáð var á tímabilinu eða rúm 34% samanborið við 31% í nóvemberspánni.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 100,4 ma.kr. á þriðja ársfjórðungi eða sem nemur 15,3% af landsframleiðslu. Þetta er mesti afgangur af viðskiptum við útlönd svo langt aftur sem gögn ná. Afgangurinn á fjórðungnum stafar af 121,6 ma.kr. þjónustuafgangi og 1,3 ma.kr. afgangi af jöfnuði frumpáttatekna og rekstrarframlaga en á móti vó 22,5 ma.kr. halli af vöruskiptum. Endurskoðun á áður birtum tölum sýnir tæplega 2 ma.kr. meiri afgang á fyrri helmingi ársins sem skýrist að mestu af áðurnefndri tilfærslu úr einkaneyslu í þjónustuafgang.

Þrátt fyrir að þjóðhagsreikningar sýni að vöxtur einkaneyslu hafi verið minni það sem af er ári en áður var talið var hann myndarlegur og vísbendingar um einkaneyslu í upphafi fjórða ársfjórðungs gefa til kynna að framhald verði þar á þótt hann kunni að verða heldur minni en hann var framan af ári.

Væntingavísitala Gallup í nóvember var 133,2 stig, sem er ríflega 15 stigum meira en á sama tíma í fyrra en rúmum 11 stigum minna en mældist í október.

Samkvæmt niðurstöðum vetrarkönnunar Gallup, sem framkvæmd var í nóvember meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, voru stjórnendur lítillega svartsýnni um núverandi efnahagsaðstæður en í haustkönnuninni sem var gerð í september og töluvert svartsýnni um horfurnar á næstu sex mánuðum. Að teknu tilliti til árstíðar töldu um 78% svarenda núverandi aðstæður vera góðar og tæp 19% þær hvorki vera góðar né slæmar. Um 59% stjórnenda töldu að aðstæður myndu haldast óbreyttar (þ.e. góðar) en um fimmtungur að þær myndu batna. Stjórnendur í öllum atvinnugreinum voru svartsýnni um aðstæður eftir sex mánuði en í haustkönnuninni að teknu tilliti til árstíðar og voru stjórnendur í sjávarútvegi svartsýnastir. Allir svarendur voru svartsýnni en á sama tíma í fyrra. Rúmur fimmtungur stjórnenda taldi að aðstæður yrðu verri á næstu sex mánuðum. Stjórnendur voru mjög bjartsýnir um innlenda eftirspurn en um 57% þeirra töldu að hún myndi aukast á næstu sex mánuðum að teknu tilliti

til árstíðar, en þeim sem búast við vexti fækkaði þó lítillega frá haustkönnuninni. Væntingar um erlenda eftirspurn voru einnig töluverðar, en um 38% fyrirtækja telja að hún muni aukast. Þær hafa þó minnkað lítillega frá því í haustkönnuninni.

Samkvæmt könnuninni vildu um 30 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum að teknu tilliti til árstíðar. Þetta er heldur lægra hlutfall en var í haustkönnuninni. Hlutfallið er hátt í flestum greinum eða á bilinu 35-65% í iðnaði, samgöngum, byggingastarfsemi og annarri þjónustu, en um 20% í verslun og 17% í fjármálastarfsemi. Jafn mörg fyrirtæki í sjávarútvegi vildu hins vegar fjölga starfsfólki og vildu fækka.

Hlutfall fyrirtækja sem töldu vera skort á starfsfólki var 38% í vetrarkönnuninni að teknu tilliti til árstíðar og hefur þetta hlutfall sveiflast í kringum 40% í sl. þremur könnunum. Hlutfall fyrirtækja í byggingastarfsemi sem telja sig búa við skort jókst um tæplega 30 prósentur en um 83% fyrirtækja í greininni töldu sig búa við skort í vetrarkönnuninni.

Launavísitalan hækkaði um 0,3% milli mánaða í október en árshækkun hennar nam 10,4%. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna hafði aukist um 8,5% milli ára í október.

Húsnæðisverðvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok nóvember, hækkaði um 1,7% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar og um 13,3% milli ára. Í október hækkaði vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, um 1,9% milli mánaða þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og um 13,6% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 8,9% á fyrstu tíu mánuðum ársins miðað við sama tímabil í fyrra.

Vísitala neysliverðs var óbreytt milli mánaða í nóvember, annan mánuðinn í röð. Ársverðbólgan mældist 2,1% og hafði aukist úr 1,8% frá nóvemberfundi peningastefnunefndar. Aukningu verðbólgunnar má rekja til óhagstæðra grunnáhrifa vegna mikillar lækkunar verðlags í nóvember í fyrra. Sé litið fram hjá húsnæðislið vísitölunnar hafði verðlag hins vegar lækkað um 0,3% frá nóvember í fyrra. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu flestir til þess að hún hafi verið óbreytt milli mánaða í nóvember og legið á bilinu 2-2,5%. Undirliggjandi verðbólga hefur því verið nokkru nær verðbólgu markmiðinu undanfarið en mæld verðbólga.

Helsti áhrifaþáttur í nóvember var hækkun kostnaðar vegna eigin húsnæðis en á móti vó lækkun á matvælaverði og árstíðarbundin lækkun flugfargjalda til útlanda. Verð almennrar þjónustu hafði hækkað um 1,4% milli ára í nóvember samanborið við 0,9% í október og má að miklu leyti rekja hækkunina til grunnáhrifa.

Verðbólguvæntingar heimila hækkuðu samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Gallup. Verðbólguvæntingar þeirra til eins árs voru 3% en höfðu mælst 2,5% í sambærilegri könnun í september. Verðbólguvæntingar heimila til tveggja ára hækkuðu einnig um ½ prósentu frá fyrri könnun og mældust 3,5%. Samkvæmt vetrarkönnun Gallup meðal stjórnenda fyrirtækja voru verðbólguvæntingar þeirra til eins árs óbreyttar frá haustkönnuninni og mældust 2%. Vísbendingar um lækkun langtímaverðbólguvæntinga mátti hins vegar lesa úr verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði en tíu ára álagið hafði mælst á bilinu 2,1-2,3% það sem af var fjórða ársfjórðungi en hafði mælst riflega 2,5% á fjórðungnum á undan. Ekki lágu fyrir nýjar mælingar á verðbólguvæntingum markaðsaðila en samkvæmt könnun sem framkvæmd var í byrjun nóvember væntu þeir að verðbólga yrði 2,8% að meðaltali á næstu tíu árum sem er 0,2 prósentum minna en þeir væntu í ágúst.

II Vaxtaákvörðunin

Nefndin ræddi gang mála í tengslum við losun fjármagnshafta og gjaldeyrisinngrípastefnu bankans. Ákvað nefndin að gera ekki breytingu á inngrípastefnunni en endurmeta stöðuna á næsta fundi nefndarinnar eftir að næsta skref að losun fjármagnshafta á einstaklinga og fyrirtæki hefði verið tekið.

Nefndarmenn ræddu um það hvort þróunin frá síðasta fundi hefði breytt mati þeirra á því hvort taumhald peningastefnunnar væri hæfilegt og hvort horfurnar hefðu breyst, en á fundinum í nóvember hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum þrátt fyrir að hækkun gengis krónunnar fæli í sér aukið aðhald. Rökin fyrir þeirri afstöðu meirihluta nefndarinnar voru einkum þau að óvissa bæði innan lands og utan hefði aukist og að kröftugur vöxtur eftirspurnar kallaði á varkárni við ákvörðun vaxta.

Nýbirtir þjóðhagsreikningar fyrir fyrstu níu mánuði ársins sýna meiri hagvöxt en Seðlabankinn spáði í nóvember en svipaðan vöxt þjóðarútgjalda. Töldu nefndarmenn jákvætt að samsetning þjóðarútgjalda væri hagstæðari en spád hafði verið að því leyti að atvinnuvegafjárfesting hefði aukist meira en spád hafði verið og einkaneysla minna. Jafnframt var horft til þess að vöxtur útflutnings skýrði hagvöxtinn í ríkari mæli en hafði verið spád og munaði þar fyrst og fremst um kröftugan þjónustuútflutning. Jafnframt horfði nefndin til þess að metafgangur hafði verið á viðskiptajöfnuði á þriðja fjórðungi ársins. Voru nefndarmenn sammála um að tölur um viðskiptajöfnuð á fjórðungnum staðfestu mat hennar á síðasta fundi um að nýleg gengishækkun krónunnar endurspeglar að miklu leyti gjaldeyrisinnstreymi vegna afgangis á viðskiptum við útlönd vegna aukins útflutnings, sérstaklega aukinna umsvifa í ferðaþjónustu.

Nefndin veitti því athygli að verðbólga hafði verið í takt við nóvemberspá bankans og væntingar hennar á síðasta fundi. Hafði hún mælst 2,1% í nóvember og hefur því haldist undir markmiði um tæplega þriggja ára skeið þrátt fyrir miklar launahækkanir og öran vöxt eftirspurnar. Að mati nefndarinnar hafa hagfelld ytri skilyrði og hækkun á gengi krónunnar vegið á móti áhrifum launakostnaðar og innlendrar eftirspurnar en aðhaldssöm peningastefna jafnframt skapað verðbólguvæntingum kjölfestu, stuðlað að sparnaði og haldið útlánavexti í skefjum.

Nefndin ræddi taumhald peningastefnunnar sem var nánast óbreytt frá nóvemberfundinum miðað við raunvexti bankans. Gengi krónunnar hafði hins vegar hækkað frekar. Eins og á nóvemberfundinum töldu nefndarmenn bæði rök fyrir því að halda vöxtum óbreyttum að þessu sinni og að lækka þá um 0,25 prósentur. Við vaxtaákvörðunina hafði nefndin til hliðsjónar síðustu spá Seðlabankans að viðbættum nýjum upplýsingum sem birst hefðu eftir nóvemberfundinn.

Helstu rök sem fram komu á fundinum fyrir því að lækka vexti voru þau að gengi krónunnar hefði hækkað um 1½% frá síðasta fundi nefndarinnar. Það væri því þegar orðið nokkru hærra en nóvemberspá bankans gerði ráð fyrir að það yrði að meðaltali á næsta ári. Var það mat nefndarmanna að verðbólguhorfur næstu missera hefðu því líklega batnað enn frekar frá því sem gert var ráð fyrir í spánni. Töldu sumir nefndarmenn því svigrúm til að lækka nafnvexti, þótt margvísleg óvissa sem vísað var til við fyrri vaxtaákvörðun væri enn til staðar. Í ljósi óvissunnar skorti þó eftir sem áður forsendur til að fullyrða um líklega stefnu næstu vaxtabreytinga. Þær myndu ráðast af framvindunni og eftir sem áður væri ástæða til varfærni við ákvörðun vaxta. Eins og á síðasta fundi komu einnig fram þau rök fyrir lækkun vaxta að æskilegt gæti verið að draga eitthvað úr vaxtamun við útlönd til að auka hvata innlendra aðila til að fjárfesta erlendis þar sem það gæti vegið á móti undirliggjandi þrýstingi til hækkunar gengis krónunnar. Þá skipti máli í áhættumati þeirra sem fylgjandi voru vaxtalækkun að samsetning hagvaxtar væri að því

leyti hagstæðari en spáð var í nóvember að vægi útflutnings og atvinnuvegafjárfestingar væri þyngra.

Helstu rök sem fram komu á fundinum fyrir að halda vöxtum óbreyttum voru þau að enn ríkti töluverð óvissa um launaþróun á komandi misserum og aðhaldsstig opinberra fjármála. Bent var á að þótt samsetning þjóðarútgjalda væri hagstæðari en gert hafði verið ráð fyrir í nóvemberspánni bentu niðurstöður þjóðhagsreikninga til þess að hagvöxturinn yrði jafnvel meiri í ár en spáð hafði verið og framleiðsluspenna því meiri. Jafnframt var bent á að hætta væri á að vaxtalækkun til að draga úr vaxtamun við útlönd við núverandi aðstæður ofhitnunar innlands þjóðarbúskaðar myndi grafa undan nýfenginni kjölfestu verðbólguvæntinga.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu lækkaðir um 0,25 prósentur sem myndi hafa í för með sér að meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, yrðu 5%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4,75%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 5,75% og daglánavextir 6,75%. Fjórir nefndarmenn greiddu atkvæði með tillögu seðlabankastjóra en einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögunni og vildi halda vöxtum óbreyttum.

Nefndarmenn voru sammála um að kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólguþröngunni virtist hafa styrkst og að aðhald peningastefnunnar hafi að einhverju leyti aukist vegna hækkunar á gengi krónunnar. Að mati meirihluta nefndarmanna gæfi það nefndinni svigrúm til að lækka nafnvexti nú. Eigi að síður töldu þeir að kröftugur vöxtur eftirspurnar og ofangreindir óvissuþættir kölluðu á varkárni við ákvörðun vaxta. Voru nefndarmenn sammála um að aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum muni ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunnar nefndarinnar verður birt 8. febrúar 2017

Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu undir fráviksmörkum

Samkvæmt mælingu Hagstofu Íslands, sem birt var 26. ágúst sl., var tólf mánaða verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs 0,9% í ágúst. Verðbólga fór því niður fyrir neðri fráviksmörk verðból gumarkmiðsins sem eru 1%. Samkvæmt sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001 er gert ráð fyrir að Seðlabankinn sendi ríkisstjórninni greinargerð víki verðbólga meira en 1½ prósentu frá markmiðinu. Fráviksmörkin fela ekki í sér aðra formlega kvöð af hálfu Seðlabankans en að senda frá sér greinargerð þar sem gera skal grein fyrir ástæðum fráviks frá 2½% verðból gumarkmiði, hve lengi bankinn áætli að frávikið vari og eftir atvikum hvort hann telji ástæðu til að grípa til sérstakra aðgerða af þeim sökum.

Verðbólguþróun undanfarið

Í lok árs 2014 fór verðbólga niður fyrir neðri fráviksmörk verðból gumarkmiðsins í fyrsta sinn frá upptöku þess. Það frávik reyndist þó ekki langvarandi því að einungis þremur mánuðum síðar var verðbólgan komin inn fyrir fráviksmörkin aftur. Síðan þá og þar til nýlega mældist verðbólga á bilinu 1½% til liðlega 2%, þ.e. undir verðból gumarkmiðinu en þó innan fráviksmarka. Verðbólga hefur nú hjaðnað þrjá mánuði í röð samhliða hækkun á gengi krónunnar og lítilli alþjóðlegri verðbólgu.

Verðbólga mæld með vísitölu neysluverðs án húsnæðis reyndist talsvert minni eða -0,9%, en síðan í ársbyrjun 2015 hefur verðbólga á þann mælikvarða verið undir 1%. Svo virðist sem undirliggjandi verðbólga hafi einnig farið minnkandi. Flestir mælikvarðar sem bankinn horfir til benda til þess að hún hafi verið á bilinu 1,3-2,1% í ágúst eða svipuð og í lok árs 2014, þegar mæld verðbólga var síðast undir fráviksmörkum. Undirliggjandi verðbólga jókst síðan líkt og mæld verðbólga.

Undanfarin misseri hafa verðhækkunar á húsnæði verið helsti drifkraftur ársverðbólgunnar og nam árshækkun húsnæðisliðar vísitölunnar 7,3% í ágúst. Undanfarna mánuði hefur framlag innlendrar vöru til ársverðbólgu einnig aukist. Þannig hækkaði verð á innlendum vörum um 2,4% í ágúst frá sama tíma í fyrra. Á móti innlendum

verðbólguþrýstingi vegur hækkun á gengi krónunnar, lækkun olíuverðs og lítil alþjóðleg verðbólga. Verðlag innfluttrar vöru lækkaði í ágúst um 3,1% milli ára í krónum talið, þar af lækkaði bensínverð um 9,7%. Aðrar hrávörur hafa einnig lækkað í verði. Á öðrum ársfjórðungi lækkaði verðlag annarrar hrávöru en olíu um tæplega 12% í krónum talið frá sama fjórðungi í fyrra.

Eins og rakið er í *Peningamálum* 2016/3, sem birt voru 24. ágúst sl., hafa verðbólguvæntingar einnig smám saman farið lakkandi og virðist kjölfesta þeirra við verðbólgu markmiðið hafa styrkst. Í ársbyrjun 2012 virtust markaðsaðilar t.d. vænta 4½% verðbólgu á næstu tíu árum en þær höfðu lækkað í 3% í ársbyrjun 2015. Í kjölfar kjarasamninga þá um vorið hækkðu verðbólguvæntingar tímabundið en voru á ný komnar niður í 3% í ágúst sl. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði sýnir áþekka þróun en það var um 5% í ársbyrjun 2012 og hafði lækkað í liðlega 3% snemma árs 2015. Það hækkandi á ný er leið á árið og var hæst um 4,8% um það leyti sem nýir kjarasamningar voru gerðir. Það hefur síðan lækkað á ný og var komið í markmið í byrjun september.

Verðbólguhorfur

Síðasta verðbólgu spá Seðlabankans var birt í *Peningamálum* 2016/3. Samkvæmt spánni verður verðbólga að meðaltali 1,2% á þriðja fjórðungi þessa árs en eykst síðan á ný í 2,2% á síðasta fjórðungi ársins. Verðbólgu mæling ágúst mánaðar, sem var birt nokkrum dögum síðar en spáin, rímar ágætlega við nýjustu spá bankans. Samkvæmt henni eru töluverðar líkur á að verðbólga fari fljótlega aftur yfir neðri fráviksmörkin, jafnvel strax í næsta mánuði.

Eins og rakið er í *Peningamálum* 2016/3 virðist sem mikill viðskiptakjarabati undanfarin ár, lítil alþjóðleg verðbólga, gengishækkun krónunnar og aðhaldssöm peningastefna hafi að miklu leyti haldið aftur af kostnaðaráhrifum launahækkana undangenginna missera. Hækki gengi krónunnar hins vegar ekki frekar taka áhrif hennar smám saman að fjara út þegar líður á spátímann. Samkvæmt grunnspá *Peningamála* verður verðbólga komin í rúmlega 3% um mitt næsta ár en nær hámarki í 3,8% á fyrri hluta ársins 2018. Hún tekur síðan að hjaðna á ný og er gert ráð fyrir að hún verði komin niður fyrir 3% á fyrri hluta árs 2019. Rétt er að undirstrika að óvissa um gengisþróun á næstu misserum er meiri en verið hefur undanfarin ár í ljósi losunar fjármagnshafta.

Bankinn mun birta nýja þjóðhags- og verðbólguþá í *Peningamálum* sem gefin verða út 16. nóvember nk. Þar verður ítarlegt mat lagt á efnahags- og verðbólguhorfur og helstu áhættuþætti spárinnar.

Viðbrögð peningastefnunnar

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands tilkynnti hinn 24. ágúst ákvörðun sína um að lækka meginvexti Seðlabankans um 0,5 prósentur úr 5,75% í 5,25%. Eins og kemur fram í yfirlýsingu nefndarinnar telur hún að verðbólguhorfur hafi batnað þrátt fyrir að spenna sé byrjuð að myndast í þjóðarbúskapnum. Í ljósi hagstæðrar verðbólguþróunar, bættra verðbólguhorfa og vísbendinga um traustari kjölfestu langtímaverðbólguvæntinga er það mat nefndarinnar að hún geti haldið verðbólgu við markmið til millilangs tíma með lægri vöxtum en nefndin hafði áður talið.

Eftir sem áður telur nefndin þörf á nokkuð ströngu peningalegu aðhaldi svo að tryggja megi verðstöðugleika hér á landi til lengri tíma. Hagvöxtur er mikill og töluvert umfram langtíma leitnivöxt. Talið er að framleiðslulakinn í þjóðarbúskapnum hafi horfið í fyrra og að nokkurrar framleiðsluspennu sé tekið að gæta sem muni aukast fram á næsta ár. Atvinnuleysi er orðið lítið í sögulegu og alþjóðlegu samhengi og farið er að bera á skorti á vinnuafli. Launahækkarnir hafa verið verulegar og langt umfram framleiðnivöxt. Launakostnaður á framleidda einingu hefur því hækkað umtalsvert og umfram það sem getur samrýmst 2½% verðbólgu til lengdar. Nafnvirði eftirspurnar hefur einnig vaxið hratt og jókst verg landsframleiðsla um liðlega 10% að nafnvirði í fyrra og um tæplega 7% á fyrri hluta þessa árs. Þótt hjöðnun verðbólguvæntinga veki vonir um sterkari kjölfestu þeirra á enn eftir að koma í ljós hversu vel langtímaverðbólguvæntingar haldast við markmið þegar tímabundnar sveiflur eiga sér stað í gengi og verðbólgu.

Aðstæður hér á landi eru að þessu leyti mjög ólíkar því sem þekkist í flestum öðrum iðnríkjum þótt verðbólga mælist svipuð um þessar mundir. Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur verið töluvert undir væntingum og víða er enn töluverður slaki í þjóðarbúskapnum. Þá hafa laun í mörgum tilfellum lítið hækkað um langt skeið sem m.a. hefur verið dragbítur á vöxt eftirspurnar. Þessar aðstæður ásamt alþjóðlegri tilhneigingu til verðhjöðunar hafa leitt til þess að verðbólgan í mörgum viðskiptalandanna hefur verið undir markmiði um langt skeið. Seðlabankar hafa því víða haft áhyggjur af því að verðbólguvæntingar lækki frekar og verði um langt skeið undir markmiði. Hér á landi hefur

efnahagsbatinn hins vegar verið mun kraftmeiri en í viðskiptaríkjunum, hækkun launakostnaðar langt umfram það sem gerist í þróuðum ríkjum, slaki hefur snúist í spennu og þar til nýlega hafa verðbólguvæntingar verið fyrir ofan markmiðið. Allt þetta endurspeglast í hærri vaxtastigi hér á landi en í ýmsum nágrannaríkjum.

Í ljósi batnandi verðbólguhorfa og minnkandi verðbólguvæntinga taldi peningastefnunefndin á fundi sínum í ágúst eigi að síður tilefni til að lækka nafnvexti, enda höfðu raunvextir hækkað meira en nefndin hafði gert ráð fyrir í júní. Umtalsverð óvissa er um framvindu verðbólgu og verðbólguvæntinga á næstu misserum og framundan eru stór skref í losun fjármagnshafta. Því er ekki hægt að fullyrða um næstu skref nefndarinnar.

Næsta vaxtaákvörðun peningastefnunefndar verður birt 5. október nk.

14. október 2016
1609092

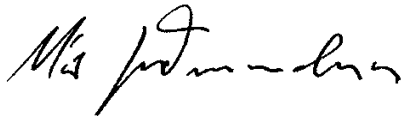
Bjarni Benediktsson
fjármála- og efnahagsráðherra
Fjármála- og efnahagsráðuneyti
Arnarhvoli við Lindargötu
150 Reykjavík

Efni: Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu undir fráviksmörkum

Samkvæmt mælingu Hagstofu Íslands á vísitölu neysluverðs sem birt var 26. ágúst sl. var tólf mánaða verðbólga 0,9% í ágúst 2016 og hafði samkvæmt því farið undir 1% fráviksmörk verðbólgu markmiðs bankans. Með vísan til yfirlýsingar ríkisstjórnarinnar og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001 sendi bankinn ríkisstjórninni sérstaka greinargerð hinn 9. september sl. þar sem gerð var grein fyrir ástæðum fráviksins.

Eins og ráðherra er kunnugt kom síðar í ljós að skekkja var í verðbólgu mælingum Hagstofu Íslands á tímabilinu frá mars til ágúst sl. Samkvæmt leiðréttum tölum var tólf mánaða verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs 1,2% í ágúst. Verðbólga fór því ekki undir 1% fráviksmörkin í ágúst og því var ekki tilefni til sendingar sérstakrar greinargerðar af hálfu Seðlabankans í síðasta mánuði.

Virðingarfyllt,
SEÐLABANKI ÍSLANDS



Már Guðmundsson seðlabankastjóri

Samrit:
Forsætisráðherra



Peningastefnan: árangur og endurskoðun?

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri. Peningamálafundur Viðskiptaráðs, haldinn í Hörpu, Reykjavík 17. nóvember 2016.

Fundarstjóri, góðir fundargestir,

Það er áralöng hefð fyrir því að Viðskiptaráð standi fyrir fundi sem þessum um ástand og horfur í efnahagsmálum og stefnuna í peningamálum í framhaldi af því að Seðlabankinn birtir haustspá sína og á seinni árum vaxtaákvörðun peningastefnunnar. Í seinni tíð hefur það tíðkast að velja fundinum sérstakt efni og nú er yfirskrift hans: Er sjálfstæð peningastefna of dýru verði keypt? Þetta er svoltíð á skjön við efni *Peningamála* og viðfangsefni peningastefnunnar um þessar mundir en ég mun þó drepa á það undir lok máls míns.

Í gær gaf Seðlabankinn út *Peningamál* með nýrri efnahagsspá bankans og vaxtaákvörðun peningastefnunnar var kynnt. Stóra myndin af stöðu efnahagsmála um þessar mundir er að sjaldan hefur hún verið betri. Íslendingar hafa fengið verulega búbot í formi mikils bata viðskiptakjara og aukins útflutnings vöru og þjónustu, einkum vegna sterks vaxtar ferðþjónustu. Það er þessi þróun sem liggur til grundvallar stórauknum rauntekjum landsmanna og háu atvinnustigi. Þá hafa þeir gengið hægar um gleðinnar dyr en oft áður í uppgripum. Skuldsetning heldur áfram að lækka og sparnaðarhneigð er töluvert meiri en við eigum að venjast í fyrri uppsveiflum eftir stríð. Þarna á væntanlega hlut að máli meiri varfærni en áður vegna reynslu fjármálakreppunnar en einnig hefur aðhaldssöm peningastefna lagt hönd á plóg með því að stuðla að hægari vexti eftirspurnar en ella hefði orðið og með því að beina hluta mikillar hækkunar tekna og auðs í sparnað. Allt þetta hefur lagst á þá sveif að jafnvægi í þjóðarbúskapnum er nú betra en sá sem hér stendur man eftir á sínum ferli. Það er myndarlegur afgangur á viðskiptum við útlönd. Verðbólga hefur verið undir verðbólguþröngmiði í tæplega þrjú ár þrátt fyrir miklar launahækkunir og sterkan vöxt eftirspurnar. Búhnykkirnir og gjaldeyrisinnstreymið sem af þeim leiðir ásamt aðflutningi vinnuafls eiga þar stóran hlut að máli enda hefur innflutt erlend verðhjöðnun og hækkun gengis krónunnar náð að yfirvinna verðbólguþrýsting sem stafar frá vinnumarkaði. Þá hefur peningastefnan lagst á þessa sveif eins og ég minntist á og sá sögulegi árangur hefur náðst að flestir ef ekki allir mælikvarðar á verðbólguvæntingar eru í samræmi við markmiðið.

Haldist það eykst verulega svigrúm peningastefnunnar til að milda áhrif þess ef búhnykkirnir fjara út og snúast í áföll. Og horfurnar eru góðar samkvæmt grunnsþá Seðlabankans: Áframhaldandi öflugur hagvöxtur og full atvinna; viðskiptaafgangur út spátímabilið; Íslendingar eiga bráðlega meiri eignir erlendis en erlendir aðilar hér á landi og verðbólga við markmið allt tímabilið.

Það má spyrja í ljósi þessa af hverju það virðist vera svona mikil óánægja hjá sumum með peningastefnuna? Nánar um það á eftir. En það er auðvitað töluverð áhætta til staðar og við verðum að hafa vara á gagnvart henni. Hættan á að þjóðarbúskapurinn ofhitni er augljós. Vinnumarkaður gæti farið úr böndum. Þá gætu okkur orðið á mistök í hagstjórninni, t.d. ef ríkisfjármálin fara að toga of mikið í aðra átt en peningastefnan. Við höfum séð afleiðingarnar af slíku áður.

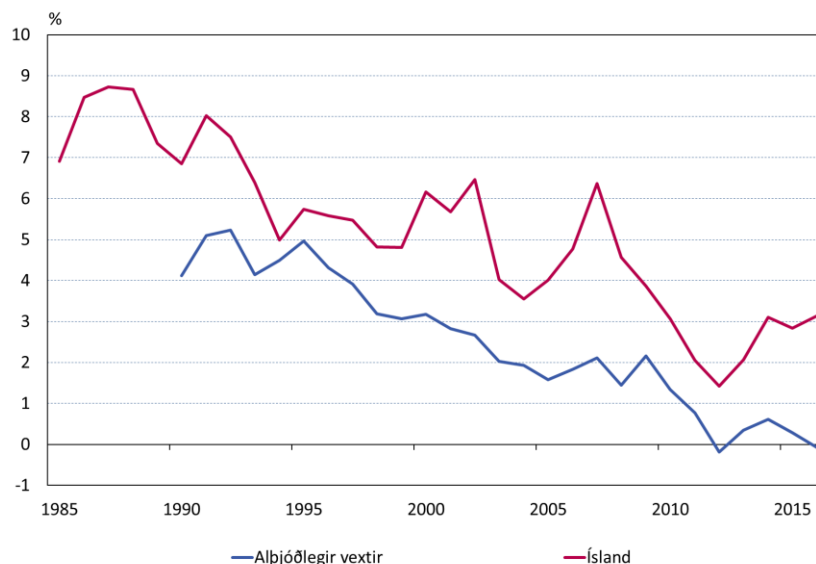
Sný ég mér nú að meginefni máls míns sem varðar vaxtastigið í lengri tíma samhengi, gjaldeyrismarkaðinn og hugsanlegar breytingar á ramma peningastefnunnar.

Vaxtastigið

Í aðdraganda nýliðinna kosninga átti sér stað töluverð umræða um vaxtastigið hér á landi. Ef við eigum að komast að skynsamlegum niðurstöðum um hvort þeir nafnvextir sem peningastefnan ákvarðar séu eðlilegir eða ekki þegar litið er til verðbólgu, verðbólguvæntinga, stöðu hagsveiflunnar, sennilegs mats á jafnvægisraunvöxtum og vaxtastigs erlendis er mikilvægt að umræðan byggist á staðreyndum. Þegar við síðan horfum til þeirra vaxta sem mestu máli skipta fyrir heimili og fyrirtæki, þ.e. raunvaxta sem eru til lengri tíma en þeir vextir sem Seðlabankinn ákveður beint, þá er einnig mikilvægt að við gerum okkur grein fyrir því í hvaða mæli peningastefnan getur haft áhrif á þá raunvexti. Svarið við því er að peningastefnan hefur einungis tímabundin áhrif á þá raunvexti sem til lengdar ákvarðast af undirliggjandi efnahagsþáttum, ekki síst samspili sparnaðarhneigðar og fjárfestingarvilja.

Skoðum nú nokkrar staðreyndir sem máli skipta í þessu sambandi. Fyrst ber að nefna að langtímaraunvextir hafa verið á fallandi fæti á alþjóðavettvangi undanfarna þrjá áratugi eins og sést að hluta á mynd 1.

Verðtryggðir ríkisskuldabréfavextir 1985-2016¹



Mynd 1: Verðtryggðir langtíma ríkisskuldabréfavextir (5-10 ára). Alþjóðlegu vextirnir eru einfalt meðaltal fyrir Bandaríkin (frá 1999), Bretland og Þýskaland. Íslensku gögnin eru samsett úr gögnum um frumútboð spariskírteina og ávöxtun íbúðabréfa og verðtryggðra ríkisbréfa. Talan fyrir 2016 talan er meðaltal fram í miðjan nóvember.

Heimildir: Englandsbanki, seðlabanki Bandaríkjanna, Seðlabanki Íslands .

Þessi þróun hófst löngu fyrir fjármálakreppuna. Hún, efnahagssamdrátturinn sem fylgdi í kjölfarið og slökun í peningamálum sem var viðbragð við kreppunni mögnuðu þessa tilhneigingu enn frekar og er nú svo komið að langtímaraunvextir eru í algjöru sögulegu lágmarki. Það tengist að hluta til stöðu hagsveiflunnar í stærri þróuðum ríkjum og gæti snúist við á næstu árum. Ólíklegt er hins vegar að lækkun raunvaxta síðustu áratugi gangi mikið til baka á næstunni.

Það er ein af meginkennisetningum hefðbundinnar hagfræði að peningastefna geti ekki haft áhrif á raunstærðir og þar með talið langtímaraunvexti nema tímabundið. Þó svo að þetta sé viss einföldun og hugsanlegt að peningastefna sem annað hvort er allt of hörð eða allt of slök yfir lengri tímabil geti haft meiri áhrif en þetta, sérstaklega þegar mikið ójafnvægi er í hagkerfinu, er kenningin að mínu mati nægilega nærri lagi við eðlilegar aðstæður til þess að hægt sé að taka mið af henni í umræðunni hér. Það tímabil sem hér um ræðir er of langt til að peningastefnan hafi einhver teljandi áhrif á þróunina. Þá er ljóst að vaxtalækkunartilhneigingin er ekki bundin við einstök lönd, hún er alþjóðleg, þótt hún komi eftir aðstæðum misskýrt fram í einstökum löndum. Skýringanna er því helst að leita í þeim þáttum sem hafa áhrif á sparnaðarhneigð, fjárfestingarvilja og lægri vöxt hagvaxtargetu á heimsmælikvarða. Allir þrír þættirnir hafa stuðlað að lægri raunvöxtum

á þessu tímabili en minni hagvaxtargeta er nýlegri. Öldrun, aukinn opinber sparnaður nýmarkaðsríkja, m.a. með söfnun gjaldeyrisforða, og aukinn ójöfnuður innan landa eru meðal þeirra þátta sem hafa aukið sparnaðarhneigð. Lækkun hlutfallslegs verðs fjárfestingarvarnings og aukin óvissa og áhættufælni, einkum í framhaldi af kreppunni, hafa dregið úr fjárfestingarvilja.

En hvernig kemur Ísland inn í þessa mynd? Eins og sjá má á mynd 1 hefur þróunin hér á landi verið svipuð þó svo að vextirnir hafi verið og séu enn hærri en í hinum stærri þróuðu iðnríkjum og er þetta þvert á það sem ætla má af hluta umræðunnar um þessi mál hér á landi. Staðreyndin er sú að langtímaraunvextir hér hafa ekki verið lægri á þessu tímabili en þeir eru nú ef frá er skilið stutt tímabil í miðri efnahagskreppunni þegar raunstýrivextir voru hefðir mjög lágir í þeim tilgangi að örva hagkerfið og toguðu væntanlega lengri tíma vexti tímabundið niður.

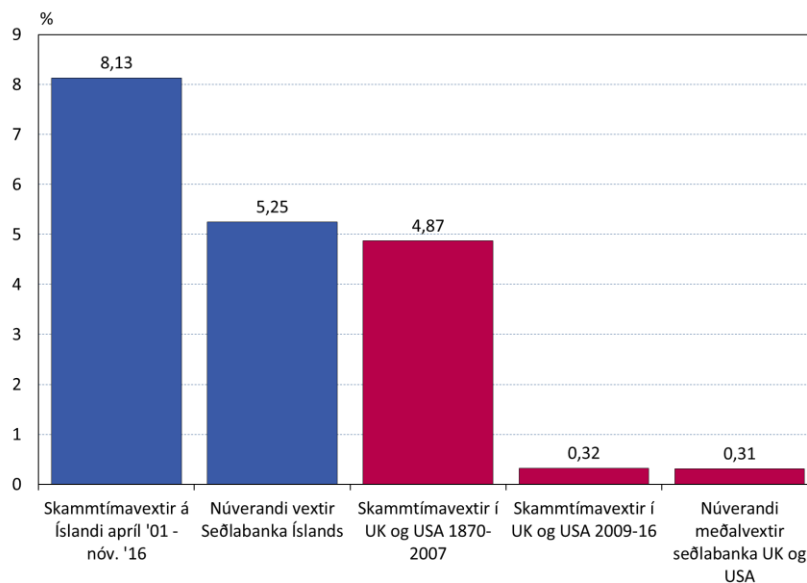
Ég hef fullyrt að peningastefnan hafi lítið haft með þessa þróun að gera. Hitt er svo annað mál að þróunin hefur haft áhrif á peningastefnuna því hún endurspeglar að hluta lækkun á stuttum jafnvægisraunvöxtum. Peningastefnan hefur því brugðist við þessari framvindu með lægri nafnvöxtum en ella. Nafnvextir hafa síðan lækkað til viðbótar á þessu tímabili af þremur ástæðum. Í fyrsta lagi náðist að koma verðbólgu og verðbólguvæntingum í markmið í helstu iðnríkjum á síðustu tveimur áratugum síðustu aldar og því þurftu bæði nafn- og raunvextir ekki að vera eins háir og áður. Segja má að sama þróun hafi átt sér stað hér á landi á síðustu misserum. Í öðru lagi hefur alþjóðleg verðhjöðnunartilhneiging verið sterk í heimsbúskapnum á síðari árum í framhaldi af innlimum Kína og Rússlands í hið alþjóðlega viðskiptakerfi, og vegna þróunar alþjóðlegra framleiðslu- og virðisdeðja og tækniframfara. Í þriðja lagi hefur mikill efnahagslegur slaki í helstu iðnríkjum í framhaldi af fjármálakreppunni leitt af sér mun slakari peningastefnu en ella í þessum löndum. Þetta allt til samans hefur stuðlað að því að um þessar mundir eru nafnvextir seðlabanka í helstu iðnríkjum í algjöru sögulegu lágmarki. Reyndar eru þeir að margra mati hættulega lágir með hliðsjón að mögulegum áhrifum þeirra á fjármálastöðugleika og virkni fjármálakerfisins.

Hvað með Ísland í þessu samhengi? Meginvextir Seðlabankans eru þeir vextir sem ákvarða skammtíamarkaðsvexti á hverjum tíma. Undanfarið hafa þeir verið vextir á 7 daga bundnum innlánnum. Þeir eru nú 5,25% eins og sjá má á mynd 2. Þeir eru langt fyrir neðan meðaltalið síðan verðbólgu markmið var tekið upp síðla marsmánaðar 2001, þrátt fyrir að hagsveiflan sé komin á töluvert hátt spennustig. Þetta endurspeglar þann árangur sem náðst hefur á undanförunum misserum við að koma verðbólguvæntingum í markmið. Þessir vextir Seðlabankans hafa tvisvar verið lítillega lægri frá því að verðbólgu markmiðið

var tekið upp, snemma árs 2011 og snemma árs 2015. Hæst fóru þeir í 18% seint á árinu 2008. Það stenst því ekki að halda því fram að þessir vextir séu alltaf háir óháð efnahagsástandi. Ekki er heldur hægt að segja að vextir bankans séu út úr neinum kortum í íslensku sögulegu samhengi, þvert á móti.

Það er líka athyglisvert að bera innlent vaxtastig saman við sögulegt vaxtastig í þróuðum iðnríkjum. Á myndinni má sjá að samanvegnir skammtímanafnvextir í Bandaríkjunum og Bretlandi voru á árunum 1870-2007 að meðaltali rétt tæp 5%. Það er ekki langt frá skammtímanafnvöxtum hér á landi um þessar mundir og þá þarf að gæta að því að við erum nú á spennustigi hagsveiflunnar en eðli málsins samkvæmt jafnast hagsveiflan út í svo löngu sögulegu meðaltali eins og hér er sýnt. Vaxtastigið eftir fjármálakreppu í þessum löndum er hins vegar langt fyrir neðan það sem það hafði sögulega orðið lægst áður og því miklu frekar út úr kortum en hið íslenska en fyrir því geta verið góðar og gildar ástæður þó svo að það sé reyndar umdeilt.

Vextir á Íslandi og alþjóðlega í sögulegu samhengi¹



Mynd 2: Núverandi meginvextir Seðlabanka Íslands og meðaltal meginvaxta seðlabanka Bretlands og Bandaríkja og meðaltal skammtíma vaxta á millibankamarkaði í þessum þremur löndum yfir ólík tímabil.

Heimildir: Jorda, O., M. Schularick og A. M. Taylor (2014). „The great mortgaging: Housing finance, crises, and business cycles“, National Bureau of Economic Reserach, *NBER Working Paper Series*, nr. 20501, Seðlabanki Íslands.

Skoðum núverandi vaxtastig á Íslandi nánar og horfum þá um stund framhjá vandanum við að reka sjálfstæða peningastefnu í mjög litlum og opnum hagkerfum sem eru með óheft fjármagnsstreymi til og frá landinu, en ég kem að því á eftir. Gefum okkur jafnframt að

verðbólguvæntingar haldist við markmið eins og nú er. Þá snýst spurningin um hvort 5,25% nafnstýrivextir séu eðlilegir eða ekki um það hverjir séu taldir vera jafnvægisraunstýrivextir, þ.e. þeir vextir sem myndu halda verðbólgu við markmið þegar þjóðarbúskapurinn er í jafnvægi. Miðað við 2½% verðbólguvæntingar eru raunstýrivextir nú rétt rúmlega 2½%. Fyrir fjármálakreppuna voru jafnvægisstýrivextir metnir vera þó nokkuð hærri. Eins og annars staðar hafa þeir líklega lækkað í framhaldi af kreppunni og svo gæti nýlegur árangur peningastefnunnar skilað sér í því að ekki þurfi eins háa vexti og áður til að halda verðbólgu við markmið. Við vitum hins vegar ekki hversu mikið jafnvægisvextirnir hafa lækkað en það hefur verið til rækilegrar skoðunar innan bankans og endurtekið umræðuefni á fundum peningastefnunefndar. Hinn 29. þessa mánaðar verður haldin málstofa í Seðlabankanum þar sem gerð verður grein fyrir nýjustu rannsóknum varðandi mat á jafnvægisraunvöxtum.

Kannski verður svigrúm á komandi tíð til að lækka frekar skammtíma-raunvexti (mælda með verðbólguvæntingum). Það ræðst af framvindunni, m.a. gengispróun og framlagi annarrar hagstjórnar. Til viðbótar gætu nafnvextir breyst í ljósi framvindu verðbólgu og verðbólguvæntinga. Við núverandi aðstæður verður hins vegar að hafa í huga að þjóðarbúið er ekki í jafnvægi því að spenna hefur þegar myndast. Þá er framlag annarrar hagstjórnar óvísst um þessar mundir þar sem ekki hefur verið mynduð ríkisstjórn eftir kosningar og fjárlagafrumvarp fyrir næsta ár er ekki komið fram. Þá er of snemmt að segja til um áhrif losunar hafta. Hitt er næsta víst að ef ráðist yrði í miklar vaxtalækkanir án þess að innstæða væri fyrir þeim er ljóst að raunvextir myndu lækka um hríð en þar sem trúverðugleiki myndi óhjákvæmilega glatast við illa ígrundaðar aðgerðir af þessu tagi myndu þeir síðan þurfa að hækka á ný og verða hærri en ella og það lengur en ella hefði orðið til að ná verðbólgu og væntingum niður á ný og koma þeim í markmið.

En er þá borin von að vextir hér á landi verði með tíð og tíma svipaðir og í helstu viðskiptalöndum? Nei alls ekki. Í fyrsta lagi skulum við vona þeirra vegna að nágrannaríki okkar þurfi ekki að búa við núverandi mjög svo óeðlilega lágt vaxtastig um langa framtíð. Í öðru lagi munu áhættuálög á vexti og jafnvægisraunvextir hér á landi halda áfram að lækka því lengur sem við höldum verðbólguvæntingum við markmið, því lengur sem við varðveitum viðskiptaafgang og því lengur sem við höldum áfram að greiða niður skuldir. Sparnaðarhneigð um þessar mundir, að teknu tilliti til hagsveiflunnar, er mun meiri en hún hefur verið mjög lengi og það mun með tíð og tíma stuðla að því að langtímajafnvægisraunvextir lækki. Haldist væntingar við markmið munu þá bæði nafn- og raunvextir lækka jafnhliða.

Gengi krónunnar og gjaldeyriskaup Seðlabankans

Viðbrögð við miklu innstreymi á gjaldeyrismarkað að undanfögnu er eitt flóknasta viðfangsefni Seðlabankans um þessar mundir. Vandinn hér er m.a. að greina á milli tímabundins innflæðis sem er laustengt við undirliggjandi efnahagsþætti og er líklegra til að stöðvast skyndilega og jafnvel snúast við og þess sem endurspeglar varanlegri jákvæðar breytingar á undirliggjandi efnahagsþáttum sem geta þó líka breyst til hins verra. Hægt er að færa rök fyrir því að gjaldeyrisinngríp eigi að öðru óbreyttu að vera meiri í fyrra tilfellinu og minni í því seinna.

Meðan verið var að koma gjaldeyrisforða í æskilega stærð í aðdraganda almennrar losunar fjármagnshafta skipti þessi aðgreining minna máli varðandi stefnuviðbrögð heldur en nú er þar sem forsendur voru til þess að kaupa innflæðið og bæta í forða að nokkru leyti óháð uppruna. Að vísu truflaði innflæði á skuldabréfamarkað vegna vaxtamunar miðlun peningastefnunnar sumarið 2015 og síðastliðinn vetur og gat, horft lengra fram á við, falið í sér áhættu fyrir fjármálastöðugleika. Af þessum sökum, en einnig til að koma í veg fyrir myndun nýrrar „snjóhengju“ í framhaldi af aflandskrónuútbóði í júní sl., var talið rétt að grípa til aðgerða til að draga úr þessu innflæði. Það hefur síðan að mestu stöðvast. Ekkert lát hefur hins vegar orðið á gjaldeyrisinnflæði síðustu mánuði og Seðlabankinn hafði í lok síðustu viku keypt gjaldeyri sem nemur um 160 ma.kr. frá byrjun júlí og gengi krónunnar hafði styrkst um nærri 12% á sama tíma.

Tiltæk gögn benda til þess að gjaldeyrisinnflæðið tengist að miklu leyti afgangi á viðskiptum við útlönd, sem hefur haldist myndarlegur m.a. vegna vaxtar ferðaþjónustu og góðra viðskiptakjara, og auknum áhuga erlendra aðila á beinum fjárfestingum í íslensku atvinnulífi. Þá gæti bætt aðgengi bankanna og einstakra fyrirtækja að erlendum lánamörkuðum átt hlut að máli. Spákaupmennska tengd vaxtamun virðist hins vegar lítil hluti af sögunni. Þá skiptir líka máli að útflæði vegna almennrar losunar fjármagnshafta er enn sem komið er lítið. Þann fyrirvara verður þó að gera við þessa greiningu að greiðslujafnaðartölur fyrir þriðja ársfjórðung liggja ekki fyrir fyrr en í byrjun næsta mánaðar og skoðun á þeim gögnum gæti eitthvað breytt myndinni.

Seðlabankinn hefur keypt minni hluta af gjaldeyrisinnstreyminu að undanfögnu en hann gerði framan af árinu og hækkun gengis krónunnar hefur orðið samsvarandi meiri. Helgast það af því að gjaldeyrisforðinn er orðinn stærri og eitthvað yfir lágmarki æskilegrar stærðar með tilliti til almennrar losunar fjármagnshafta. Þá skiptir eðli innstreymisins máli og það sjónarmið að hækkun gengis vegna hækkunar jafnvægisgengis er hluti af æskilegu sveiflujöfnunarhlutverki gengisins og einnig er óæskilegt að taka gengisfarveg miðlunar peningastefnunnar algjörlega

úr sambandi. En gjaldeyriskaupin hafa samt sem áður verið veruleg og byggir það á varúðarsjónarmiðum varðandi varanleika innstreymis og þess að reyna að forðast ofris gengisins áður en útstreymi vegna almennrar losunar fjármagnshafta á sér stað.

Í framhaldi af miklum gjaldeyriskaupum Seðlabankans á þessu ári hefur sú spurning vaknað hvort stór gjaldeyrisforði sé orðið sjálfstætt vandamál þar sem hann ógni afkomu Seðlabankans að því marki að það geti grafið undan getu hans til að reka þá peningastefnu sem talin er æskileg á hverjum tíma. Ekki er tími til að kafa ítarlega ofan í þetta mál hér en stutta svarið er að svo er ekki. Í fyrsta lagi má við þetta mat ekki einungis einblína á kostnaðinn af fjármögnun forðans heldur verður einnig að skoða ábatann. Í öðru lagi þarf að hafa í huga við mat á núverandi forðastærð að áhrif almennrar losunar fjármagnshafta koma sem betur fer hægt og rólega fram en ekki er þar með sagt að þau geti ekki orðið umtalsverð á komandi misserum. Stór forði skapar traust í því ferli. Í þriðja lagi má ekki taka núverandi aðstæður og framreikna þær til allrar eilífðar og fá þannig stórt vandamál. Eðli málsins samkvæmt breytist aðhaldsstig peningastefnunnar með hagsveiflunni og vaxtamunur gagnvart útlöndum er breytilegur frá einum tíma til annars. Þá eru sveiflur í gjaldeyrisstreymi og gengi og síðar gæti verið tilefni til að selja gjaldeyri úr stórum forða til að jafna þessar sveiflur og hafa þá af því tekjur sem koma á móti núverandi kostnaði.

Ekkert af þessu breytir því að alltaf þarf að huga að því að draga úr fjármögnunarkostnaði forðans. Með stærri forða getur verið tilefni til að setja hluta hans í áhættusamari fjárfestingar sem gefa þá meiri ávöxtun eins og margir seðlabankar í svipaðri stöðu hafa gert á undanförunum árum. Þá kemur líka til greina að til viðbótar við skiptingu á kostnaði og ábata við forða sem er innbyggð í núverandi lög og reglur um fjárhagsleg samskipti ríkissjóðs og Seðlabankans verði fundnar leiðir til að bankar og jafnvel aðrar fjármálastofnanir taki meiri þátt í kostnaði við forðahaldið enda njóta þær góðs af, m.a. í hærra lánshæfismati og lægri vaxtakostnaði á erlendum lánnum. Það versta sem við myndum hins vegar gera í þessu sambandi væri að fórna langtíma ávinningi varðandi verðstöðugleika og jafnvægi í þjóðarbúskapnum í því skyni að auka hagnað Seðlabankans Íslands til skamms tíma.

Rammi peningastefnunnar

Sný ég mér nú að tveimur skyldum efnum, þ.e. spurningunni um kosti og galla sjálfstæðrar peningastefnu annars vegar og mögulegum breytingum á ramma og framkvæmd peningastefnunnar hins vegar. Ég verð að fara hér hratt yfir sögu því klukkan tifar en ég er meir en tilbúinn til að svara spurningum um þessi efni og önnur hér á eftir.

„Er sjálfstæð peningastefna of dýru verði keypt?“ er yfirskrift þessa fundar. Þá er væntanlega verið að spyrja þeirrar spurningar hvort ábati slíkrar stefnu sé minni en kostnaðurinn. Þessari spurningu er að mínu viti varla hægt að svara nema með vísun til valkostanna, því einhverja gjaldmiðlastefnu verður að hafa og þær hafa allar kosti og galla. Ef það er myntbandalag þá er það peningastefna seðlabanka þess bandalags sem gildir; í tilfalli evrusvæðisins er það Seðlabanki Evrópu. Kostir og gallar slíks samstarfs voru ítarlega raktir í skýrslu sem Seðlabankinn gaf út haustið 2012 og ég hef ekki tíma til að fara í það hér. Ef áfram er haldið með eigin gjaldmiðil kemur upp spurningin um gengisstefnuna, þ.e. á gengi krónunnar að vera fast gagnvart öðrum gjaldmiðlum, algjörlega frjálst fljótandi eða eitthvað þar á milli. Ef gengið er fast er ekki hægt að beita peningastefnunni til að draga úr sveiflum með því að bregðast við búhnykkjum og áföllum. Aðlögunin verður því meira í gegnum sveiflur í atvinnustigi og framleiðslu en minna í gegnum sveiflur í raunlaunum en væri í tilfalli sjálfstæðrar peningastefnu og sveigjanlegs gengis. Hvað viljum við í þeim efnum? Gott stílfært dæmi um hvernig sjálfstæð peningastefna og sveigjanlegt gengi getur mildað áhrif áfalla á atvinnu og framleiðslu er að finna í síðasta hefti *Peningamála* sem lýsir áhrifum þess að viðskiptakjarabati undanfarinna ára gangi til baka með lækkun verðs sjávarafurða.¹

Það er að mörgu að hyggja hvað þetta varðar. Reynslan sýnir að í litlum opnum hagkerfum með óheftar fjármagnshreyfingar og hreint flotgengi hefur gengið tilhneigingu til að sveiflast óhóflega og óreglulega og því getur fylgt neikvætt samspil við fjármálastöðugleika. Og eins og fjallað er um í áðurefndri skýrslu Seðlabankans geta slíkar gengissveiflur stundum verið sjálfstæð uppspretta efnahagssveiflna. Þá getur agaleysi í ríkisfjármálum og of slakt regluverk um og eftirlit með fjármálastarfsemi eins og dæmin sanna grafið undan bæði sjálfstæðri peningastefnu með sveigjanlegu gengi og fastgengisstefnu, jafnvel þó hún sé í formi myntráðs.

„Fjármagnshreyfingavandinn“ eins og má kalla hann felst í óhóflegu fjármagnsstreymi til landsins, byggt á ofurbjartsýni og of lágri verðlagningu á áhættu sem síðan stöðvast og snýst við með braki og bramli og miklum afleiðingum fyrir efnahagslegan og fjármáalegan stöðugleika. Reynslan sýnir að þessi vandi er alls ekki bundinn við lönd með sveigjanlegt gengi, nema síður sé. Lönd með fastgengi hafa lent illa í þessu og sama má segja um lönd innan evrusvæðisins. Þessi vandi lék lykilhlutverk í kreppunni í Grikklandi og líka á Spáni, svo að dæmi séu tekin. Það er því ekki síður þörf fyrir svokölluð þjóðhagsvarúðartæki í löndum með fast gengi eða í myntbandalagi en í löndum sem reyna að reka sjálfstæða peningastefnu á grundvelli sveigjanlegs gengis. Sumir líta á gjaldeyrisforða sem kostnað við sjálfstæða peningastefnu. Það er

¹ Peningamál 2016/4, bls. 12-14.

ekki að öllu leyti rétt því hvaða land sem er með eigin mynt þarf gjaldeyrisforða og auðvelt er að sýna fram á að gjaldeyrisforðinn verður að vera stærri við fastgengi en sveigjanlegt gengi.

Ég gæti haldið svona áfram að berja á einföldunum og töfralausnum. Aðalatriðið er þó það að valið á gengis- og peningastefnu er ekki eins einfalt og af er látið. Og svo skiptir ekki bara máli hvaða stefna er best ef allt er gert rétt við framkvæmd hennar, því það er aldrei þannig. Það verða gerð mistök og þá skiptir máli hversu viðkvæm kerfin eru gagnvart slíkum mistökum og hvaða svigrúm er til að leiðrétta þau án þess að það reyni um of á þanþol kerfanna.

Að lokum

Ég tel í ljósi þeirrar umræðu sem fram hefur farið að undanfögnu um peningastefnuna, ekki síst í aðdraganda kosninganna, að það sé nauðsynlegt að fram fari frekari vönduð umræða um hvers konar rammi um peningastefnuna henti best eftir að fjármagnshöftum hefur verið létt en við erum utan myntbandalags. Það hafa reyndar verið gerðar margar atrennur að þessu og Seðlabankinn hefur gefið út mikið efni þessu tengt. Ég tel að peningastefna af því tagi sem verið hefur að þróast hér á landi í framhaldi af fjármálakreppunni, og er mjög ólík þeirri sem var hér fyrir hana, hafi skilað verulegum árangri undanfarið og komi þar vel til greina. En kannski er þetta eins og í Ground Hog Day að við hvert nýtt upphaf komumst við nær lausninni. Vonum það.

Ef rétt er á spilum haldið getur ábatinn af sjálfstæðri peningastefnu verið meiri en kostnaðurinn. Það er ekki þar með sagt að það þurfi endilega að vera besti kostur allra kosta. Einhvers konar fastgengi er líka valkostur sem má skoða en hann hefur kosti og galla eins og allt annað. Svíar hækkuðu vexti á sínum tíma í háa tveggja stafa tölu til að verja fastgengi og stýrivextir seðlabankans voru reyndar hækkaðir á tímabili í 500%. Bretar hækkuðu sína vexti í 15% í sama tilgangi. Í hvorugu tilfelli dugði það til því aðrar stoðir voru brostnar. Hong Kong tókst hins vegar að verja sitt fastgengi í Asíukreppunni en þurfti einnig að hækka vexti töluvert og grípa til margvíslegra óhefðbundinna aðgerða eins og umfangsmikilla inngrípa í hlutabréfamarkað.

Meginniðurstaðan er því sú að hvorki fastgengi né sjálfstæð peningastefna með sveigjanlegu gengi muni skila tilskildum árangri nema þeim tækjum sem ætlað er að tryggja markmiðin sé beitt eins og þarf, önnur hagstjórn keyri ekki gegn markmiðunum og varúðarstefna varðandi fjármálakerfið styðji við en grafi ekki undan.



Seðlabanki Íslands

Staða og horfur í efnahagsmálum

Fyrirlestur hjá Félagi atvinnurekenda

30. ágúst 2016

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur Seðlabanka Íslands

Þær skoðanir sem hér koma fram þurfa ekki að endurspeglar skoðanir annarra nefndarmanna Peningastefnunefndar



Félag
atvinnurekenda

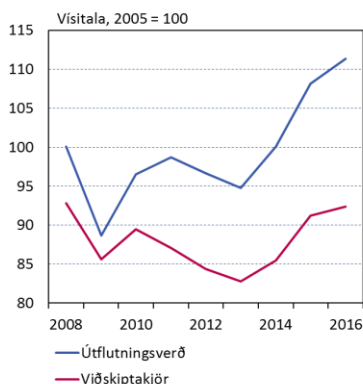
Staða og horfur í
efnahagsmálum



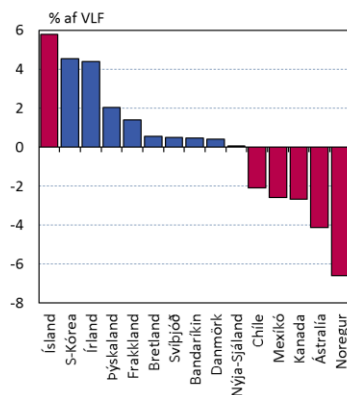
Viðskiptakjör batna og gengi krónu hækkar

- Viðskiptakjör hafa batnað töluvert: útflutningsverð hefur hækkað í hlutfalli við útflutningsverð viðskiptalanda og olíu- og hrávöruverð lækkað: áætlað að í ár hafi viðskiptakjör batnað um 11½% frá 2014 og útflutningsverð hækkað um 17½% ...
- ... mun meiri viðskiptakjarabati en meðal annarra iðnríkja – sérstaklega þegar horft er til annarra hrávöruútflytjenda
- Gengi krónu einnig hækkað mikið: er 14% hærra en fyrir ári – raungengi hefur því hækkað töluvert

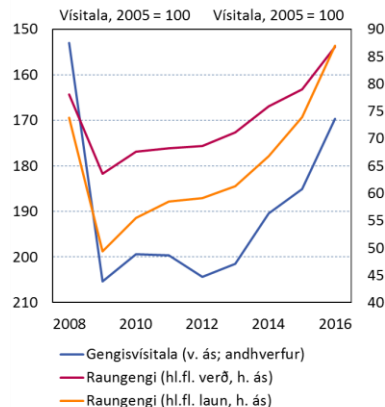
Útflutningsverð og viðskiptakjör 2008-2016^{1,2}



Viðskiptakjaraáhrif í 15 OECD-ríkjum 2014-2015³



Gengi krónunnar 2008-2016²

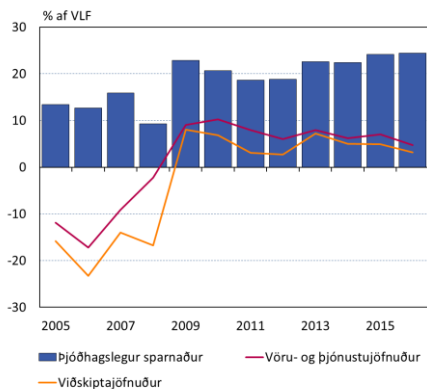


1. Útflutningsverð Íslands í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda (fært í sama gjaldmiðli með vísitölu meðalgengis). 2. Grunnspá PM 2016/3 fyrir 2016. 3. Mismunur kaupmáttar útflutnings- og útflutningsmagns í hlutfalli af VLF fyrra árs. Samtals áhrif fyrir árin 2014-2015. Þau lönd sem eru flokkuð sem hrávöruútflytjendur miðað við vægi hrávöru í hreinum útflutningi eru táknuð með rauðlitum súlum. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, OECD, Sameinuðu Þjóðirnar (UNCTAD), Seðlabanki Íslands.

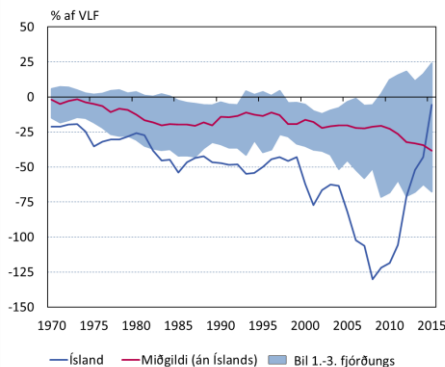
Viðvarandi viðskiptaafgangur og stórbætt ytri staða

- Viðskiptaafgangur mældist 4,9% af VLF í fyrra og spáð 3% afgangi í ár ... þjóðhagslegur sparnaður hefur einnig aukist töluvert
- Erlend staða hefur stórbæt看 með viðvarandi viðskiptaafgangi og nýlegu uppgjöri sliðabúa: var -5,7% af VLF í árslok 2015 en var verst -130% 2008 – besta staða í hálfu öld og með því hagstæðasta sem mælist meðal þróaðra ríkja
- Stór hluti hækunar raungengis endurspeglar því líklega hækkan jafnvægisraungengis

Viðskiptajöfnuður og vergur þjóðhagslegur sparnaður 2005-2016¹



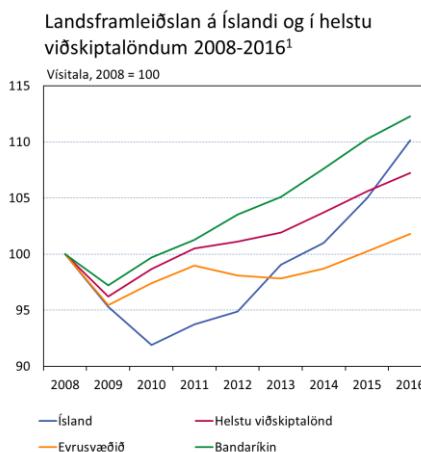
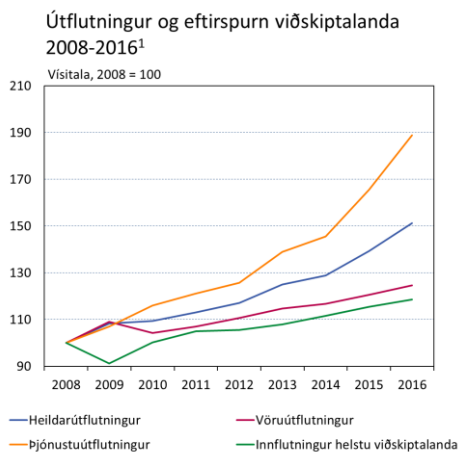
Hrein erlend staða í 30 þróuðum ríkjum 1970-2015²



1. Undirfliggjandi viðskiptajöfnuður og þjóðhagslegur sparnaður 2008-2015 og grunnspá PM 2016/3 fyrir 2016. Eftir uppgjör sliðabúa fallinna fjármálafyrirtækja í árslok 2015 er ekki lengur munur á mældum og undirfliggjandi viðskiptajöfnuði og þjóðhagslegum sparnaði. 2. Tölur fyrir Ísland eru frá þjóðhagsstofnun (1970-1994) og Seðlabanka Íslands ásamt Hagstofu Íslands (1995-2015) þar sem miðað er við undirfliggjandi stöðu 2008-2014. Tölur fyrir hin ríkin eru frá gagnagrunni Lane og Milesi-Ferretti fyrir tímabilið 1970-2011 en gögnum þeirra eru framlengd til ársins 2015 miðað við þróun skv. IFS-gagnagrunni Alþjóðgjaldeyrissjóðsins. Heimildir: Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Lane og Milesi-Ferretti (2007), Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

Kröftugur útflutningur og vaxandi efnahagsumsvif

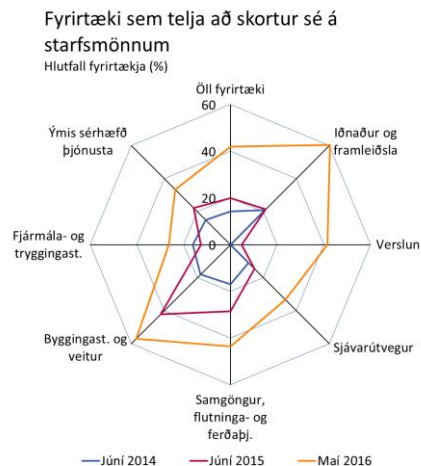
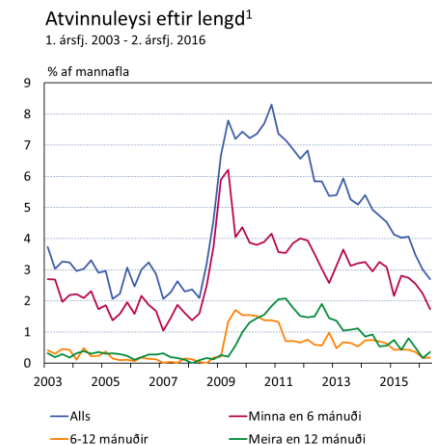
- Útflutningur hefur vaxið hratt undanfarið – þrátt fyrir hægan vöxt eftirspurnar í helstu viðskiptalöndum: borinn upp af miklum þjónustuútflutningi sem hefur vaxið um 9½% að meðaltali sl. 5 ár
- Meiri hagvöxtur hér en í viðskiptalöndum: meðalhagvöxtur 2012-2016 3,3% hér á landi en einungis 1,3% í viðskiptalöndum: samdrátturinn í kjölfar kreppunnar endurheimtur: VLF 10% hærri í ár en var fyrir fjármálakreppuna



1. Grunnspá PM 2016/3 fyrir 2016.
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Atvinnuleysi minnkar og vaxandi skortur á vinnuafli

- Atvinnuleysi var 2,7% á Q2/2016 (árstíðarleidirétt) og minnkaði um 1,3pr frá fyrra ári – langtímaatvinnuleysi er jafnframt nánast horfið: náði hámarki í um 2% snemma árs 2011 en var 0,4% á Q2
- Störfum fjölgar hratt og æ skýr merki vaxandi skort á vinnuafli: yfir 40% fyrirtækja segjast búa við skort – hlutfallið hefur hækkað hratt í öllum atvinnugeirum



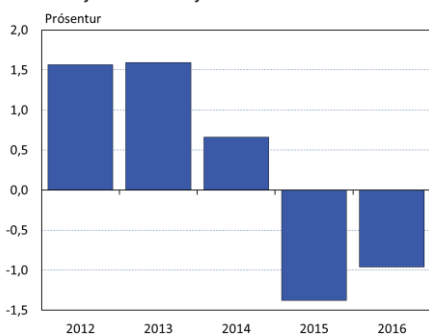
1. Árstíðarleidirétt gögn.
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Ríkisfjármál og bætt fjárhagsstaða auka einnig á eftirspurn

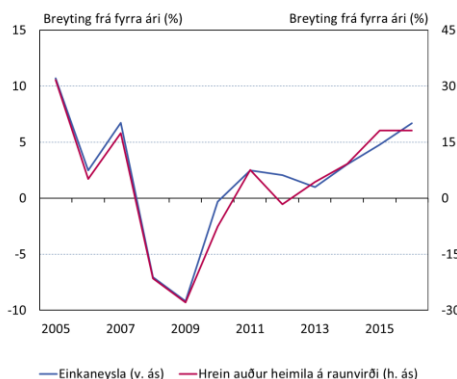


- Efnahagsbati hefur verið drifinn áfram af miklum tekjuvexti sem m.a. má rekja til kröftugs útflutningsvaxtar og viðskiptakjarabata ... en nokkur slökun á aðhaldsstigi ríkisfjármála bætist einnig við
- Þar að auki áhrif skuldalækkunaraðgerðar sem hefur leitt til mikillar hækkunar á hreinum auði heimila sem hefur með mikilli hækkun ráðstöfunartekna leitt til kröftugs vaxtar einkaneyslu

Breyting á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs 2012-2016¹



Einkaneysla og hreinn auður heimila 2005-2016²



1. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkisþis tekjum og gjöldum (t.d. arðgreiðslum og flýtingu niðurgreiðslu verðtrygðra húsnæðislána). Grunnspá PM 2016/2 fyrir 2016. 2. Hreinn auður er samtala húsnæðis- og fjárhagslegs auðs heimila (utan lífeyrissjóðsréttinda) að frádrögnum skuldum heimila. Grunnspá PM 2016/3 fyrir 2016.

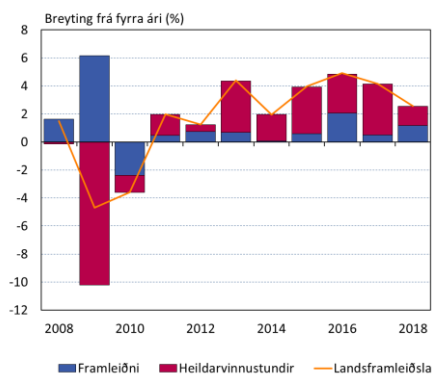
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Fjársýsla ríkisins, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mikill hagvöxtur og vaxandi spenna í þjóðarbúinu

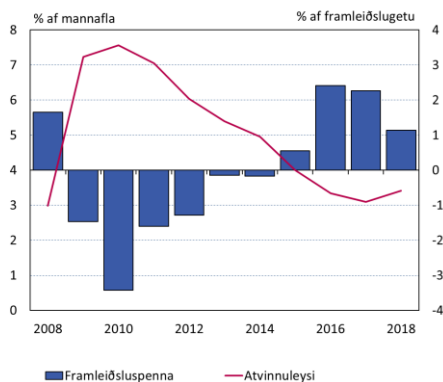


- Hagvöxtur í fyrra var 4% og horfur á tæplega 5% hagvexti í ár og um 4% á næsta ári: á bak við þennan kröftuga hagvöxt er mikil fjölgun starfa en framleiðnivöxtur hefur verið lítil og nokkru undir langtímameðaltali
- Samhliða miklum hagvexti hefur slakinn í þjóðarbúinu horfið og framleiðsluspenna myndast – sem m.a. kemur fram mikilli lækkun atvinnuleysis sem er líklega komið undir það atvinnuleysisstig sem samrýmist langtímajafnvægi

Hagvöxtur og framleiðni 2008-2018^{1,2}



Atvinnuleysi og framleiðsluspenna 2008-2018¹



1. Grunnspá PM 2016/3 fyrir 2016-2018. 2. Framleiðni mæld sem hlutfall landsframleiðslu og heildarvinnustunda.

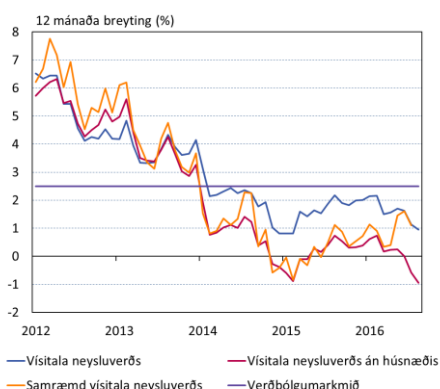
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



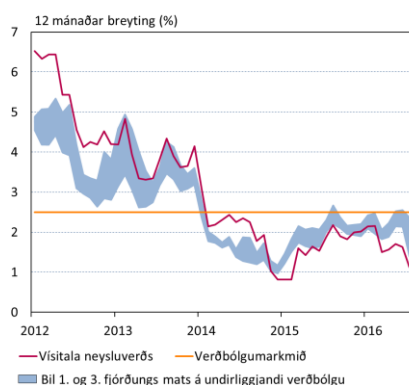
Verðbólga minnkar á ný og nálgast fyrra lágmark

- Verðbólga mældist 0,9% í ágúst og minnkaði úr 1,1% í júlí og hefur ekki verið svo lítil síðan í febrúar 2015 ... án húsnæðis mældist hún enn minni eða -0,9% og minnkaði úr -0,6% í júlí – en hefur aukist úr 0,4% í apríl í 1,1% í júlí skv. HICP
- Undirliggjandi verðbólga hefur einnig minnkað: flestir mælikvarðar á bilinu 1,3-2,1% í ágúst
- Viðskiptakjarabati, lítil alþjóðleg verðbólga, hækkun gengis og aðhaldssöm peningastefna veða á móti áhrifum launahækkana

Ýmsir mælikvarðar á verðbólgu
Janúar 2012 - ágúst 2016



Mæld og undirliggjandi verðbólga¹
Janúar 2012 - ágúst 2016



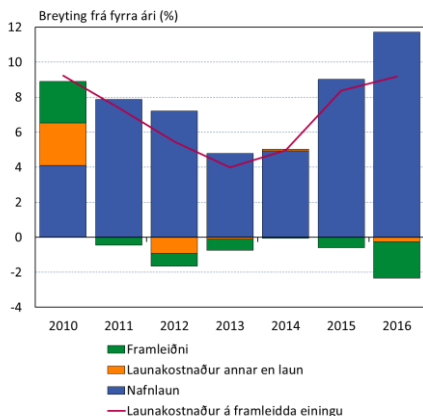
1. Skýggða svæðið inniheldur bil 1. og 3. fjórðungs mats á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölum sem horfa fram hjá áhrifum sveiflukenndra matvöruúliða, bensins, opinberra þjónustu og reiknaðrar húsaleigu og með tölfraðilegum mælikvörðum eins og vagnu miðgildi, klíptum meðaltölum og kviku þáttalíkan.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

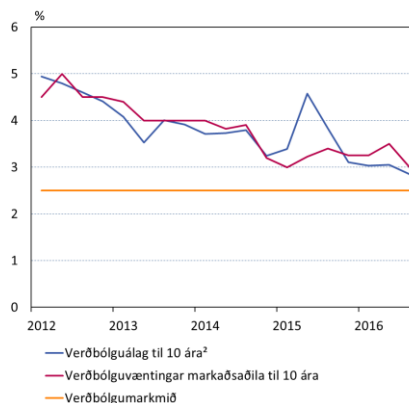
Miklar launahækkanir en kjölfesta væntinga heldur

- Miklar launahækkanir undanfarið eru langt umfram framleiðni vöxt og því hefur launakostnaður á framleidda einingu hækkað mikið: horfur á ríflega 9% hækkun í ár og 6½% hækkun yfir 5 ára tímabil
- Á móti vegur að langtímaverðbólguvæntingar hafa farið lækkandi undanfarin ár – og tekið að lækka á ný eftir tímabundna hækkun í kjölfar nýlegra kjarasamninga – kjölfesta verðbólguvæntingar virðist halda og hafa styrkt

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2010-2016¹



Langtímaverðbólguvæntingar
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2016



1. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá PM 2016/3 fyrir 2016. 2. Talan fyrir þriðja ársfjórðung 2016 er meðaltal það sem af er fjórðungnum.

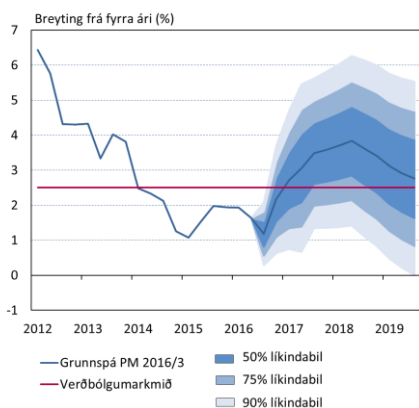
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðbólguhorfur batna töluvert frá fyrri spá

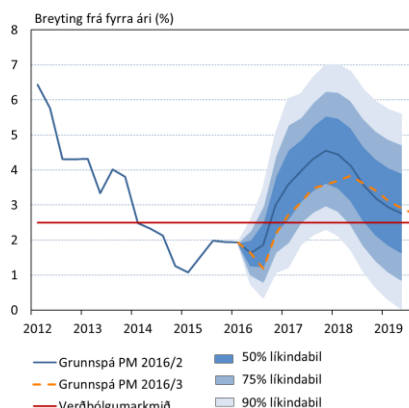


- Verðbólga minnkaði úr 1,9% á Q1 í 1,6% á Q2 – spáð að verði 1,2% á Q3 en aukist á ný þegar áhrif gengishækkunar taka að fjara út: verði 2,2% á Q4 og nái hámarki í 3,8% Q2/2018 en taki síðan að hjaðna í markmið
- Horfur hafa batnað töluvert frá PM 16/2: hærra gengi, minni alþjóðleg verðbólga, meiri framleiðnivöxtur og traustari kjölfesta verðbólguvæntinga skýra bættar horfur – verðbólga tæplega 1pr minni en spáð var í PM 16/2 út næsta ár

Verðbólguþspá og óvissumat PM 2016/3
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2019



Verðbólguþspá og óvissumat PM 2016/2
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2019



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



Félag
atvinnurekenda

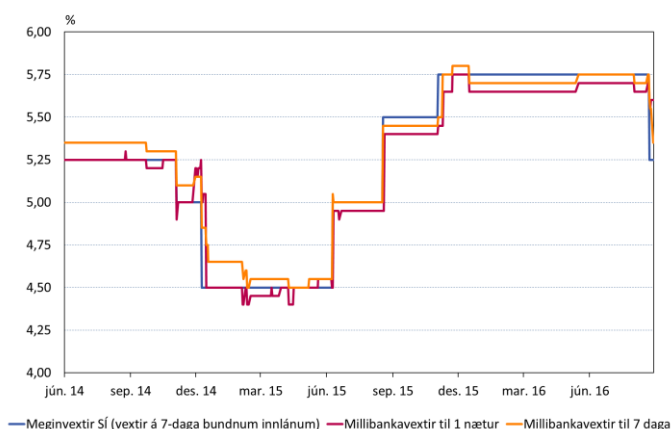
Peningastefnan



Tekist hefur að halda verðbólgu í skefjum

- Brugðist við aukinni verðbólguhættu með hækkun vaxta sem hélt aftur af eftirspurn og beindi hluta tekjuauka í sparnað ...
- ... með hjálp ytri aðstæðna virðist því hafa tekist að skapa verðbólguvæntingum kjölfestu og þannig haldið verðbólguþrýstingi í kjölfar kjarasamninga í skefjum
- Hefur gengið betur en óhætt var að vona og því útlit fyrir að hægt sé að ná markmiði með lægra vaxtastigi en áður var talið

Meginvextir Seðlabanka Íslands
1. júní 2014 - 29. ágúst 2016



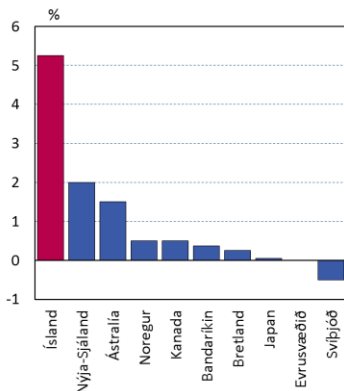
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Alþjóðlegur samanburður á seðlabankavöxtum

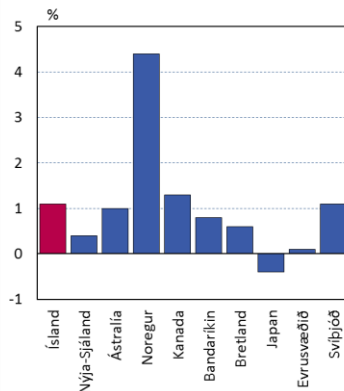
- Meginvextir Seðlabankans eru nú 5,25% ... en eru enn töluvert hærri en í öðrum iðnríkjum þótt verðbólga sé svipuð
- Þótt langtíma-verðbólguvæntingar hafi þökast að markmiði eru þær enn yfir markmiði ólíkt því sem er í öðrum iðnríkjum þar sem þær hafa trausta kjölfesta eða hafa lækkað undir markmið



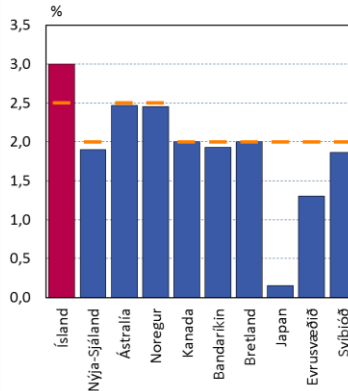
Meginvextir¹



Verðbólga²



Langtíma-verðbólguvæntingar og verðbólgu-markmið³



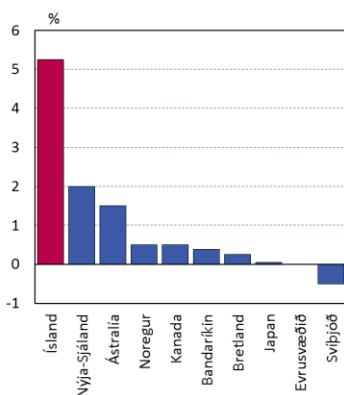
1. Nýjustu gildi meginvaxta nokkurra seðlabanka. 2. Ársverðbólga miðað við vísitölu neysluverðs í júlí 2016 (á öðrum ársfjórðungi fyrir Ástralíu og Nýja-Sjáland). 3. Nýjasta mat á væntingum markaðsaðila og greinenda um verðbólgu til næstu 4-5 ára (Ísland, Kanada (6-10 ár), Noregur, Nýja-Sjáland og Svíþjóð), spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um verðbólgu eftir 5 ár (Bretland) eða út frá verðbólguþrýstingum til 5 ára (Ástralía, Bandaríkin, Evrusvæðing og Japan).

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Bloomberg, Noregsbanki, Kanadabanki, Reuters, Riksbank, Seðlabanki Nýja-Sjálands, Seðlabanki Íslands.

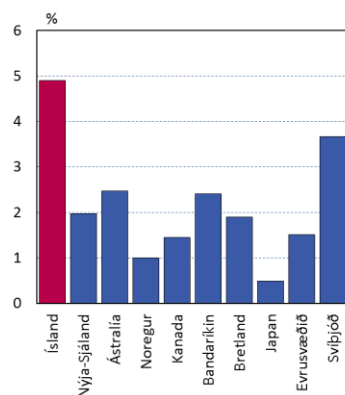
Alþjóðlegur samanburður á seðlabankavöxtum (2)

- Hagvöxtur er töluvert meiri hér á landi en í öðrum iðnríkjum (var t.d. 4,7% á fyrsta fjórðungi hér á landi en 1,6% að meðaltali meðal helstu viðskiptalanda): horfur á tæplega 5% hagvexti í ár hér á landi en á bilinu 1-2% í flestum hinna
- Hér er talið að slakinn í þjóðarþíni hafi horfið fyrir nokkru síðan og nokkur framleiðsluspenna sé tekin að myndast: spáð að verði um 2,5% hér á landi í ár en enn er töluverður slaki til staðar í flestum hinna landanna

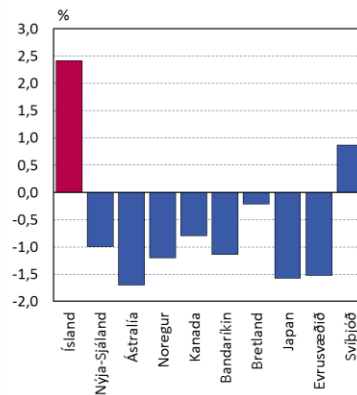
Meginvextir¹



Hagvöxtur 2016²



Framleiðsluspenna 2016²

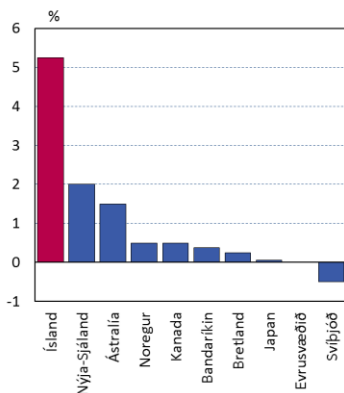


1. Nýjustu gildi meginvaxta nokkurra seðlabanka. 2. Spá Alþjóðgjaldeyrissjóðsins (World Economic Outlook, apríl 2016) nema fyrir Ísland (Peningamáli 2016/3). Heimildir: Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

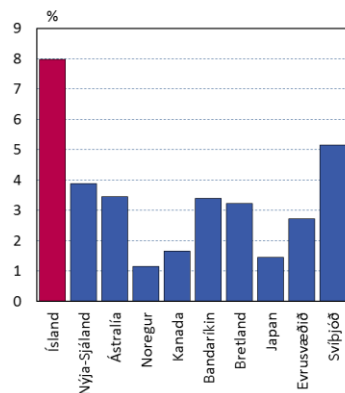
Alþjóðlegur samanburður á seðlabankavöxtum (3)

- Nafnvöxtur eftirsparnar er töluvert meiri hér á landi en í öðrum iðnríkjum: spáð 8% vexti nafnvirðis VLF í ár (töluvert umfram 4½-5½% eðlilegan langtíma-vöxt) en tæplega 3% að meðaltali í öðrum iðnríkjum
- Í öðrum iðnríkjum hefur lítil hækkun launakostnaðar verið viðvarandi vandi: horfur á að hækki um 1½% að meðaltali í ár en yfir 9% hér á landi

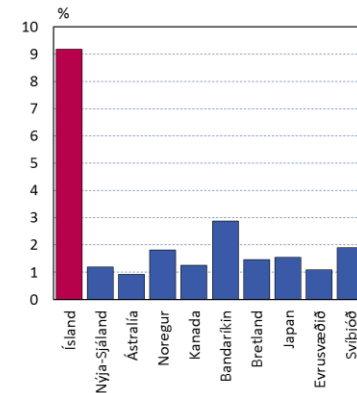
Meginvextir¹



Nafnvöxtur VLF 2016²



Launakostnaður á framleidda einingu 2016³

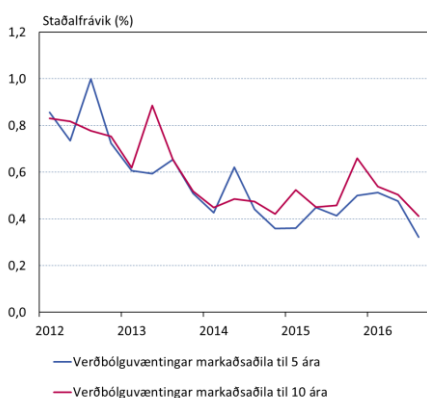


1. Nýjustu gildi meginvaxta nokkurra seðlabanka. 2. Spá Alþjóðgjaldeyrissjóðsins (World Economic Outlook, apríl 2016) nema fyrir Ísland (Peningamáli 2016/3). 3. Spá OECD (OECD Economic Outlook, júní 2016) nema fyrir Nýja-Sjáland (Monetary Policy Statement, ágúst 2016) og Ísland (Peningamáli 2016/3). Heimildir: Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn, OECD, Seðlabanki Nýja-Sjálands, Seðlabanki Íslands.

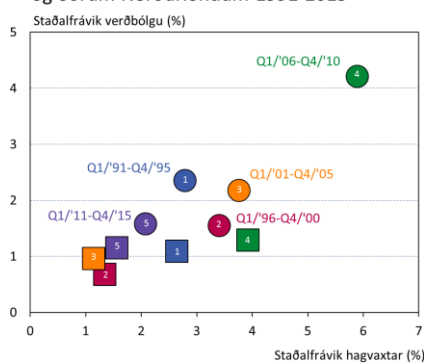
Aukinn stöðugleiki verðlags og efnahagssumsvifa ...

- Óvissa um langtíma verðlagshorfur virðist vera smám saman að minnka: gerir langtímaáætlunargerð auðveldari, eykur skilvirkni og dregur úr sveiflum í raunvöxtum sem er grundvöllur þess að draga úr efnahagslegum óstöðugleika ...
- ... sem virðist vera að minnka: aukinn peningalegur stöðugleiki stuðlar að því að draga úr hagsveiflum

Óvissa um langtíma verðbólguhorfur¹
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2016



Sveiflur í verðbólgu og hagvexti á Íslandi og öðrum Norðurlöndum 1991-2015²

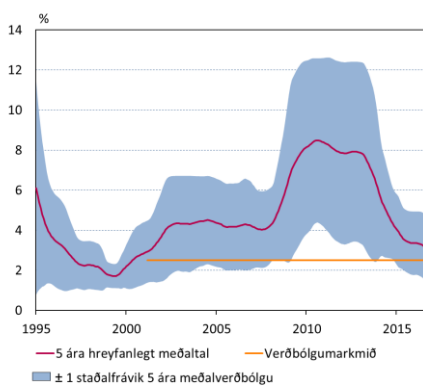


1. Staðalfrávik í svörum markaðsaðila um hvaða verðbólgu þeir vænta að meðaltali næstu 5 og 10 ár. 2. Hringir sýni þór staðalfrávika verðbólgu og hagvaxtar á Íslandi og kassar samsvarandi þór fyrir miðgildi annarra Norðurlanda, 25 ára tímabilinu Q1/1991-Q4/2015 er skipt í 5 jafnlöng 5 ára tímabil.
Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

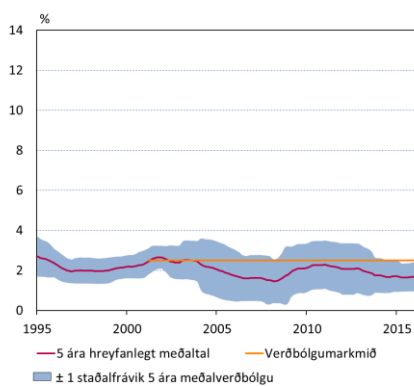
... en fullnaðarsigur ekki í höfn

- Þrátt fyrir að peningastefnan hafi náð nokkrum árangri við að auka efnahagslegan stöðugleika undanfarið er enn nokkuð í land við að tryggja varanleika þessa árangurs ... því þarf að fara varlega og vera viðbúin bakslagi
- Samanburður við Noreg sýnir þetta ágætlega: Noregi hefur tekist að halda verðlagi stöðugu yfir mun lengri tíma sem eykur trúverðugleika Noregsbanka og eykur sveigjanleika hans við móttun peningastefnunnar

5 ára meðalverðbólga á Íslandi
Janúar 1995 - júlí 2016



5 ára meðalverðbólga í Noregi
Janúar 1995 - júlí 2016



Heimildir: Hagstofa Íslands, Noregsbanki, OECD, Seðlabanki Íslands.

Af hverju hefur gengi krónunnar hækkað?

Pórarinn G. Pétursson

Frá áramótum hefur gengi krónunnar hækkað um fimmtung gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla og frá því að núverandi hækkunarhrina hófst um mitt síðasta ár nemur hækkunin liðlega fjórðungi. Þetta er mikil hækkun á tiltölulega stuttum tíma sem eðlilega hefur vakið athygli. En hvers vegna hefur gengi krónunnar hækkað svona mikið og hver er þáttur peningastefnunnar í hækkuninni? Er ástæða til að hafa áhyggjur af gengishækkuninni og gæti hún jafnvel verið fyrirboði nýrrar kollsteypu, sambærilegri þeirri sem varð hér haustið 2008?

Gengishækkunin endurspeglar fyrst og fremst utanaðkomandi búhnykki

Í einföldu máli má segja að meginorsaka gengishækkunarinnar sé að leita í góðum árangri fyrirtækja í útflutningsstarfsemi við að selja afurðir sínar á alþjóðamörkuðum. Þar ber hæst ótrúlegan vöxt í ferðaþjónustu síðustu ár en að magni til hefur útflutt ferðaþjónusta vaxið um 20-30% á hverju ári síðan 2011 og frá seinni hluta síðasta árs hefur ársvöxturinn verið ríflega 40%. Á þriðja fjórðungi þessa árs var umfang ferðaþjónustu á föstu verði því orðið næstum þrefalt meira en á sama fjórðungi fyrir fimm árum. Þetta er langt umfram vöxt annars útflutnings og meðalvöxt eftirspurnar helstu viðskiptalanda okkar.

Hvað gerist þegar ný útflutningsatvinnugrein vex úr litlu í það að verða ein meginatvinnugrein þjóðarbús á örskömmum tíma? Fyrir það fyrsta aukast útflutningstekjur þjóðarbúsins verulega og við það hækkar innlent tekjustig og fjárhagslegur auður almennings vex. Ofan á þetta bætist síðan seinni búhnykkurinn sem er veruleg hækkun útflutningsverðlags í hlutfalli við verðlag þeirrar vöru og þjónustu sem við kaupum frá útlöndum sem má að mestu leyti rekja til hagstæðrar þróunar á verði sjávarafurða og lækkunar á heimsmarkaðsverði á olíu. Báðir þessir búhnykkir gera það að verkum að innlent ríkidæmi eykst sem hækkar gengi krónunnar.

Búhnykkjunum tveimur fylgir einnig mikill vöxtur í innlendri eftirspurn sem reynir töluvert á takmarkaða innlenda framleiðsluþætti. Eftirspurn eftir vinnuafla eykst hratt og vaxandi fjöldi fyrirtækja starfar við eða umfram fulla afkastagetu. Við slíkar aðstæður er eðlilegt – og í raun æskilegt – að gengi krónunnar hækki. Það hjálpar til við að halda aftur af innlendum verðbólguþrýstingi sem óhjákvæmilega myndast þegar reyna fer á innlenda framleiðsluþætti, m.a. með því að beina innlendri eftirspurn að einhverju leyti út úr þjóðarbúinu, þ.e. að innfluttri vöru og þjónustu. Þannig verður minni þrýstingur á innlenda framleiðsluþætti, auk þess sem hærra gengi auðveldar innlendum fyrirtækjum að sækja t.d. vinnuafl til annarra landa til að mæta mikilli eftirspurn innanlands.

En fleira gerist þegar ný útflutningsatvinnugrein vex svo hratt sem raun ber vitni. Þar sem hún keppir að einhverju leyti um sömu innlendu aðföng og aðrar útflutningsatvinnugreinar, þrýstir vöxtur hennar upp gengi krónunnar til þess að ryðja annarri útflutningsstarfsemi til hliðar á meðan hún skapar sér rými í þjóðarbúskapnum. Þetta er gamalkunnugt stef í íslenskri hagsögu þar sem mikil velgengni í ferðaþjónustu leikur sama hlutverk og gjöful aflabrögð í sjávarútvegi gerðu áður fyrr.

Gengishækkunin undanfarin misseri endurspeglar því að verulegu leyti óhjákvæmilega aðlögun þjóðarbúskaparins að utanaðkomandi búhnykkjum. Hækkunin er því hluti af aðlögunarferli sem stuðlar að því að skapa ferðaþjónustu rými í þjóðarbúinu en stuðlar einnig að því að hægja á vexti hennar svo hann verði í betri takti við vöxt takmarkaðra framleiðslugæða innanlands. Gengishækkunin léttir jafnframt á áraun á innlenda framleiðsluþætti með því að beina hluta eftirspurnarinnar sem skapast vegna búhnykkjanna út úr þjóðarbúinu. Að auki færir hækkunin hluta búhnykkjanna frá útflutningsfyrirtækjunum til almennings í gegnum aukinn kaupmátt heimila með sama hætti og

gengislækkunin í fjármálakreppunni létti undir með innlendum fyrirtækjum með því að færa byrðina að hluta yfir á heimilin.

En hvað um peningastefnuna?

Fram til þessa hefur ekkert verið minnst á mögulegan hlut peningastefnunnar í þessari þróun. Vegna mikils hagvaxtar og vaxandi áraunar á innlenda framleiðsluþætti hafa innlendir vextir þurft að vera hærri en vextir í nágrannalöndunum. Þar er enn töluverður slaki til staðar sem gerir þeim fært að hafa nokkurn hagvöxt án þess að verðbólguþrýstingur hljóti af. Jákvæður vaxtamunur styður að öðru óbreyttu við hærra gengi krónunnar og því getur peningastefnan eflt og hraðað þeirri gengisaðlögun sem áður var lýst. Þetta vegur þó ekki þungt í þróuninni undanfarið. Gengishækkunin skýrist ekki af spákaupmennskutengdu innflæði fjármagns í leit að hærri ávöxtun en slíkt innflæði hefur verið sáralítið eftir að Seðlabankinn tók í notkun sérstakt fjárstreymistæki fyrr á þessu ári. Þá hefur Seðlabankinn um nokkurt skeið lagst gegn þrýstingi til hækkunar á gengi krónunnar með því að kaupa töluverðan hluta gjaldeyristekna sem hafa streymt inn í landið. Lengi vel gerði bankinn það til þess að byggja upp öflugan gjaldeyrisforða fyrir losun fjármagnshafta. Að undanfögnu hafa kaup bankans einnig endurspeglad viðleitni hans til að draga úr hættunni á að gengi krónunnar ofrísi á núverandi velmegunarskeiði og lækki síðan snarpt þegar gæfan snýst við. Peningastefnan hefur því á heildina litið fremur haldið aftur af hækkun á gengi krónunnar.

Er tilefni til að hafa áhyggjur?

Þótt gengishækkunin eigi sér eðlilegar orsakir er skiljanlegt að útflutningsfyrirtæki hafi áhyggjur af stöðu sinni. Einnig hefur örulað á áhyggjum af því að gengishækkuninni muni fylgja gengishrun eins og hér varð árið 2008. Hafa þarf hins vegar í huga að gengishrunið og fjármálakreppan árið 2008 endurspeglad þjóðarbúskap sem lifði langt um efni fram og fjármagnaði hátt útgjaldastig með lántöku frá útlöndum. Gríðarlegur viðskiptahalli náði hámarki í næstum fjórðungi af landsframleiðslu árið 2006. Hallann má rekja til mikils vaxtar innlendra eftirspurnar á sama tíma og þjóðhagslegur sparnaður var í sögulegu lágmarki. Erlendar skuldir þjóðarbúsins voru langt umfram eignir þess, sem sýnir einnig hve þjóðarbúið var háð erlendri fjármögnun. Nú eru aðstæður allt aðrar. Þjóðhagslegur sparnaður er í sögulegu hámarki, myndarlegur afgangur hefur verið á viðskiptum við útlönd í átta ár samfleytt og nýlega náðist sá merkilegi árangur að erlendar eignir þjóðarbúsins urðu meiri en erlendar skuldir þess í fyrsta sinn frá því að mælingar hófust.

Því er erfitt að sjá að sambærilegt gengishrun ætti að verða í nálægri framtíð. Hins vegar mun óhjákvæmilega hægja á vexti ferðapjónustu. Ekki er heldur útilokað að bakslag verði í greininni eða viðsnúningur á viðskiptakjörum þjóðarbúsins. Við slíkar aðstæður gæti þróunin sem lýst er hér að ofan gengið til baka að einhverju leyti og gengi krónunnar gefið eftir. Það myndi mýkja aðlögun þjóðarbúskaparins að lakari stöðu hans. Aðalatriðið er að fyrirtæki og almenningur skuldsetji sig ekki út frá væntingum um að núverandi velgengni haldi áfram um ókomna tíð. Þar skiptir einnig sköpum að áfram verði gætt strangs aðhalds í hagstjórn. Í því samhengi væri æskilegt að aðrir armar hagstjórnar legðust betur á sveif með peningastefnunni. Aukið aðhald við stjórn opinberra fjármála myndi draga úr þörf á aðhaldi við framkvæmd peningastefnunnar og létta á þrýstingi til hækkunar á gengi krónunnar. Margvísleg útfærsla beinnar gjaldtöku á ferðamenn væri einnig til þess fallin að hægja á eftirspurn þeirra og draga úr þrýstingi á gengi krónunnar og minnka þannig neikvæð áhrif á aðrar útflutningsatvinnugreinar.

Höfundur er aðalhafgfræðingur Seðlabanka Íslands og nefndarmaður í peningastefnunefnd bankans. Þær skoðanir sem hér koma fram þurfa ekki að endurspeгла skoðanir bankans eða annarra í nefndinni.

Grein birt í Kjarnanum 15. desember 2016.

Efnahagsleg velgengni og gengi krónunnar

Már Guðmundsson

Það gengur óvenju vel í þjóðarbúskap Íslendinga um þessar mundir. Það er full atvinna og kannski gott betur eins og sést á miklum aðflutningi erlends vinnuafls og þeirri staðreynd að um 40% fyrirtækja kvarta undan skorti á vinnuafli. Til viðbótar þessu er kaupmáttur launa í sögulegum hæðum og eignir heimila umfram skuldir hafa ekki í langan tíma verið meiri. Við höfum áður gengið í gegnum hátoppa atvinnu og kaupmáttar samfara vaxandi spennu í þjóðarbúskapnum. Það hefur oftast en ekki endað illa þar sem margvíslegt ójafnvægi í þjóðarbúskapnum magnaðist að því marki að snörp aðlögun varð ekki umflúin. Nú bregður hins vegar svo við að jafnvægið í þjóðarbúskapnum er þrátt fyrir allt mun betra en oft áður. Mæld verðbólga er undir verðbólgu markmiði en væntingar fólks og fyrirtækja um verðbólgu framtíðarinnar eru við það. Sparnaður heimila og þjóðabús er mun meiri nú en oftast áður á þessu stigi hagsveiflunnar og meðal annars af þeim sökum er verulegur afgangur á viðskiptum okkar við útlönd.

Viðnámspróttur þjóðarbúsins

Það getur líka mildað áhrif áfalla sem kunna að verða að viðnámspróttur þjóðarbúsins er meiri en oft vegna þess að skuldsetning heimila, fyrirtækja og hins opinbera hefur minnkað umtalsvert síðustu árin og erlend staða þjóðarbúsins er góð. Gjaldeyrisforði hefur ekki verið hlutfallslega stærri síðan í lok seinni heimsstyrjaldar. Bankar eru með mikið eigið fé og hafa góða lausafjárstöðu. Það eru einkum þeir þættir sem eiga mestan þátt í tiltölulega góðri stöðu. Í fyrsta lagi mikill bati viðskiptakjara síðustu misseri. Í öðru lagi vöxtur ferðaþjónustu. Í þriðja lagi hagstjórn, þ.m.t. peningastefnan, og varúðarstefna varðandi fjármálakerfið sem hafa í sameiningu stuðlað að lítilli verðbólgu, skapað hvata til sparnaðar og eflt viðnámsprótt þjóðarbúsins og fjármálakerfisins.

Á árinu sem er að líða og í fyrra jukust útflutningstekjur (kaupmáttur útflutnings vöru og þjónustu gagnvart innflutningi) um nærri þriðjung, aðallega vegna bættra viðskiptakjara og vaxtar ferðaþjónustu. Þessi mikla aukning er megin ástæða mikils hagvaxtar og á hún ásamt peningastefnunni mestan þátt í því að miklar launahækkanir hafa fyrst og fremst skilað sér í auknum kaupmætti en ekki í aukinni verðbólgu. Sömu þættir skýra mikinn viðskiptaafgang sem hefur stuðlað að styrkingu krónunnar.

Hver er áhættan?

Er þá engin möguleg vá? Jú, vissulega. Hættan á alvarlegri ofhitnun þjóðarbúsins er augljós. Viðskiptakjör gætu versnað á ný. Þá gæti komið bakslag í ferðaþjónustu. Mikilvægt er að viðeigandi aðilar séu vakandi fyrir þessari áhættu og reyni þar sem því verður við komið að draga úr líkum á því að áhættan raungerist. Þá þurfa stjórnvöld að leitast við að varðveita og efla viðnámsprótt þjóðarbúsins. Þannig má milda áföllin og afleiðingar þeirra. Til skemmri tíma litið a.m.k. getum við lítil áhrif haft á viðskiptakjörin sem ákvarðast á erlendum mörkuðum. Hins vegar er hægt að draga úr of mikilli eftirspurn með aðhaldssamri hagstjórn og þar með úr líkum á snarpri aðlögun síðar meir. Veruleg slökun aðhalds peningastefnunnar sem miðar að snarpri lækkun raunvaxta stangast við núverandi aðstæður á við það markmið. Langtíma raunvextir geta þó haldið áfram að síga niður haldist sparnaðarstig áfram hátt og raskist jafnvægi í þjóðarbúinu ekki um of á næstunni.

Styrking krónunnar

En þá kann einhver að spyrja: Hvað með mikla styrkingu krónunnar? Felst ekki mesta áhættan í henni? Til að svara þeirri spurningu þarf að glöggva sig á ástæðum hærra gengis. Augljóst virðist að hún sé fyrst og fremst afleiðing þeirrar þróunar sem ég hef hér gert að umtalsefni, sérstaklega á seinni hluta ársins. Þannig varð á þriðja ársfjórðungi met viðskiptaafgangur sem á fyrst og fremst rætur að rekja til afgangis á þjónustuviðskiptum. Á sama tíma var fjármagnsinnstreymi sáralítið. Á heildina litið hafa aðgerðir Seðlabankans á árinu unnið á móti styrkingu gengisins. Sérstök bindiskylda á fjármagnsinnstreymi inn á skuldabréfamarkað og í innstæður hefur nánast stöðvað vaxtamunarviðskipti. Þá hafði bankinn síðastliðinn þriðjudag keypt gjaldeyri á árinu fyrir 385 ma.kr. sem er rúmlega 40% meira en á metárinu 2015. Krónan getur þó vissulega ofrisið og það styður þá varfærni sem felst í miklum gjaldeyriskaupum þrátt fyrir að ekki sé með óbyggjandi hætti hægt að fullyrða að gengið sé komið mikið yfir jafnvægi miðað við ríkjandi aðstæður.

Þrátt fyrir ofangreint telja sumir að Seðlabankinn eigi einfaldlega að kaupa mun meira og lækka vextina verulega í þokkabót. En það er ekki útgjaldalaust þar sem innra jafnvægi þjóðarbúsins og verðstöðugleika er þá stefnt í hættu. Þegar öllu er á botninn hvolft felur hækkun gengisins að hluta til a.m.k. í sér aðlögun þjóðarbúsins að vexti ferðaþjónustunnar eftir að fullri atvinnu er náð. Því má líta á hana sem leið markaðarins til að beina þróuninni á sjálfbærari braut. Til að draga úr þeirri áhættu sem vissulega felst í þessari þróun er því áhrifaríkast að höggva að rótum vandans sem um þessar mundir felst í of mikilli samkeppni um vinnuafli, húsnæði og ýmsar aðrar þjargir þessa lands. Ferðaþjónustan er það mikilvæg að hún getur ekki verið þar undanskilin.

Grein birt í Fréttablaðinu 30. desember 2016.

Í byrjun júní sl. kynnti Seðlabanki Íslands nýtt stjórnæki til sögunnar, svokallað fjárstreymistæki (e. capital flow management measure), sem er gagngert ætlað að tempra og hafa áhrif á samsetningu fjármagnsflæðis til landsins. Stjórnækið byggist á reglum um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris í samræmi við nýtt bráðabirgðaákvæði laga nr. 87/1992, um gjaldeyrisráð.¹ Stjórnækinu er ætlað að draga úr tímabundinni áhættu tengdri óhóflegu fjármagnsinnflæði, styðja við aðra þætti innlendrar hagstjórnar og stuðla með því að þjóðhagslegum og fjármálalegum stöðugleika. Í kjölfar þess að tækið var virkjað hefur dregið verulega úr fjármagnsflæði inn á innlandan skuldabréfamarkað og vísbendingum fækkað um bresti í miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn. Fjárstreymistækið tekur mið af núgildandi regluverki gjaldeyrisráða en vinna stendur yfir við að undirbúa endanlega útfærslu tækisins og varanlegan lagalegan grundvöll þess.

Frelsi fjármagnshreyfinga hefur löngum sveiflast í takt við breytingar á viðhorfum til ábata og áhættu þeirra

Hversu umfangsmikið og sveiflukennt alþjóðlegt fjármagnsflæði er hefur breyst í árunna rás og m.a. ráðist af mismiklu frjálstræði. Það hefur síðan átt rætur að rekja til breytilegra viðhorfa til almenns ábata og áhættu af fjármagnshreyfingum (Reinhart o.fl., 2008, 2016). Frjálstræðinu óx almennt ásmegin í kjölfar falls Bretton-Woods-gengissamstarfsins á áttunda áratug síðustu aldar og allt fram að alþjóðlegu fjármálakreppunni sem hófst árið 2007. Tíðar kreppur í nýmarkaðsríkjum vegna skyndilegra straumhvarfa fjármagnsflæðis (e. sudden stop crises) breyttu ekki í meginatriðum þeirri þróun enda taldar skýrast einkum af veikburða stofnanaumgjörð og misráðinni hagstjórn í þessum ríkjum og skipta því síður máli í þróuðum ríkjum (Obstfeld, 1998, Calvo o.fl., 2006; sjá einnig rammagrein IV-1 í *Peningamáli* 2008/3). Notkun fjárstreymistækja hafði þó tilhneigingu til að aukast í ýmsum nýmarkaðsríkjum í kjölfar þessara kreppa.

Á andanförunum árum hefur pendúllinn sveiflast nokkuð til baka og kastljósið beinst í auknum mæli að þeirri áhættu sem getur fylgt fjármagnsflæði þrátt fyrir ýmsa vel þekkta ábata þess. Um leið hefur skapast aukin samstaða um að stjórnvöld, jafnvel í þróuðum ríkjum, geti við tiltekna aðstæður þurft tímabundið á sér-tækum stjórnækjum að halda til að draga úr slíkri áhættu (sjá t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2011a, 2012).² Þetta endurspeglar m.a. aukinn skilning á þeirri hættu sem felst í því að á meðan á óhóflegu innstreymi (e. inflow surge) stendur virðast innlendir efnahagsreikningar styrkjast vegna meðfylgjandi hækkunar eignaverðs og gengis. Er það til þess fallið að kynda undir enn frekari eftirspurn og áhættusækni uns veikleikar koma að lokum upp á yfirborðið, tiltrú brestur, viðsnúningur verður í fjármagnsflæði og efnahagssamdráttur og jafnvel fjármálaáfall skellur á (mynd 1).³

1. Samanber 2. gr. laga nr. 42/2016, um breytingu á lögum um gjaldeyrisráð, lögum um meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum og lögum um sérstakan skatt á fjármálafyrirtæki, sem tóku gildi 2. júní sl. og reglur nr. 490/2016, um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris 4. júní sl., með breytingum 16. júní og 31. október.

2. Þar sem verulegt fjármagnsústreymi með tilheyrandi efnahagsamdrætti og jafnvel fjármálakreppu fylgir oft í kjölfar mikils innflæðis er jafnan talið æskilegra að bregðast við innstreyminu í tæka tíð, t.d. með beitingu fjárstreymistækja, í stað þess að reisa skorður við ústreyminu þótt slíkt geti við vissar aðstæður reynst nauðsynlegt eins og raunin var hér á landi (sjá einnig Jeanne og Korinek, 2013).

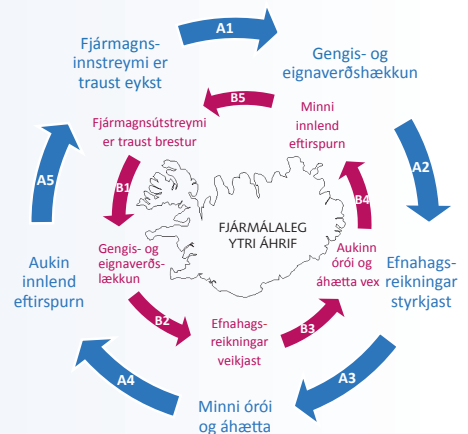
3. Framvinda af þessu tagi er dæmi um fjármálaleg ytri áhrif fjármagnsflæðis (e. pecuniary externalities) sem birtast t.d. í tilhneigingu til óhóflegrar erlendar skuldsetningar þar sem markaðsaðilar taka ekki tillit til kerfislægra áhrifa viðskipta sinna á eignaverðs- og gengisþróun sem síðan valda öðrum aðilum sem komu ekki að viðskiptunum, og jafnvel almenningi öllum, fjárhagslegum skaða. Tilvist slíkra ytri áhrifa má nota sem rök fyrir hagstjórnarinnngripum til að leiðrétta markaðsbrest af þessu tagi (Korinek, 2011).

Rammagrein 1

Fjármagnsflæði og nýtt fjárstreymistæki Seðlabankans

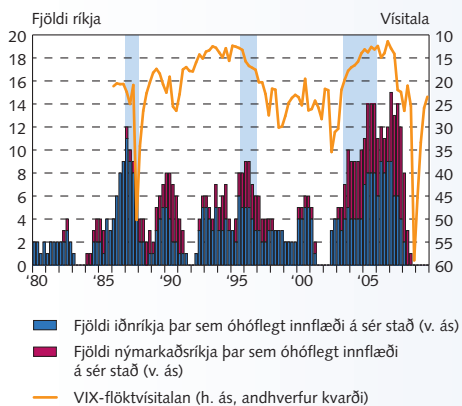
Mynd 1

Sjálfvandi hringrás breytinga í fjármagnsflæði, áhættusækni og stærð efnahagsreikninga¹



1. Myndin byggist að hluta á Korinek (2011) og Bruno og Shin (2015).

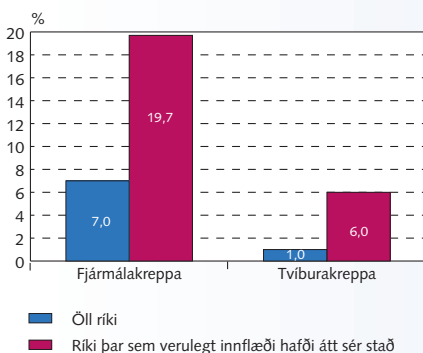
Mynd 2
Skeið óhóflegs fjármagnsinnflæðis¹



1. Myndin sýnir fjölda ríkja þar sem óhófleg aukning á sér stað í fjármagnsinnflæði skv. skilgreiningu Forbes og Warnock (2012a). Skyggð svæði sýna þau tímabil sem eru skilgreind sem skeið óhóflegrar aukningar í fjármagnsinnflæði til Íslands. VIX-vísitalan er algengur mælikvarði á áhættusæknir og óvissu á alþjóðlegum fjármálamörkuðum.

Heimildir: Forbes og Warnock (2012a), Macrobond, Seðlabanki Íslands.

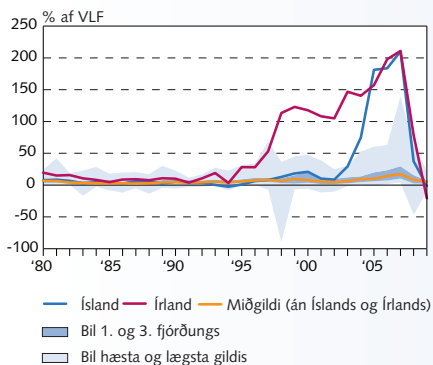
Mynd 3
Fjármagnsinnflæði og fjármálakreppur¹



1. Myndin sýnir hlutfall tilvika þar sem fjármálakreppa átti sér stað í 53 nýmarkaðsríkjum á tímabilinu 1980-2014, bæði heilt á lítið og þar sem óhóflegt innflæði hafði átt sér stað í aðdragandanum.

Heimildir: Ghosh, Ostry og Quereshi (2016), Seðlabanki Íslands.

Mynd 4
Alþjóðlegur samanburður á fjármagnsinnflæði 1980-2009¹



1. Fjármagnsinnflæði frá erlendum aðilum endurspeglar hrein kaup erlendra aðila á innlendum eignum á hvernju ári og birtist því í auknum kröfum á innlenda aðila. Flæði er mælt í Bandaríkjadólam og sýnt sem hlutfall af VLF miðað við metinn leitniferil hennar skv. HP-sú.

Heimild: Broner, T. Didier og Schmukler (2013).

Áhætta tengd fjármagnsinnflæði er mismikil eftir aðstæðum ...

Fjármagnsinnstreymi fylgir mismikil áhætta. Hún fer eftir aðstæðum og ræðst einkum af umfangi og samsetningu innflæðisins og notkun þeirrar fjármögnunar sem það felur í sér, ásamt viðnámsþrótti innlendra fjármálamarkaða og efnahagsreikninga gagnvart auknu innflæði og þeim sveiflum sem geta fylgt flæðinu (Ostry o.fl., 2011, Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2011a). Tímabil óhóflegs innflæðis koma gjarnan í bylgyum (mynd 2) og tengjast einkum alþjóðlegum fjármálaskilyrðum (e. push factors) en einnig innlendum þáttum (e. pull factors) (Reinhart og Rogoff, 2008, Forbes og Warnock, 2012a, Broner o.fl., 2013). Fjármagnsinnstreymi er einnig misáhættu- og -ábatasamt fyrir landið sem fjármagnið flæðir til eftir því um hvers konar fjármagn er að ræða (Hogghart o.fl., 2016). Bein erlend fjárfesting er t.a.m. almennt talin ákjósanlegt og áhættulítið form innstreymis enda byggist hún gjarnan á langtímaviðskiptasambandi og felur í sér miðlun á þekkingu og tækni.⁴ Vaxtamunarviðskiptum og öðru spákaupmennskufleði virðist hins vegar fylgja hverfandi þjóðhagslegur ábati en um leið meiri áhætta, ekki síst við aðstæður þar sem markaðir eru tiltölulega grunnir og viðnámsþróttur innlendra efnahagsreikninga er ófullnægjandi.

... og getur verið þjóðhagslegs og/eða fjármálalegs eðlis

Áhætta vegna fjármagnsinnstreymis getur einkum verið tvenns konar eftir áhrifum þess á þjóðarbúskapinn og fjármálakerfið. Hún getur verið þjóðhagslegs eðlis, t.d. tengd ofrís innlends gjaldmiðils, ósjálfbærum vexti eftirspurnar með tilheyrandi viðskiptahalla, óhóflegum og skekkjandi tilflutningi framleiðsluþátta á milli geira eða aukinni áraun á innlenda hagstjórn. Hún getur einnig verið fjármálalegs eðlis þegar umfang innstreymisins er slíkt að það kyndir undir útlána- og eignaverðsbólur eða ósjálfbærni í stærð eða samsetningu erlends efnahagsreiknings þjóðarbúsins með tilheyrandi kerfisáhættu sem ógnar fjármálastöðugleika (Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2011a, Ostry o.fl., 2011, og Ahrend o.fl., 2012). Loks getur áhætta tengd innstreymi verið hvort tveggja í senn, þjóðhagslegs og fjármálalegs eðlis. Samkvæmt rannsókn Ghosh o.fl. (2016) lauk um fimmtungu tilvika þar sem innstreymi til nýmarkaðsríkja var óhóflegt á undanförunum áratugum með fjármálakreppu, sem gæti gefið til kynna að líkur á fjármálaáfalli séu nærri þrefalt meiri í ríkjum þar sem innstreymi er óhóflegt (mynd 3).

Nær fordæmalaust umfang fjármagnsflæðis gegndi veigamiklu hlutverki í síðustu fjármálakreppu hér á landi ...

Í aðdraganda síðustu fjármálakreppu átti sér stað fjármagnsflæði (mynd 4 sýnir innflæðið) sem var nær fordæmalaust að umfangi og kynti undir verulegt þjóðhagslegt og fjármálalegt ójafnvægi. Gróf það um leið undan áhrifamætti peningastefnunnar með því að gera vaxtafarveg hennar ógreiðfærari (mynd 5), beina miðluninni um ófyrirsjáanlegan gengisfarveg og hvetja til skuldsetningar í erlendum gjaldmiðli. Þessi atburðarás endaði með alvarlegustu fjármálakreppu í sögu landsins og innleiðingu víðtækra fjármagnshafta (sjá nánari umfjöllun í Bjarni G. Einarsson o.fl., 2015, 2016a, 2016b, m.a. um sterk smitáhrif alþjóðlegra fjármálaskilyrða á innlendan þjóðarbúskap og fjármálakerfi á liðlega aldarlöngu tímabili).

4. Þegar fjárfesting í einu landi á 10% eða meira hlutfé í fyrirtæki í öðru landi kallast það bein erlend fjárfesting (e. foreign direct investment, FDI). Nýleg grein Blanchard og Acalin (2016) bendir þó á mælivanda við mat á beinni erlendri fjárfestingu sem geti gert það að verkum að inn í hana mælist einnig skammtíamagnsflæði.

... og áskoranir vegna fjármagnsinnflæðis sögðu til sín á ný í kjölfar birtingar losunaráætlunar stjórnvalda í fyrra

Á þeim liðlega átta árum sem liðin eru frá falli bankakerfisins hefur verið undið ofan af fyrrgreindu ójafnvægi, hagstjórnarumbætur á ýmsum sviðum kynntar til sögunnar og innlendir efnahagsbati sótt í sig veðrið.⁵ Um leið hefur stærstu hindrunum fyrir losun fjármagnshafna, þ.e. þeim er tengjast uppgjöri slitabúa fallinna fjármálagjafyrirtækja og útstandandandi aflandskrónum, ýmist verið rutt úr vegi eða þær aðgreindar með þeim hætti að unnt var að taka stór skref og frekari skref eru áformuð um næstu áramót í átt til almennrar losunar fjármagnshafna. Í kjölfar kynningar á endurskoðaðri losunaráætlun stjórnvalda í júní í fyrra tók þegar að gæta aukins innstreymis á skuldabréfamarkað með þeim afleiðingum að langtímavextir og líftímaálag (e. term premia) lækkuðu (mynd 6 og mynd 12 hér á eftir) þrátt fyrir vaxtahækkanir Seðlabankans (sjá umfjöllun í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2015/4). Miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn virtist því vera tekin að breyta á ný og færast í auknum mæli yfir í óvissan og sveiflukenndan gengisfarveg. Áskoranir vegna innflæðis, sem hefur verið litlum takmörkunum háð frá árinu 2009, sögðu því til sín áður en höft á útlæði höfðu verið losuð að nokkru marki. Það kom nokkuð á óvart og vinnu við þróun nýs fjárstreymistækis fyrir Seðlabankann var því hraðað.⁶

Vinna við þróun fjárstreymistækisins tók einkum mið af ráðleggingum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, ...

Við þróun nýs fjárstreymistækis fyrir Seðlabankann var horft til ráðlegginga Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, reynslu annarra ríkja og innlendra efnahagsaðstæðna. Árið 2012 gaf sjóðurinn í fyrsta sinn út almennar leiðbeiningar (e. institutional view) um hvernig skuli bregðast við sviptingum í fjármagnsstreymi og standa að losun fjármagnshafna. Samkvæmt þeim getur verið ráðlegt að beita fjárstreymistækjum við tiltekna aðstæður, t.d. þegar verulegt innstreymi á sér stað, þjóðhagsleg eða fjármálag áhætta er tekin að byggjast upp og svigrúm til hefðbundinna hagstjórnarviðbragða, svo sem í formi herts aðhalds í peninga- og/eða ríkisfjármálum, er af skornum skammti. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn leggur áherslu á að fjárstreymistækjum sé ekki ætlað að koma í stað hefðbundinna hagstjórnarviðbragða heldur frekar að styðja við þau þegar aðstæður krefjast (mynd 7). Loks leggur sjóðurinn áherslu á að gagnsæi, skilvirkni og sem minnst mismunur einkenni notkun og hönnun fjárstreymistækja, auk þess sem undið sé ofan af notkun þeirra um leið og aðstæður leyfa vegna óæskilegra hliðarverkana sem þau geta valdið (Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2012).

... reynslu annarra ríkja af notkun fjárstreymistækja ...

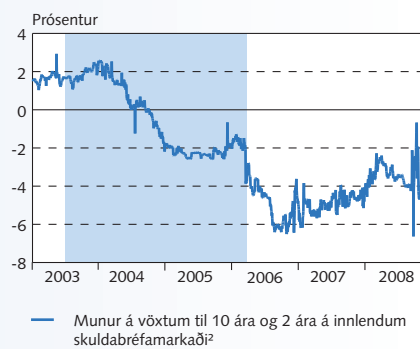
Umtalsverð óvissa ríkir um hversu árangursrík fjárstreymistækni eru í ljósi takmarkaðrar reynslu. Það eru helst ríki í Suður-Asíu og Suður-Ameríku sem hafa notað fjárstreymistækni á undanförunum árum, einkum í formi sérstakrar bindiskyldu eða skatts á innflæði fjármagns

- Meðal nýrra stjórnækja eru lausafjárreglur og fjármögnunarhlutfall í erlendum gjaldmiðlum sem er ætlað að styrkja viðnámsþrótt fjármálagjafyrirtækja gagnvart lausafjár-áfallum og takmarka getu þeirra til að taka óhóflega gjaldmiðla- og gengisáhættu. Þótt þau hafi áhrif á fjármagnsflæði teljast þau vart fjárstreymistækni skv. viðmiðunum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins nema við skilyrði þegar innflæði er talin mikilvæg uppspretta kerfisáhættu sem þurfi að bregðast við. Annað stjórnækni sem hefur verið beitt í auknum mæli eru inngríp á gjaldeyrismarkaði, sem geta unnið gegn áhrifum innflæðis á gengi.
- Þróun slíks tækis hafði m.a. verið boðuð í Seðlabanki Íslands (2010, 2012). Í ársfundaræðu seðlabankastjóra í mars 2016 kom enn fremur fram að æskilegt væri að lagalegur grundvöllur slíks tækis myndi liggja fyrir áður en fyrirhugað aflandskrónuútböð færi fram.

Mynd 5

Innlend vaxtaþróun á tímabili óhóflegs skuldainnflæðis til Íslands¹

Daglegar tölur 3. janúar 2003 - 30. desember 2008



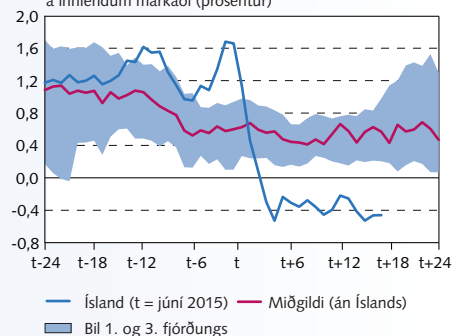
1. Skyggða svæðið sýnir tímabili óhóflegar aukningar í skuldainnflæði frá erlendum aðilum til Íslands. 2. Út frá metnum nafnvaxtaferli. Við matið er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa.

Heimildir: Forbes og Warnock (2012b), Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Vaxtamunur á innlendum skuldabréfamarkaði á skeiðum óhóflegs skuldainnflæðis í litlum, þróuðum og opnum hagkerfum¹

Mismunur ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa til 10 og 2 ára á innlendum markaði (prósentur)

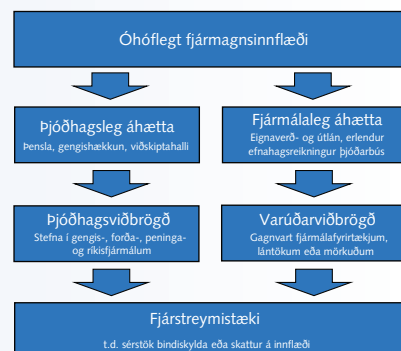


1. Byggt á mati Forbes og Warnock (2012b) á óhóflegum skuldainnflæðis-skeiðum. Upphafsmánuður innflæðisskeiðs er einkennur með t. Gögnin ná yfir 22 skuldainnflæðisskeið þar sem seðlabankar voru í stýrivaxta-hækkunarferli er skeiðið hófst.

Heimildir: Forbes og Warnock (2012b), Macrobond, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Notkun fjárstreymistækja til að bregðast við þjóðhagslegri og/eða fjármálaglegri áhættu



Heimildir: Ostry o.fl. (2011), Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Notkun fjárstreymistækja í ýmsum ríkjum

Skattur á innflæði	Binding á innflæði
<ul style="list-style-type: none"> • Brasilía 1993-1997, 2009-2013 • Suður-Kórea 2010- • Tailand 2010- 	<ul style="list-style-type: none"> • Chile 1991-1998 • Kólumbía 1993-1998, 2007-2008 • Tailand 1995-1996, 2006-2008 • Króatía 2004-2008 • Indónesía 2010- • Tyrkland 2010-

Heimild: Seðlabanki Íslands.

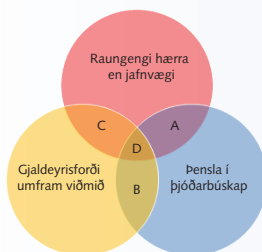
(mynd 8) en m.a. vegna tvísköttunarsamninga er skattaútfærslan oft torveld í framkvæmd. Sé reynt að draga saman helstu lærdóma af reynslu annarra ríkja má einkum nefna eftirfarandi:⁷ Takmarkaðar vísbendingar eru um að notkun fjárstreymistækja hafi dregið úr umfangi innflæðis og þar með hækkun á gengi innlands gjaldmiðils. Ótvíræðar vísbendingar eru hins vegar um að notkun fjárstreymistækja stuðli að breyttri samsetningu innflæðis og dragi þar með úr áhættu því tengdri, þótt útlánþensla og miklar eignaverðshækkunarir hafi engu að síður átt sér stað í sumum tilvikum. Nokkrar vísbendingar eru um að notkun fjárstreymistækja hafi aukið svigrúm peningastefnunnar til að beita innlendum vöxtum en þær eru þó ekki einhlítar. Þá virðist árangur af notkun fjárstreymistækja ráðast að verulegu leyti af burðum stjórnvalda til að framfylgja notkun þeirra með skilvirkum hætti og koma í veg fyrir undanskot. Loks er mikilvægt að hafa í huga að vegna ólíkrar stofnanaumgjörðar og annarra aðstæðna þarf að fara varlega í að yfirfæra lærdóma af notkun slíkra tækja á önnur ríki.

50

PENINGAMÁL 2016 • 4

Mynd 9

Stefnuviðbrögð við ólíkar aðstæður þegar fjármagnsinnflæði veldur þjóðhagslegri áhættu



A: Aðstæður til að bregðast við innstreymi með (stýfðum) inngripum á gjaldeyrismarkaði til að koma gjaldeyrisforða í æskilega stærð og draga úr þrýstingi til gengishækkunar.

B: Aðstæður til að bregðast við innstreymi með því að leyfa gengi gjaldmiðilsins að hækka að jafnvægisraungengi og draga þannig úr þenslu af völdum innstreymis.

C: Aðstæður til að bregðast við innstreymi með lækku vaxta þar sem engin þensla er og þannig hægt að draga úr vaxtunni við útlönd.

D: Hverfandi svigrúm fyrir hefðbundin viðbrögð við innstreymi þar sem raungengið er of sterkt, þensla er í efnahagslífinu og gjaldeyrisforði stærri en þörf er á.

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2012).

... og á innlendum efnahagsaðstæðum

Við þróun fjárstreymistækis Seðlabankans var talið mikilvægt að hönnun og ákvörðun um virkjun þess væri byggð á vönduðu mati á innlendum efnahagsaðstæðum. Þar skipti sköpum að meta hvort aðstæður væru þannig að þörf væri á slíku tæki og hvaða útfærsla væri þá líkleg til að henta íslenskum þjóðarbúskap og fjármálakerfi. Fjögur atriði vógu þungt í þessu sambandi.

Í fyrsta lagi var þjóðhagsleg áhætta þegar tekin að byggjast upp í kjölfar þess að áætlun stjórnvalda um losun fjármagnshafta var kynnt um miðbik árs í fyrra, eins og fjallað var um að framan. Hún birtist helst í því að brestir virtust teknir að myndast í miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn. Kerfisáhætta af völdum innstreymis var enn lítil enda umfang þess takmarkað og svigrúm til að herða frekar á öðrum varúðartækjum. Þó var ljóst að þær aðstæður gætu breyst á skömmum tíma, t.d. í tengslum við aflandskrónuútbóðið sem fór fram um miðjan júní sl.

Í öðru lagi virtist svigrúm til hefðbundinna hagstjórnarviðbragða við vaxandi þjóðhagslegri áhættu af völdum óhóflegs innflæðis á hröðu undanhaldi eftir því sem leið á yfirstandandi ár: aukinnar þenslu gætti í þjóðarbúskapnum, raungengi fór ört hækkandi og gjaldeyrisforði stefndi í að fara yfir æskileg stærðarviðmið yrði (stýfðum) inngripum áfram beitt í ríku mæli (mynd 9).⁸

Í þriðja lagi voru vaxandi hvatar til vaxtamunarviðskipta enda skildi sífellt meira á milli innlendrar og alþjóðlegrar efnahagsþróunar. Aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hafa reyndar verið sérstakar um nokkra hríð og hefur umfang erlendra ríkisskuldabréfa með neikvæða ávöxtunarkröfu aukist ört. Það var því skiljanlegt að vaxandi áhuga gætti meðal erlendra fjárfesta á innlendum skuldabréfum og líklegt var að hann gæti aukist enn frekar ef þörf væri á auknu peningalegu taumhaldi innanlands. Hættan var því að spákaupmennska af þessu tagi yrði á ný umfangsmikil og myndi reynast innlendri stofnanaumgjörð ofviða.⁹

7. Sjá t.d. umfjöllun í Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2011a,b, 2012), Ostry o.fl. (2011), Habermeier o.fl. (2011), Baba og Kokenyne (2012), og Bruno o.fl. (2015).

8. Þrátt fyrir að svigrúm væri til að auka aðhald í ríkisfjármálum var ekki útlit fyrir að sú yrði raunin þegar vinna við þróun fjárstreymistækisins stóð sem hæst á vormánuðum, þvert á móti að frekari slökun væri framundan (sjá umfjöllun í kafla IV í *Peningamálum* 2016/2).

9. Innflæði vegna vaxtamunarviðskipta felur í sér auknar skammtímaskuldbindingar þjóðarbúsins og því er æskilegra að bregðast við því með uppbyggingu gjaldeyrisforða og temprun slíks innstreymis en með því að hvetja til aukins útlæðis og láta skammtímafjármögnun af þessu tagi standa undir aukningu erlendra langtímaeigna (t.d. lífeyrissjóða) með tilheyrandi mun á líftíma eigna og skulda á erlendum efnahagsreikningi þjóðarbúsins.

Loks var ljóst að taka þyrfti tillit til þess að stór skref væru framundan við losun fjármagnshafta. Því gæti þurft á fjárstreymistæki að halda til að draga úr áhættu meðan á losunarferlinu stæði, ekki síst í ljósi aflandskrónuútbóðsins sem þá stóð fyrir dyrum, en einnig almennt þar sem aukið spákaupmennskuinnflæði í tengslum við vaxtamunarviðskipti getur aukið hættu á enn meira útfærslu en ella í kjölfar frekari skrefa í átt til almennrar losunar hafta.

Í ljósi alls þessa taldi Seðlabankinn þörf á fjárstreymistæki og að rétt væri að virkja það strax til að tempra innflæði, einkum í tengslum við vaxtamunarviðskipti með skuldabréf og lánveitingar, sem einnig myndi draga úr hnökrum sem mögulega gætu myndast í miðlun peningastefnunnar í þeirri aðlögun þjóðarbúskaparins sem framundan var og draga úr áhættu tengdri næstu skrefum við losun fjármagnshafta. Ljóst þótti að lagasetning án meðfylgjandi virkjunar fjárstreymistækisins hefði getað hvatt til aukins skammtímainnflæðis áður en tækið var virkjað.

Fjárstreymistæki í formi bindingar á tiltekið innflæði ...

Útfærsla fjárstreymistækis Seðlabankans byggist á þekktari aðferð til að tempra fjármagnsflæði og því mati á efnahagsaðstæðum sem fjallað var um hér að framan.¹⁰ Um leið var leitast við að tryggja að tækið væri sveigjanlegt, markvisst og skilvirkt svo að auðvelt væri að bregðast við breyttum aðstæðum.

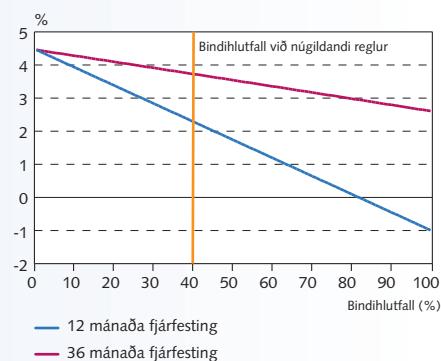
Lagagrundvöllur fjárstreymistækisins felst í nýju bráðabirgða-ákvæði laga nr. 87/1992, um gjaldeyrismál (sbr. 2. gr. laga nr. 42/2016), sem heimilar Seðlabankanum að setja reglur um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris í tengslum við tiltekna fjármuni, einkum skuldabréf, víxla og innstæður. Heimildir bankans við útfærslu tækisins markast þannig af lagarammanum en útfærslan sjálf hverju sinni af reglum hans sem þurfa að hljóta samþykki ráðherra. Fimm lykiltæki tækisins móta útfærsluna á hverjum tíma, þ.e. bindigrunnur, -tími og -hlutfall (sem tiltaka í tengslum við hvaða fjármuni skuli binda í tilgreindan tíma tiltekið hlutfall nýs innstreymi erlends gjaldeyris), vextir (sem bindifjárhæðin skal njóta) og uppgjörsgjaldmiðill bindifjárins. Samkvæmt núgildandi reglum, þar sem heimildir laganna eru ekki að fullu nýttar, er bindigrunnurinn einkum skráð skuldabréf og víxlar auk tiltekinna innstæðna, binditíminn eitt ár, bindihlutfallið 40% og bindifjárhæðin vaxtalaus og gerð upp í krónum.

... til að draga úr hvata til vaxtamunarviðskipta og stuðla að skilvirkari miðlun peningastefnunnar

Útfærslan er til þess fallin að draga úr áhættu tengdri innstreymi í formi vaxtamunarviðskipta en með því að binda hluta innstreymis í eitt ár á reikningi sem ber enga vexti er dregið úr ábata slíkra viðskipta og eru áhrifin því meiri sem fjárfestar horfa til skemri tíma. Þannig er u.þ.b. helmingur vænts vaxtamunar eins árs fjárfestingar (án tillits til mögulegra gengisáhrifa) tekinn í burtu fyrir tilstilli bindingarinnar (mynd 10). Ábati langtímafjárfestingar verður hins vegar fyrir mun minni áhrifum og innstreymi vegna hlutabréfafjárfestingar og beinnar erlendarar fjárfestingar er algjörlega undanskilið. Þannig er tækinu ætlað að stuðla að áhættuminni samsetningu innstreymis og stuðla um leið að skilvirkari miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn og auka möguleika hennar til að viðhalda vaxtastigi sem er frábrugðið því sem það er erlendis, sé þess þörf til að halda verð-

10. Almennt má flokka fjárstreymistæki eftir því að hverju eða hverjum þau beinast (svo sem þátttakendum í fjármagnsviðskiptum miðað við búsetu þeirra, tilteknu flæði miðað við gjaldmiðil, tegund eða líftíma þess, eða að fjármálamörkuðum eða -fyrirtækjum) og þeirri temprun sem í tækinu felst (þ.e. hvort hún byggist á verð- eða magntakmörkunum).

Mynd 10
Vaxtamunur á ári við mismunandi bindihlutfall og lengd fjárfestingar¹



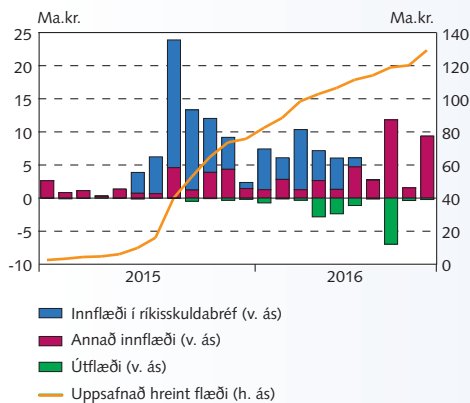
1. Byggt á eftirfarandi forsendum: Binditími 1 ár, innlendir vextir 5,5%, erlendir vextir 1%, vextir á bindifjárhæð 0%, áhættuálag 0%, óbreytt gengi.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Fjármagnsflæði

Janúar 2015 - október 2016

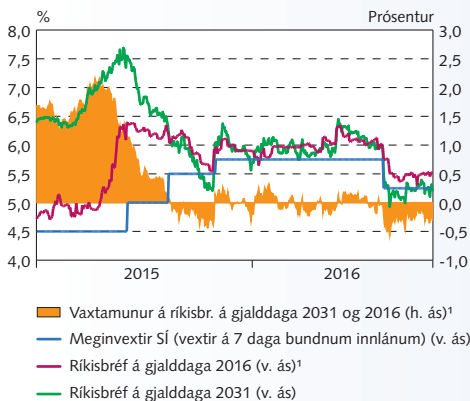


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 12

Meginvextir Seðlabanka Íslands og ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2015 - 11. nóvember 2016



1. Ríkisbréf á gjalddaga 2017 notað frá 14. apríl 2016.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

bólgu í markmiði. Þar að auki er tækið tímabundið, þar sem hægt er að vinda ofan af því með einfaldri reglusetningu.

Dregið hefur úr innstreymi í kjölfar þess að fjárstreymistækið var virkjað ...

Í kjölfar þess að fjárstreymistækið var virkjað í byrjun júní sl. hefur innstreymi á skuldabréfamarkað nánast stöðvast og heildarinnflæði fjármagns minnkað. Hins vegar hefur innflæði sem ekki fellur undir bindingu aukist samanborið við fyrri hluta ársins (mynd 11). Skýrist sú aukning að stærstum hluta af meira innflæði í formi beinnar erlendar fjárfestingar en einnig annarrar hlutabréfafjárfestingar.

Samsetning flæðisins hefur því breyst en of snemmt er að meta hvort sú breyting sé komin til að vera og hvert endanlegt framlag fjárstreymistækisins verður í því sambandi. Hins vegar er ljóst að því var ætlað að tempru innflæði, einkum inn á skuldabréfamarkað, og draga úr áhættu á meðan næstu skref væru stigin við losun hafta. Nú liggur fyrir að innflæði á skuldabréfamarkað hefur verið hverfandi frá því að tækið var virkjað, aflandskrónuútboðið er að baki og stór skref hafa þegar verið stigin í átt til almennrar losunar hafta. Því gæti verið tilefni til að meta hvort gera eigi breytingar á tækinu umfram þá breytingu sem verður að gera áður en almenn losun fjármagnshafta kemst á endastöð.¹¹ Í því tilliti skiptir einnig máli hvort dregið hafi úr þeirri þjóðhagslegu áhættu sem virtist hafa skapast í formi bresta í miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn.

... og vísbendingum fækkað um bresti í miðlun peningastefnunnar

Erfitt er að meta hver áhrif fjárstreymistækisins hafa verið á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra ríkisbréfa enda hafa mikilvægir drifkraftar hennar breyst á undanförunum mánuðum og erfitt að meta hver þróunin hefði orðið ef tækið hefði ekki verið kynnt til sögunnar (sjá einnig kafla III). Jafnvel þótt tækið hafi verið virkjað hefur vaxtamunur langtíma- og skammtímaríkisskuldabréfa haldist lítil. Ávöxtunarkrafa lengri ríkisbréfa hækkaði vissulega strax í kjölfar þess að tækið var virkjað en sú hækkun gekk ört til baka og enn frekari lækkun hefur orðið að undanförunu (mynd 12).

Meðal þeirra krafta sem hér kunna að vera að verki er að langtímaverðbólguvæntingar hafa lækkað og væntingar um þróun vaxta Seðlabankans hafa sömuleiðis breyst. Í ágúst sl. tilkynnti peningastefnufnd bankans þannig um lækkun vaxta og gaf ennfremur til kynna að útlit væri fyrir að hægt yrði að halda verðbólgu við markmið með lægri vöxtum en áður var talið. Nefndin breytti einnig skilaboðum um næstu skref og taldi þau geta verið bæði til hækkunar og lækkunar vaxta en áður hafði hún talið líklegt að þörf væri á frekari hækkun vaxta. Lækkun ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði getur einnig að einhverju leyti endurspeglad áframhaldandi hækkun lánshæfismats ríkissjóðs og lækkun áhættuálags á skuldbindingar hans. Ólíkt þróun síðasta árs er því líklegt að meginástæða lækkunar langtíma vaxta á innlendum skuldabréfamarkaði séu breyttar væntingar markaðsaðila í takt við yfirlýsingar peningastefnufndar og breyttar efnahagshorfur í kjölfar jákvæðari þróunar en spár gerðu ráð fyrir. Því er ekki sama tilefni til að efast um skilvirkni miðlunar peningastefnunnar um vaxtafarveginn og fyrir ári síðan þegar vextir á skuldabréfamarkaði lækkuðu þrátt fyrir hækkun vaxta Seðlabankans og skilaboð peningastefnufndar um líklega frekari hækkun þeirra.

11. Nokkrar breytingar voru gerðar 31. október sl., m.a. þess efnis að einstaklingar eru undanþegnir þessari tilteknu bindiskyldu upp að tilteknu fjárhæðarmarki.

Framtíðarfyrikomulag fjárstreymistækisins

Lagagrundvöllur núverandi útfærslu fjárstreymistækisins byggist á bráðabirgðaaðkvæði laga um gjaldeyrismál í tengslum við fjármagnshöftin. Sú leið var farin til að nýta þá umgjörð sem þar hafði verið sett upp fyrir innstreymi fjármagns, einkum á grundvelli nýfjárfestingar sem þarf að skrá sérstaklega sem auðveldar framkvæmd bindingarinnar. Í kjölfar almennrar losunar hafta þarf hins vegar að liggja fyrir varanlegri útfærsla á tækinu og lagalegri umgjörð þess, væntanlega í lögum nr. 36/2001, um Seðlabanka Íslands. Undirbúningur slíkrar umgjarðar er hafinn.

Heimildir

- Ahrend, R., A. Goujard og C. Schwellnus (2012). International capital mobility: Which structural policies reduce financial fragility? *OECD Economic Policy Papers*, nr. 02.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2011a). Recent experiences in managing capital inflows – Cross-cutting themes and possible guidelines. *IMF Policy Paper*, 14. febrúar 2011.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2011b). Asia and Pacific: Managing the next phase of growth. *IMF Regional Economic Outlook*, apríl 2011.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2012). The liberalization and management of capital flows: An institutional view. *IMF Policy Paper*, 14. nóvember 2012.
- Baba, C., og A. Kokenyne (2011). Effectiveness of capital controls in selected emerging markets in the 2000s. *IMF Working Paper*, nr. WP/11/281.
- Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2015). The long history of financial boom-bust cycles – Part I: Financial crises. Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 68.
- Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2016a). The long history of financial boom-bust cycles – Part II: Financial cycles. Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 72.
- Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2016b). Small open economies in the vast ocean of global high finance. Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 73.
- Blanchard, O., og J. Acalin (2016). What does measured FDI actually measure? Peterson Institute for International Economics *Policy Brief*, PB 16-17.
- Broner, F., T. Didier, A. Erce og S. L. Schmukler (2013). Gross capital flows: Dynamics and crises. *Journal of Monetary Economics*, 60, 113-133.
- Bruno, V., I. Shim og H. S. Shin (2015). Comparative assessment of macroprudential policies. *BIS Working Papers*, nr. 502.
- Calvo, G., A. Izquierdo og E. Talvi (2006). Sudden stops and Phoenix miracles in emerging markets. *American Economic Review*, 96, 405-410.
- Forbes, K. J., og F. E. Warnock (2012a). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics*, 88, 235-251.
- Forbes, K. J., og F. E. Warnock (2012b). Debt- and equity-led capital flow episodes. Í M. Fuentes og C. M. Reinhart (ritstj.) *Capital Mobility and Monetary Policy*, Santiago: Central Bank of Chile.
- Ghosh, A. R., J. D. Ostry og M. S. Qureshi (2016). When do capital inflow surges end in tears? *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 106, 581-585.
- Habermeier, K., A. Kokenyne og C. Baba (2011). The effectiveness of capital controls and prudential policies in managing large inflows. *IMF Staff Discussion Note*, nr. SDN/11/14.
- Hoggarth, G., C. Jung og D. Reinhardt (2016). Capital inflows – the good, the bad and the bubbly. Bank of England *Financial Stability Paper*, nr. 40.
- Korinek, A., (2011). The new economics of prudential capital controls: A research agenda. *IMF Economic Review*, 59, 523-561.
- Obstfeld, M., (1998). The global capital market: Benefactor or menace? *Journal of Economic Perspectives*, 12, 9-30.
- Ostry, J. D., A. R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi, L. Laeven og A. Kokenyne (2011). Managing capital inflows: What tools to use? *IMF Staff Discussion Note*, nr. 11/06.
- Reinhart, C. M., og V. Reinhart (2008). Capital flow bonanzas: An encompassing view of the past and present. Í J. Frankel og F. Giavazzi (ritstj.) *NBER International Seminar in Macroeconomics 2008*, Chicago: University of Chicago Press, 1-54.
- Reinhart, C. M., V. Reinhart og C. Trebesch (2016). Global cycles: Capital flows, commodities, and sovereign defaults, 1815-2015. *American Economic Review*, 106, 574-580.
- Seðlabanki Íslands (2010). Peningastefnan eftir höft. *Sérít* nr. 4.
- Seðlabanki Íslands (2012). Varúðarreglur eftir fjármagnshöft. *Sérít* nr. 6.



27. mars 2001

Yfirlýsing um verðbólguþétt og breytta gengisstefnu

Í dag undirrituðu forsætisráðherra og bankastjórn Seðlabanka Íslands yfirlýsingu um breytingar á fyrirkomulagi stjórnar peningamála á Íslandi og er hún svohljóðandi:

Ríkisstjórn Íslands og Seðlabanki Íslands hafa ákveðið eftirfarandi breytingar á fyrirkomulagi stjórnar peningamála á Íslandi sem taka gildi 28. mars 2001:

- (1) Meginþétt stjórnar peningamála verður stöðugleiki í verðlagsmálum, eins og hann er skilgreindur hér að neðan. Seðlabankanum ber þó einnig að stuðla að fjármálalegum stöðugleika og framgangi meginþéttu efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ganga gegn meginþéttu hans um verðstöðugleika.
- (2) Í stað þess að þéttu peningastefnuna við að halda gengi krónunnar innan vikmarka mun Seðlabankinn hér eftir þéttu hana við að halda verðbólgu innan ákveðinna marka sem nánar eru tilgreind hér að neðan.
- (3) Með ofangreindri breytingu eru núverandi vikmörk gengis íslensku krónunnar afnumin. Gengið mun þó áfram verða mikilvæg viðmiðun peningastefnunnar.
- (4) Ríkisstjórnin veitir Seðlabankanum fullt svigrúm til að beita stjórnþéttu sínu í því skyni að ná verðbólguþéttu sínu.
- (5) Síðar í þessari viku mun ríkisstjórnin leggja fram frumvarp til laga um Seðlabanka Íslands sem felur í sér að lögfestar verða ofangreindar ákvarðanir um stöðugleika í verðlagsmálum sem meginþéttu peningastefnunnar og um sjálfstæði Seðlabankans til að beita stjórnþéttu sínu.
- (6) Verðbólguþéttu Seðlabankans mun miðast við 12 mánaða breytingu vísitölu neysluverðs eins og hún er nú reiknuð af Hagstofu Íslands. Þá verður þess farið á leit við Hagstofuna að hún reikni eina eða fleiri vísitölur sem nota má til að meta undirliggjandi verðlagsþróun, eins og nánar verður samið um á milli Hagstofunnar og Seðlabanka Íslands. Seðlabankinn mun hafa hliðsjón af slíkum vísitölum við mat á stöðu verðlagsmála og framkvæmd peningastefnunnar.
- (7) Seðlabankinn mun stefna að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%.
- (8) Víki verðbólga meira en ±1½% frá settu marki ber bankanum að ná verðbólgu svo fljótt sem auðið er inn fyrir þau mörk að nýju. Jafnframt ber bankanum að senda greinargerð til ríkisstjórnar þar sem fram kemur hver ástæða frávikanna er, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hve langan tíma hann telur það taka að ná verðbólguþéttu að nýju. Greinargerð bankans verður birt opinberlega.

(9) Seðlabankinn skal stefna að því að ná markmiðinu um 2½% verðbólgu eigi síðar en í árslok 2003. Á árinu 2001 skulu efri mörk verðbólgunnar vera 3½% fyrir ofan verðbólgu markmiðið en 2% á árinu 2002. Neðri mörkin verða 1½% neðan við markmiðið á þessum árum og framvegis. Fari verðbólgan út fyrir þessi mörk á árunum 2001 og 2002 kemur til viðbragða í samræmi við 8. tölulið.

(10) Þrátt fyrir afnám vikmarka gengisstefnunnar mun Seðlabankinn grípa inn í þróun gjaldeyrismarkaðar með kaupum og sölu gjaldeyris telji hann það nauðsynlegt til að stuðla að ofangreindum markmiðum um verðbólgu eða ef hann telur að gengissveiflur geti ógnað fjármálalegum stöðugleika.

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

[Breyting samkvæmt samkomulagi forsætisráðherra og bankastjórnar Seðlabanka Íslands 11. nóvember 2005]

(12) Seðlabankinn mun í ritum sínum gera grein fyrir því hvernig til hefur tekist við að ná verðbólgu markmiði bankans. Jafnframt mun bankastjórn Seðlabanka Íslands gera ráðherra, ríkisstjórn, einstökum ráðherrum og nefndum Alþingis grein fyrir stefnu bankans í peningamálum og mati hans á stöðu og horfum í efnahagsmálum.