



# SKÝRSLA PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS

2017 • 2



# Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

18. janúar 2018

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 13. desember 2017. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá júlí til desember 2017.

## Mótun peningastefnunnar

Eins og kveðið er á um í lögum um Seðlabanka Íslands er það meginmarkmið hans að stuðla að stöðugu verðlagi. Þetta markmið er útfært nánar sem 2½% verðbólgu markmið miðað við vísitölu neysluverðs í sameiginlegri yfirlýsingu Seðlabankans og ríkisstjórnar frá 27. mars 2001. Í lögum um Seðlabanka Íslands er jafnframt kveðið svo á að hann skuli stuðla að framgangi stefnu ríkisstjórnarinnar í efnahagsmálum, enda telji hann það ekki ganga gegn meginmarkmiði sínu 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.

Ákvarðanir peningastefnunefndar í peningamálum byggjast m.a. á mati á stöðu efnahagsmála og horfum um þjóðarþúskaþinginn sem birtist í riti bankans, *Peningamálum*. Í yfirlýsingu og fundargerðum peningastefnunefndar, sem fylgja þessari skýrslu, er að finna röksemdir fyrir ákvörðunum nefndarinnar á seinni hluta ársins 2017.

## Þróunin frá júlí til desember 2017

Peningastefnunefnd hélt vöxtum bankans óbreyttum á fundi sínum í ágúst en ákvað á fundi sínum í október að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Nefndin hélt vöxtum síðan óbreyttum á fundum sínum í nóvember og desember og voru meginvextir Seðlabankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, því 4,25% í lok árs 2017 samanborið við 4,5% þegar síðasta skýrsla nefndarinnar var send Alþingi í júní sl. og 5% í lok árs 2016. Hafa vextir bankans einungis einu sinni verið lægri frá því að verðbólgu markmiðið var tekið upp árið 2001.<sup>1</sup>

1. Hér er átt við þá vexti sem skipta meginmáli fyrir skammtímvexti á markaði og mæla því best aðhaldsstig peningastefnunnar. Þeir vextir eru nú vextir bankans á sjö daga bundnum innlánum. Aðrir vextir bankans hafa einnig lækkað til samræmis eins og sést í töflu 1.

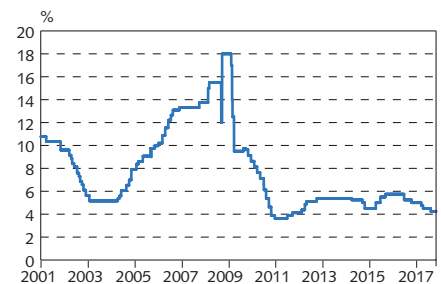
Tafla 1. Vaxtaákvörðanir Seðlabanka Íslands á seinni árhelmingi 2017 (%)

Dags.	Viðskipta-reikningar	Bundin innlán til 7 daga	Veðlán	Daglán
13. des.	4,00	4,25	5,00	6,00
15. nóv.	4,00	4,25	5,00	6,00
4. okt.	4,00	4,25	5,00	6,00
23. ágúst	4,25	4,50	5,25	6,25

Mynd 1

Meginvextir Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>

Daglegar tölur 3. janúar 2001 - 29. desember 2017



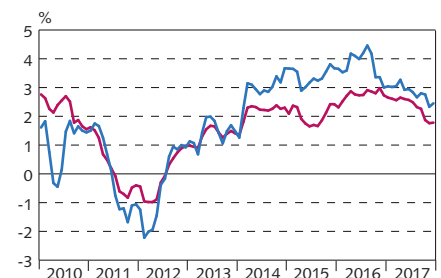
1. Meginvextir Seðlabankans eru vextir á 7 daga veðlánum fram til 31. mars 2009, vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabankanum frá 1. apríl 2009 til 30. september 2009, meðaltal vaxta á viðskiptareikningum og á 28 daga innstæðubréfum frá 1. október 2009 til 20. maí 2014 og vextir á 7 daga bundnum innlánum frá 21. maí 2014.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Raunvextir Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>

Janúar 2010 - desember 2017



— Raunvextir Seðlabanka Íslands m.v. tólf mánaða verðbólgu  
— Raunvextir Seðlabanka Íslands m.v. meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum<sup>2</sup>

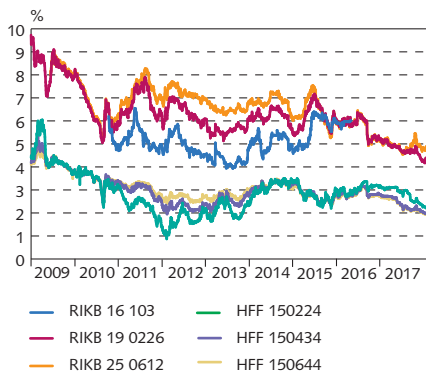
1. Fram til maí 2014 er miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarks vaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem nafnvexti bankans en frá maí 2014 er miðað við vexti 7 daga bundinna innlána. 2. Fram til janúar 2012 er miðað við 12 mánaða verðbólgu, verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs, verðbólguvæntingar heimila til eins árs, verðbólgu-álag á fjármálamarkaði og spá Seðlabankans um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga. Frá febrúar 2012 er einnig miðað við verðbólguvæntingar markaðsaðila til eins árs samkvæmt ársfjórðungstegri könnun Seðlabankans.

Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Mynd 3

#### Ávöxtunarkrafa skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 29. desember 2017

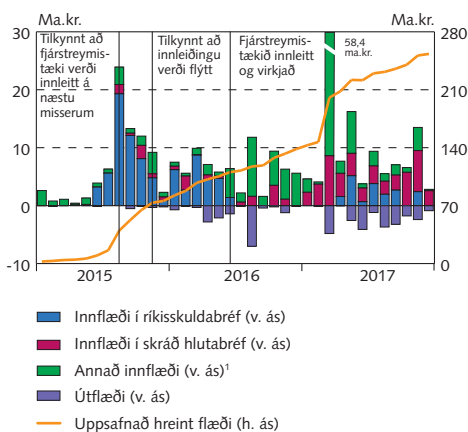


Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Mynd 4

#### Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar

Janúar 2015 - desember 2017



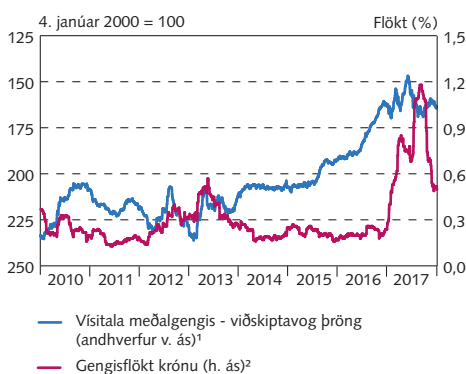
1. Annað innflæði í mars 2017 kemur nánast að öllu leyti til vegna kaupna erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Mynd 5

#### Gengi krónu og gengisflökt

Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 29. desember 2017



1. Verð erlendra gjaldmiðla á krónum. Vinstri ás er andhverfur þannig að styrking krónunnar kemur fram sem hækkun ferilsins. 2. Flökt krónu er 3 mánaða staðalfrávik daglegra breytinga.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Taumhald peningastefnunnar, mælt með raunvöxtum Seðlabankans, slaknaði á seinni hluta ársins 2017 í kjölfar lækkunar nafnvaxta bankans og hækkunar nokkurra mælikvarða á verðbólguvæntingum. Miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum voru raunvextir bankans 1,7% í lok desember en voru 2,6% í lok júní sl. Raunvextir bankans miðað við tólf mánaða verðbólgu hafa einnig lækkað og voru 2,3% í árslok samanborið við 3% í lok júní.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa tók að hækka undir lok síðasta sumars og hækkaði talsvert í kjölfar ríkisstjórnarslita um miðjan september. Hækkaði krafa lengri bréfa mest og jókst vaxtamunur þeirra og styttri ríkisbréfa um u.þ.b. ½ prósentu. Hækkunin virðist fyrst og fremst skýrast af tímabundinni hækkun áhættuálags á langtímavexti enda gekk hækkunin að nokkru leyti til baka er leið á árið. Í árslok var ávöxtunarkrafa flestra óverðtryggðra ríkisbréfa á bilinu 4,8-5% sem er hækkun um 0,1-0,4 prósentur frá því í lok júní sl. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa var stöðugri. Krafa þeirra hefur þó lækkað um allt að 0,8 prósentur frá því í lok júní í takt við raunvexti Seðlabankans og var á bilinu 1,8-2,2% í lok desember.

Nýtt innstreymi erlends gjaldeyris til nýfjárfestingar á innlendum ríkisskuldabréfamarkaði hefur verið tiltölulega stöðugt frá því að það hófst á ný eftir losun nær allra fjármagnshafta í mars sl. Innflæðið hefur hins vegar verið mun minna en það var áður en fjárstreymistæki Seðlabankans var virkjað í júní 2016. Á seinni helmingi ársins nam það um 18 ma.kr. Þar af var 10,8 ma.kr. ráðstafað til kaupna á ríkisbréfum en 7,2 ma.kr. fóru í sérstaka bindingu í samræmi við reglur bankans. Á sama tíma hefur útfæði fjármagns sem áður kom inn sem nýfjárfesting á skuldabréfamarkað aukist. Hreint innflæði sem ráðstafað hefur verið í innlend skuldabréf hefur einungis numið um 7,2 ma.kr. á seinni helmingi ársins.

Sveiflur í gengi krónunnar jukust sl. sumar. Gengið tók að lækka í byrjun júní en hafði þá hækkað um 10½% frá áramótum. Það hélst hins vegar tiltölulega stöðugt á haustmánuðum og hækkaði nokkuð frá seinni hluta septembermánaðar. Gengissveiflur hafa því minnkað á ný eftir því sem gjaldeyrismarkaðurinn hefur náð að fóta sig að nýju í umhverfi frjálsra fjármagnshreyfinga. Í lok ársins var gengi krónunnar 4,2% lægra gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu en það var í lok júní sl. en um 0,7% lægra en í upphafi ársins.

Seðlabankinn dró úr inngripum á gjaldeyrismarkaði síðla vetrar 2017 á grundvelli þess mats peningastefnufndar að gjaldeyrisforði væri nægilega stór og að gengi krónunnar endurspegladi undirliggjandi efnahagsþróun. Nefndin ítrekaði að inngrip á gjaldeyrismarkaði myndu miða að því að draga úr sveiflum eftir því sem tilefni væru talin til. Viðskipti bankans með gjaldeyri á seinni hluta ársins voru hverfandi og keypti bankinn gjaldeyri af viðskiptavökum á gjaldeyrismarkaði fyrir um 1,5 ma.kr. en seldi gjaldeyri fyrir um 1,1 ma.kr. Hrein gjaldeyriskaup bankans hafa því numið um 0,4 ma.kr. frá því í lok júní sl. Heildarvelta Seðlabankans á gjaldeyrismarkaðnum nam um 2% af veltu markaðarins, en á sama tímabili árið 2016 nam velta Seðlabankans um 53% af veltu markaðarins.

Verðbólga á árinu 2017 var 1,8% miðað við vísitölu neysluverðs og var það fjórða árið í röð sem meðalverðbólga er við eða

undir 2%. Það er lengsta skeið svo lítillar og stöðugar verðbólgu frá því í efnahagskreppunni á fyrri hluta tíunda áratugar síðustu aldar. Ársverðbólga mældist 1,9% í desember sl. en var 1,5% í júní 2017. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist á flesta mælikvarða frá því að síðasta skýrsla peningastefnuneftndar var send Alþingi og lá á bilinu 0,5-2¼% í desember sl.

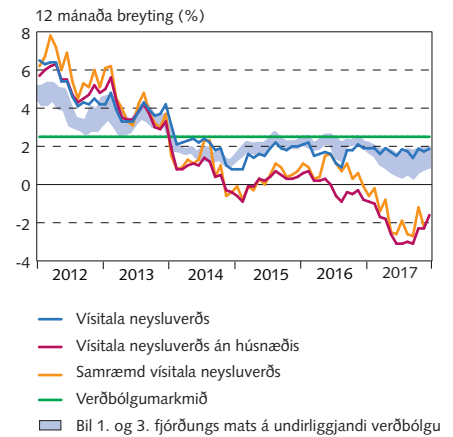
Megindrífkraftur verðbólgu á seinni hluta þessa árs var hækkun húsnæðisverðs eins og raunin hefur verið undanfarin misseri. Árhækkun húsnæðisliðar vísitölu neysluverðs náði hámarki í 19% sumarið 2017 en í desember sl. var hún komin í 12%. Hægt hefur á hækkun húsnæðisverðs undanfarna mánuði og munurinn á milli verðbólgu með og án húsnæðis minnkað. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði í desember sl. lækkað um 1,6% milli ára. Verðlækkun á ýmsum innfluttum vörum t.d. á fatnaði og skóm hafði, ásamt lækkun flugfargjalda, töluverð áhrif til lækkunar vísitölu neysluverðs á seinni hluta ársins. Verð almennrar þjónustu hafði í desember hækkað um 0,5% milli ára en var óbreytt milli ára í júní sl. Aukin samkeppni við netverslun og innkoma alþjóðlegra smásölurisa á innlandan smásölu-markað kunna að hafa dregið eitthvað úr áhrifum gengislækkunar krónunnar sl. sumar á verðlag. Verð innlendrar vöru hafði í desember hækkað um 1% milli ára en hafði lækkað um 1,6% milli ára í júní sl. Innlendir verðbólguþrýstingur hefur því aukist á þann mælikvarða að undanfögnu.

Samkvæmt grunnsþá Seðlabankans sem birt var í *Peningamálum* 15. nóvember sl. þokast verðbólga upp í markmið er líða tekur á árið 2018 og verður nálægt markmiðinu á meginhluta spátímans. Áfram vegast á áhrif verðhjöðunar innfluttrar vöru og innlendir verðbólguþrýstingur frá húsnæðismarkaði og vinnuarkaði þótt dregið hafi saman með þessum þáttum að undanfögnu.

Eitt meginverkefni peningastefnunnar undanfarin ár hefur verið að ná tókum á verðbólguvæntingum og koma þeim niður í verðbólgu-markmið bankans. Frá því að líða tók á árið 2016 hafa þær u.þ.b. verið í samræmi við markmiðið en hafa hækkað lítillega frá því að síðasta skýrsla peningastefnuneftndar var send Alþingi í júní. Virðist kjölfesta þeirra hafa haldið áfram að styrkjast eins og merkja má af tiltölulega takmörkuðum áhrifum gengislækkunar krónunnar sl. sumar á langtímavæntingar. Samkvæmt nýlegum könnunum búast markaðsaðilar og stjórnendur fyrirtækja við að verðbólga verði 2,5% að ári liðnu og heimili gera ráð fyrir að hún verði tæplega 3%. Þá búast markaðsaðilar við að verðbólga verði að meðaltali um 2,6% á næstu fimm og tíu árum sem er óbreytt frá því að síðasta skýrsla var send. Í lok ársins 2017 mældist verðbólguálag til fimm og tíu ára um 2,8-3,1% sem var um 0,7-0,8 prósentum hærra en í lok júní sl.

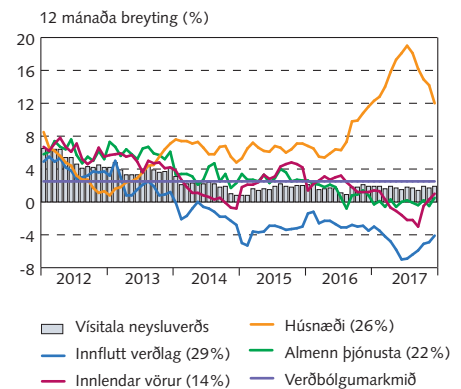
Að mati peningastefnuneftndar hefur spenna í þjóðarbúskapnum kallað á peningalegt aðhald svo að tryggja megi verðstöðugleika til meðallangs tíma. Vegna þróunar verðbólgu og verðbólguvæntinga auk merkja um minnkandi spennu taldi nefndin þó svigrúm til að lækka vexti bankans í október. Tölur þjóðhagsreikninga í desember sýndu hins vegar meiri vöxt innlendrar eftirspurnar en búist var við í nóvemberþá Seðlabankans. Á fundi sínum í desember sl. var því nefndin sammála um að horfur væru á að spenna í þjóðarbúskapnum

Mynd 6  
Mæld og undirliggjandi verðbólga<sup>1</sup>  
Janúar 2012 - desember 2017



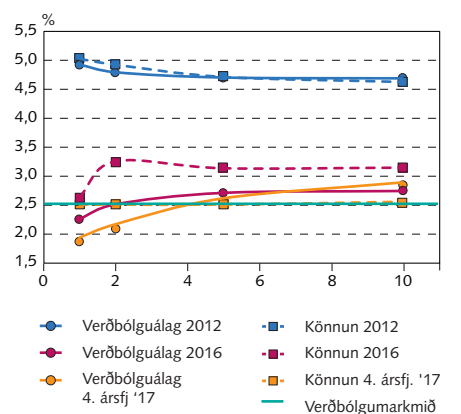
1. Undirliggjandi verðbólga er mæld með kjamavísitöllum (áhrif óeigna skatta, sveiflukennra matvöruhlíða, bensíns, opinberra þjónustu og reiknaðrar húsaleigu eru undanskilin) og tölfraðilegum mælikvörðum (vegð miðgjöldi, klippt meðaltöl og kvikt þáttalíkan).  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7  
Innland og innflutt verðbólga<sup>1</sup>  
Janúar 2012 - desember 2017



1. Innflutt verðbólga er nálguð með verði innfluttrar mat- og drykkjarvöru, nýrra bíla og varahluta, bensíns og annarrar innfluttrar vöru. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysluverðs.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8  
Verðbólguvæntingar til 1-10 ára<sup>1</sup>  
Meðaltal tímabíla



1. Verðbólguvæntingar til 1, 2, 5 og 10 ára metnar út frá verðbólguálagi á skuldbréfamarkaði og könnun meðal markaðsaðila. Meðaltöl tímabíla.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

yrði áfram umtalsverð sem kallar á peningalegt aðhald. Nefndarmenn voru einnig sammála um að aðhaldið þyrfti að vera meira en ella slakni á aðhaldi í ríkisfjármálum á þessu ári miðað við það sem gert var ráð fyrir í nóvember. Voru nefndarmenn sammála um að peningastefnan myndi á komandi misserum ráðast af framvindu efnahagsmála, þ.m.t. stefnunni í opinberum fjármálum og niðurstöðu kjarasamninga.

#### Ítarefni

Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi ítarefni:

1. Yfirlýsingar peningastefnunefndar frá júlí til desember 2017.
2. Fundargerðir peningastefnunefndar frá júlí til desember 2017.
3. Erindi seðlabankastjóra um vexti, verðtryggingu og stöðu heimilanna á fundi Verslunarmannafélags Reykjavíkur, Verkalýðsfélags Akraness og Hagsmunasamtaka heimilanna 7. október 2017.
4. Ræða seðlabankastjóra á peningamálafræðingafundi Viðskiptaráðs 16. nóvember 2017.
5. Erindi aðalhogfræðings Seðlabankans um ástand og horfur í efnahagsmálum hjá Félagi atvinnurekenda 5. september 2017.
6. Erindi aðalhogfræðings Seðlabankans um stöðu efnahagsmála og mótun peningastefnunnar í Háskóla Íslands 19. september 2017.
7. „Sveiflur í gengi krónunnar í alþjóðlegum samanburði“. Rammagrein 1 í *Peningamálum* 2017/4.
8. „Sérstök bindiskylda á innflæði fjármagns“. Rammagrein 2 í *Peningamálum* 2017/4.
9. Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka um verðbólguþolmarkmið, mars 2001.

Fyrir hönd peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,



Már Guðmundsson

seðlabankastjóri og formaður peningastefnunefndar

## Yfirlit yfir fylgiskjöl

	Bls.
Yfirlýsing peningastefnunefndar 23. ágúst 2017	8
Yfirlýsing peningastefnunefndar 4. október 2017	9
Yfirlýsing peningastefnunefndar 15. nóvember 2017	10
Yfirlýsing peningastefnunefndar 13. desember 2017	11
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, september 2017	12
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, október 2017	19
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2017	26
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2017	33
Erindi seðlabankastjóra á fundi Verslunarmannafélags Reykjavíkur, Verkalýðsfélags Akraness og Hagsmunasamtaka heimilanna	39
„Árangur og áskoranir peningastefnunar“, ræða seðlabankastjóra á peningamála fundi Viðskiptaráðs	43
Erindi aðalhogfræðings Seðlabankans hjá Félagi atvinnurekenda	53
Erindi aðalhogfræðings Seðlabankans í Háskóla Íslands	62
Sveiflur í gengi krónunnar í alþjóðlegum samanburði	73
Sérstök bindiskylda á innflæði fjármagns	77
Yfirlýsing um verðbólgu markmið og breytta gengisstefnu	80

## Yfirlýsing peningastefnunefndar

23. ágúst 2017

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánum, verða því áfram 4,5%.

Útlit er fyrir að hagvöxtur í ár verði hraður eins og á síðasta ári en nokkru hægari en spáð var í maíhefti *Peningamála*. Hagvöxturinn er einkum drifinn af vexti ferðaþjónustu og einkaneyslu auk þess sem útlit er fyrir slökun í aðhaldi opinberra fjármála í ár.

Verðbólga var lítillega minni á öðrum fjórðungi ársins en spáð var í maí. Hún mældist 1,8% í júlí og hafði aukist úr 1,5% í júní. Undirliggjandi verðbólga virðist hins vegar hafa haldið áfram að minnka. Gengi krónunnar hefur lækkað frá síðasta fundi nefndarinnar en það er þó enn tæplega 8% hærra en á sama tíma í fyrra. Gagnstæðir kraftar hafa sem fyrr áhrif á verðbólguhorfur, þar sem hækkun gengis krónunnar undanfarið ár og lítil alþjóðleg verðbólga vega á móti verðbólguþrýstingi af innlendum rótum. Hefur bilið á milli verðþróunar innlendra þátta, einkum húsnæðiskostnaðar, og erlendra þátta haldið áfram að aukast síðustu mánuði, sem eykur óvissu um verðbólguhorfur til næsta árs.

Frá síðasta fundi peningastefnunefndar hafa skammtíma verðbólguvæntingar hækkað lítillega sem líklega endurspeglar að hluta áhrif lækkunar á gengi krónunnar að undanfögnu. Verðbólguvæntingar til langs tíma hafa hins vegar lítið breyst sé miðað við nýlega könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila. Lengri tíma verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur þó hækkað undanfarna daga en það sem af er þessum ársfjórðungi er það í ágætu samræmi við verðbólguþrýsting bankans.

Spenna í þjóðarbúskapnum kallar á peningalegt aðhald svo að tryggja megi verðstöðugleika til meðallangs tíma. Hræringar hafa verið á gjaldeyrismarkaði og vísbendingar eru um að breytingar gætu verið framundan í utanríkisviðskiptum og á húsnæðismarkaði. Of snemmt er að fullyrða um umfang og afleiðingar þeirra. Raunvextir bankans hafa lækkað lítillega frá síðasta fundi nefndarinnar en virðast við núverandi aðstæður samrýmast því sem þarf til að verðbólga verði að jafnaði við markmið. Aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum mun ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.



## Yfirlýsing peningastefnunefndar

4. október 2017

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 4,25%.

Horfur eru á minni hagvexti í ár en í fyrra, m.a. vegna þess að hægt hefur á vexti ferðapjónustu. Hagvöxtur verður þó áfram töluvert mikill. Vísbendingar eru um að farið sé að draga úr spennu í þjóðarbúskapnum.

Verðbólga hefur hjaðnað nokkuð sl. tvo mánuði og í september mældist hún 1,4%. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu eru enn lægri og hjaðnandi. Gengi krónunnar hefur lítið breyst frá síðasta fundi nefndarinnar, eftir lækkun sl. sumar, og er 4,5% hærra en á sama tíma í fyrra. Mælikvarðar á verðbólguvæntingar eru í nokkuð góðu samræmi við verðból gumarkmiðið. Gengissveiflur undanfarinna mánaða hafa haft tiltölulega lítil áhrif á verðbólgu og skammvinn áhrif á verðbólguvæntingar.

Spenna í þjóðarbúskapnum kallar á peningalegt aðhald svo að tryggja megi verðstöðugleika til meðallangs tíma. Þróun verðbólgu og verðbólguvæntinga auk minnkandi spennu benda þó til þess að raunvextir bankans nægi við núverandi aðstæður til þess að verðbólga verði að jafnaði við markmið. Aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum mun ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar

15. nóvember 2017

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því áfram 4,25%.

Samkvæmt nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birt er í nóvemberhefti *Peningamála* hægir töluvert á hagvexti í ár og meira en bankinn spáði í ágúst. Spáð er 3,7% hagvexti í ár en í fyrra var hann 7,4%. Fer þar saman hægari vöxtur útflutnings, eftir hraðan vöxt undanfarin ár, um leið og nokkuð bætir í vöxt innflutnings.

Horfur eru á að verðbólga fari í markmið um mitt næsta ár og verði þar út spátímam. Dregið hefur úr verðhækkunum á húsnæðismarkaði en það mun stuðla að minni verðbólgu haldi þróunin áfram en á móti fjara áhrif herra gengis út. Frá síðasta fundi peningastefnunefndar hefur gengi krónunnar hækkað. Þá hefur gengisflökt minnkað síðustu mánuði. Verðbólguvæntingar eru í ágætu samræmi við verðbólgu markmiðið og virðast gengissveiflur á árinu hafa haft tiltölulega lítil áhrif á verðbólgu og verðbólguvæntingar.

Vísbendingar eru um að spennan í þjóðarbúskapnum kunni að hafa náð hámarki. Hún verður þó áfram umtalsverð en það kallar á peningalegt aðhald svo að tryggja megi verðstöðugleika til meðallangs tíma. Minni spenna og betri verðbólguhorfur eru í samræmi við það sem peningastefnunefndin gerði ráð fyrir í október og raunvextir bankans eru svipaðir og þeir voru eftir ákvörðunina þá. Núverandi aðhald peningastefnunnar virðist að svo stöddu duga til þess að verðbólga verði að jafnaði við markmið. Hvort það reynist rétt mun á komandi misserum ráðast af framvindu efnahagsmála, þ.m.t. stefnunni í opinberum fjármálum og niðurstöðu kjarasamninga.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar

13. desember 2017

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því áfram 4,25%.

Samkvæmt nýlega birtum þjóðhagsreikningum var hagvöxtur 4,3% á fyrstu níu mánuðum ársins, sem er meiri vöxtur en fyrri tölur höfðu gefið til kynna. Því eru horfur á að hagvöxtur verði meiri á árinu öllu en spáð var í nóvemberhefti *Peningamála*. Áfram hægir á vexti útflutnings en innlend eftirspurn eykst hraðar en spáð hafði verið. Skýrist það m.a. af meiri slaka í opinberum fjármálum á yfirstandandi ári en áður var talið.

Verðbólga var 1,7% í nóvember og hefur hún verið á bilinu 1½-2% um nokkurt skeið. Áfram hefur dregið úr verðhækkunum á húsnæðismarkaði. Að öðru óbreyttu stuðlar það að minni verðbólgu en á móti fjara áhrif hærra gengis krónunnar út. Gjaldeyrismarkaðurinn hefur verið í góðu jafnvægi frá síðasta fundi peningastefnunefndar og hefur gengi krónunnar lítið breyst. Verðbólguvæntingar eru áfram í samræmi við verðbólgu markmiðið og raunvextir bankans hafa lítið breyst undanfarna mánuði.

Horfur eru á að spenna í þjóðarbúskapnum verði áfram umtalsverð. Það kallar á peningalegt aðhald og meira en ella, slakni á aðhaldi í ríkisfjármálum á næsta ári miðað við það sem gert var ráð fyrir í nóvember. Peningastefnan mun á komandi misserum ráðast af framvindu efnahagsmála, þ.m.t. stefnunni í opinberum fjármálum og niðurstöðu kjarasamninga.

Vextir verða því sem hér segir:

1. Daglán: 6,00%
2. Lán gegn veði í verðbréfum: 5,00%
3. Innlán bundin í 7 daga: 4,25%
4. Viðskiptareikningar: 4,00%
5. Bindiskyldar innstæður: 4,00%



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2017

Birt: 6. september 2017

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 21. og 22. ágúst 2017, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 23. 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, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 14. júní 2017 og uppfærðri spá í *Peningamálum* 2017/3 hinn 23. ágúst.

### Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar lækkaði gengi krónunnar um 8% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 4,8% gagnvart Bandaríkjadal, 9,2% gagnvart evru og 5,6% gagnvart bresku pundi. Á milli funda keypti Seðlabankinn gjaldeyri fyrir um 1,1 ma.kr. en seldi gjaldeyri fyrir um 4,6 ma.kr., hrein gjaldeyrissala bankans nam því um 3,5 ma.kr. (30 milljónum evra). Nam hlutur Seðlabankans 7% af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði slaknað milli funda nefndarinnar. Raunvextir bankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum höfðu lækkað um 0,2 prósentur frá því rétt eftir vaxtalækkun bankans í júní og voru 2,3%.

Vextir á millibankamarkaði með krónur höfðu breyst á milli funda í takt við meginvexti bankans. Velta á markaðnum var lítil í sumar og nam 5,4 ma.kr. á milli funda en hún hafði verið talsvert meiri frá áramótum en á sama tíma í fyrra.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa lækkaði lítillega í kjölfar lækkunar meginvaxta bankans í júní en lækkunin gekk að mestu leyti til baka í júlí. Einkum hækkaði krafa lengri bréfa nokkuð á milli funda. Krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði lækkað um allt að 0,5 prósentur milli funda.

Óverðtryggðir vextir inn- og útlána viðskiptabanka voru 0,2-0,5 prósentum lægri en fyrir síðasta fund nefndarinnar í júní. Óverðtryggðir vextir útlána lífeyrissjóða lækkuðu einnig milli funda. Verðtryggðir vextir lífeyrissjóða lækkuðu lítillega milli funda, í takt við ávöxtunarkröfu verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa, en vextir verðtryggðra lána viðskiptabanka voru óbreyttir.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs var nánast óbreytt á milli funda. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum mældist 0,8% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart skuldabréfi Þýskalands var um 1 prósentu.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar óbreyttra vaxta í ágúst. Vísuðu þær til þess að gengi krónunnar hafði lækkað nokkuð milli funda nefndarinnar og gengissveiflur aukist sem hefði leitt til lækkunar verðbólguálags á skuldabréfamarkaði, verri verðbólguhorfa og lækkunar raunvaxta.

Samkvæmt könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var um miðjan ágúst sl. Þjuggust þeir við að meginvextir bankans yrðu lækkaðir um 0,25 prósentur á ágústfundi nefndarinnar. Þeir væntu þess að vöxtum yrði síðan haldið óbreyttum næstu tvö ár. Þá töldu um 67% svarenda taumhald peningastefnunnar vera hæfilegt þegar könnunin var framkvæmd samanborið við 43% í síðustu könnun.

Ársvöxtur peningamagns hefur aukist undanfarið ár og var á öðrum ársfjórðungi meiri en áætlaður nafnvöxtur landsframleiðslunnar. Leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja jókst vítt skilgreint peningamagn (M3) um 8,1% á öðrum ársfjórðungi frá sama fjórðungi í fyrra. Líkt og á síðasta ári skýrist vöxtur peningamagns að mestu leyti af auknum innlánnum heimila en innlán fyrirtækja jukust einnig á milli ára.

Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda jókst heildarstofn útlána lánakerfisins til innlendra aðila um tæplega 3½% á öðrum ársfjórðungi samanborið við sama tíma í fyrra en um rúmlega 4% sé tekið tillit til áhrifa gengisbreytinga á stofn lána í erlendum gjaldmiðlum. Sem fyrr skýrist útlánvöxturinn af auknum útlánnum til heimila og fyrirtækja en útlán til beggja jukust um u.þ.b. 4% á öðrum ársfjórðungi frá sama tíma í fyrra.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði lækkað um 4,6% á milli funda en hækkað um 2,2% frá áramótum. Velta á aðalmarkaði var um 400 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins eða um 25% meiri en á sama tímabili í fyrra.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í júlí eru alþjóðlegar hagvaxtarhorfur nánast óbreyttar frá spá sjóðsins í apríl. Gert er ráð fyrir 3,5% heimshagvexti í ár og 3,6% á næsta ári. Óvissa um þessar horfur er talin minni en áður þar sem efnahagsbatinn hefur reynst umfram væntingar á evrusvæðinu og í Japan. Spá sjóðsins um hagvöxt í Bretlandi og Bandaríkjunum var hins vegar lækkuð. Horfur um vöxt alþjóðaviðskipta í ár hafa einnig batnað, sérstaklega í þróuðum ríkjum og er nú gert ráð fyrir 4% vexti. Spáð er 1,9% verðbólgu í þróuðum ríkjum á þessu ári og 1,8% á næsta ári sem er 0,1 prósentu minni verðbólga en gert var ráð fyrir í apríl. Spáð er 2% hagvexti í helstu viðskiptalöndunum sem er 0,1 prósentu meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í apríl en horfur fyrir næsta ár eru óbreyttar eða 1,9%.

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 21,3 ma.kr. í júlímánuði og 108 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Á sama tíma í fyrra var 72 ma.kr. halli. Verðmæti útflutnings jókst um 5,9% á föstu gengi milli ára en verðmæti innflutnings jókst um 18%. Útflutningsverðmæti iðnaðarvöru jókst um 16% en á móti vó liðlega 8% samdráttur í útflutningi sjávarafurða. Mikinn vöxt innflutnings má einkum rekja til fimmtungsvaxtar innflutnings fjárfestingar-, hrá- og rekstrarvöru.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hækkaði álverð um tæplega 10% frá fundi peningastefnunefndar í júní og var 28% hærra en fyrir ári. Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækkaði um 0,7% milli mánaða í júní og hefur hækkað um 7% milli ára.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag mældist 100,8 stig í júlí og hafði lækkað um 4,8% milli mánaða en hækkað um 18,8% milli ára á fyrstu sjö mánuðum ársins. Hækkunina má nær eingöngu rekja til hækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi hefur verið jafn mikil og í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands fjölgaði heildarvinnustundum um 2,1% milli ára á öðrum fjórðungi ársins sem er töluvert minna en gert hafði verið ráð fyrir í maíspá Seðlabankans. Starfandi fólki fjölgaði um 1,8% og meðalvinnuvikan lengdist lítillega. Að teknu tilliti til árstíðar minnkaði atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi lækkaði en bæði hlutföll voru enn há og nálægt sínum hágildum frá því fyrir fjármálakreppu.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 2,5% á öðrum fjórðungi ársins eða svipað og spáð var í maí og hefur það ekki verið minna síðan á öðrum fjórðungi ársins 2008.

Aðrar vísbendingar bentu til þróttmeiri eftirspurnar á vinnumarkaði. Tölur um búferlaflutninga sýndu að fjölgun erlendra ríkisborgara á fyrri hluta ársins nam 2,1% af mannfjölda á aldrinum 20-59 ára en það er meiri aukning en var allt árið í fyrra. Um ¾ fjölgunarinnar í ár stafa af búferlaflutningum á öðrum fjórðungi ársins sem voru óvenju miklir. Þá fjölgaði launafólki samkvæmt staðgreiðsluskrá um 4,8% á fjórðungnum og enn var kröftugur vöxtur meðal starfsfólks starfsmannaleigna og erlendra þjónustufyrirtækja.

Launavísitalan var nánast óbreytt í júlí eftir að hafa hækkað um 3,1% milli fjórðunga á öðrum ársfjórðungi þegar kjarasamningsbundnar launahækkunar hjá þorra launafólks tóku gildi. Árshækkunin nam 7,2% í júlí en kaupmáttur launa jókst um 5,3% miðað við vísitöluna.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á öðrum ársfjórðungi og í upphafi þess þriðja benda til þess að einkaneysla kunni að vaxa meira á árinu en áður var spáð. Greiðslukortavelta jókst um tæplega 13% á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tímabili í fyrra. Einnig fjölgar nýskráningum bifreiða ört en þó hægar en í fyrra.

Væntingavísitala Gallup lækkaði nokkuð milli mánaða í júlí og mældist 108,5 stig. Allar undirvísitölurnar lækkuðu í mánuðinum en mestu munaði um væntingar til næstu sex mánaða og mat á efnahagslífinu.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok júlí, hækkaði um 1,9% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en um 24,2% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,2% milli mánaða í júlí sé leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu og um 19% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu fækkaði um 5,2% á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en þeim fækkaði um rúmlega 21%

milli ára í júlí. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var 2,8 mánuðir í júlí eða rúmum ½ mánuði lengri en á sama tíma í fyrra.

Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,02% milli mánaða í júlí. Ársverðbólgan mældist 1,8% og hafði aukist um 0,3 prósentur frá júnífundum nefndarinnar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hins vegar lækkað um 3,1% frá júlí í fyrra og á sama tíma lækkaði samræmda neysluverðsvísitalan um 1,9%. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu lækkuðu hins vegar flestir í júlí og voru á bilinu 0,4-1,5%.

Sumarútsölur voru einn helsti áhrifaþáttur verðbólgu í júlí en á móti vógu hækkun kostnaðar vegna eigin húsnæðis og árstíðabundnar hækkunar flugfargjalda. Verð almennrar þjónustu lækkaði um 0,2% milli ára í júlí en verð innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks lækkaði um 8% á sama tíma.

Samkvæmt könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila sem framkvæmd var um miðjan ágúst væntu þeir þess að verðbólga yrði 2,4% eftir eitt ár sem er 0,2 prósentum meira en í síðustu könnun í maí sl. Væntingar þeirra um ársverðbólgu eftir tvö ár höfðu hins vegar lækkað og námu 2,5% samanborið við 2,6% í fyrri könnun. Markaðsaðilar gerðu jafnframt ráð fyrir að verðbólga yrði 2,6% að meðaltali á næstu tíu árum sem er jafn mikil verðbólga og þeir væntu í maí. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til tíu ára hafði lækkað dagana fyrir fund nefndarinnar en það hefur legið á bilinu 2,3-2,9% það sem af er þriðja ársfjórðungi og var að meðaltali 2,3% á öðrum ársfjórðungi.

Samkvæmt spánni sem birt var í *Peningamálum* 23. ágúst 2017 eru verðbólguhorfur í meginatriðum áþekkar því sem þær voru í maíspá bankans. Talið er að verðbólga verði komin í 2% á seinni hluta þessa árs og í markmið um mitt næsta ár. Eins og í fyrri spám bankans vegast á áhrif hækkunar gengis krónunnar og aukinnar spennu í þjóðarbúinu. Í samanburði við maíspána hefur heldur dregið úr áhrifum beggja þátta en á næsta ári vega áhrif lægra gengis en spáð var í maí þyngra. Því er talið að verðbólga verði heldur meiri en þá var spáð. Talið er að verðbólga nái hámarki í liðlega 3% seint á næsta ári en taki síðan að hjaðna niður í markmið.

Innlend eftirspurn hefur vaxið hratt og hagvöxtur verið mikill. Hann var 7,2% í fyrra og horfur eru á áframhaldandi hröðum hagvexti í ár. Spáð er 5,2% vexti á árinu öllu sem er 1 prósentu minni vöxtur en spáð var í maí sem skýrist fyrst og fremst af óhagstæðari þróun utanríkisviðskipta en þá var gert ráð fyrir. Eins og í fyrri spám bankans er talið að hægja muni enn frekar á hagvexti á næstu tveimur árum þegar hann leitar í langtíma leitnivöxt.

Samfara hröðum vexti efnahagssumsvifa hefur störfum fjölgað hratt og atvinnuleysi minnkað. Tæplega helmingur fyrirtækja hefur átt erfitt með að fylla störf og æ fleiri þeirra segjast starfa við fulla framleiðslugetu. Aukin eftirspurn eftir vinnuafli hefur að töluverðu leyti verið mætt með innflutningi vinnuafis sem hefur aukist hratt undanfarið.

Forsendur um launaþróun eru svipaðar og í maí. Líkt og þá er gert ráð fyrir að samningar sem gerðir verða á vinnumarkaði í ár rúmist innan launasvigrúms sem hið svokallaða SALEK-samkomulag afmarkar og því komi ekki til endurskoðunar gildandi kjarasamninga í febrúar á næsta ári. Þar sem gert er ráð fyrir að framleiðni vinnuafis aukist minna í ár en áður var áætlað eykst launakostnaður á framleidda einingu meira en þá var gert ráð fyrir eða um 5,5% í stað 5%. Horfur út spátímann hafa hins vegar lítið breyst og spáð er að hækkunin verði nálægt 5% á ári.

Í spánni er búist við að framleiðsluspennan sem tók að myndast snemma árs 2015 hverfi á spátímanum. Talið er að hún verði tæplega 3% af framleiðslugetu í ár eins og í fyrra en það er heldur minni spenna en spáð var í maí.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá vinnu við endurskoðun á lagalegum og tæknilegum grunni fjárstreymistækisins. Einnig sagði hann frá vinnu í bankanum við að greina þróunina á gjaldeyrismarkaði það sem af er ári.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu lækkað milli funda. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa, en á fundinum í júní hafði nefndin ákveðið að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur, m.a. í ljósi þess að raunvextir bankans höfðu hækkað á milli funda og fælu því í sér nokkru meira aðhald en nefndin hafði stefnt að og talið nægilegt til þess að stuðla að verðstöðugleika til miðlungslangs tíma.

Nefndarmenn tóku í því sambandi mið af nýrri spá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 23. ágúst en samkvæmt henni er útlit fyrir að hagvöxtur í ár verði hraður eins og á síðasta ári en nokkru minni en spáð var í máhefti *Peningamála*. Samkvæmt spánni væri gert ráð fyrir að hagvöxturinn yrði einkum drifinn af vexti ferðapjónustu og einkaneyslu auk þess sem útlit væri fyrir slökun í aðhaldi opinberra fjármála í ár.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga hafði verið lítillega minni á öðrum fjórðungi ársins en spáð hafði verið í maí. Horfði nefndin jafnframt til þess að verðbólga hafði aukist í júlí en undirliggjandi verðbólga virtist hins vegar hafa haldið áfram að minnka. Sem fyrr var það mat nefndarinnar að gagnstæðir kraftar sem hefðu haft áhrif á verðbólguþróunina undanfarið ár yllu töluverðri óvissu um verðbólguhorfur. Sérstaklega horfðu nefndarmenn til þess að bilið á milli verðþróunar innlendra þátta, einkum húsnæðiskostnaðar, og erlendra þátta hefði haldið áfram að aukast síðustu mánuði. Hækkun gengis krónunnar undanfarið ár og lítil alþjóðleg verðbólga hafi vegið á móti verðbólguþrýstingi af innlendum rótum, en óvissa væri um framvindu beggja þátta.

Nefndin ræddi gengislækkun krónunnar frá júnífundinum. Fram kom sú skoðun að gengishækkun krónunnar snemma á vormánuðum hafi líklega falið í sér tímabundið ofris og hækkunin að nokkru leyti gengið til baka síðustu mánuði og því mætti ætla að áhrifin yrðu takmörkuð. Talið var líklegt að aukin eftirspurn eftir áhættuvörnum og breytilegar væntingar hefðu haft aukin áhrif á gengisþróunina eftir losun fjármagnshafta. Einnig var bent á að þrátt fyrir lækkunina væri gengi krónunnar skömmu fyrir fundinn enn tæplega 8% hærra en á sama tíma í fyrra og svipað og í lok síðasta árs.

Nefndin ræddi einnig hvort æskilegt væri að beita tíðari inngripum á gjaldeyrismarkaði í því skyni að draga frekar úr sveiflum í gengi krónunnar en Seðlabankinn hefur dregið töluvert úr viðskiptum á gjaldeyrismarkaði eftir að fjármagnshöft voru að mestu leyti losuð um miðjan mars. Viðskipti Seðlabankans á markaðnum hafa einkum miðað að því að stöðva spíralamyndun. Nefnt var að erfitt gæti reynst að beita virkari inngripum á markaði þar sem sterkir gagnstæðir kraftar væru að verki og því torvelt að greina á milli flökts og undirliggjandi stefnu í genginu. Fram kom sú skoðun að líklegt væri að sveiflur í gengi krónunnar myndu minnka frá því sem þær hafa verið að undanfögnu þar sem endurmat og leit að nýju jafnvægi eftir að höftin voru að mestu leyti losuð í mars væri lengra á veg komið. Markaðurinn væri þó enn að leita jafnvægis. Margir stórir atburðir hefðu orðið á tiltölulega skömmum tíma og þegar skellirnir væru stórir yrðu gárurnar sýnilegar lengi á eftir.

Peningastefnunefnd ræddi einnig þróun verðbólguvæntinga en skammtímaverðbólguvæntingar höfðu hækkað lítillega frá síðasta fundi. Var það mat nefndarinnar að hækkun skammtímaverðbólguvæntinga endurspegladi líklega að nokkru leyti



áhrif nýlegrar lækkunar á gengi krónunnar. Lengri tíma verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hafði einnig hækkað undanfarna daga en það hafði verið í ágætu samræmi við verðbólgu markmið bankans það sem af var fjórðungnum. Bent var á að hækkun verðbólguálags þyrfti ekki endilega að þýða hækkandi langtímaverðbólguvæntingar. Hún gæti einnig endurspeglad hækkun áhættuálags sem tengist aukinni óvissu um skammtímaþróun verðbólgu eða öðrum áhrifaþáttum verðlagningar á skuldabréfamarkaði. Þannig höfðu langtímaverðbólguvæntingar lítið breyst þegar miðað var við nýlega könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila. Einnig var bent á að verðbólguvæntingar á flesta mælikvarða væru við markmið. Töldu nefndarmenn þetta tvennt kunna að vera til marks um aukinn trúverðugleika peningastefnunnar þó að ekki væri fullvíst að væntingar yrðu áfram við markmið ef umtalsverð frekari lækkun gengis krónunnar ætti sér stað og tímabundin aukning verðbólgu fylgdi í kjölfarið.

Rætt var um hvort halda ætti vöxtum óbreyttum eða lækka þá. Allir nefndarmenn voru sammála um að skýr merki um spennu í þjóðarbúskapnum kölluðu á áframhaldandi peningalegt aðhald svo að tryggja megi verðstöðugleika til meðallangs tíma. Á síðustu tveimur fundum höfðu þeir verið sammála um að lækka nafnvexti bankans þrátt fyrir spennu í þjóðarbúskapnum þar sem hækkun raunvaxta milli funda nefndarinnar þá hefði falið í sér nokkru meira aðhald en nefndin hafði stefnt að og talið nægilegt til þess að stuðla að verðstöðugleika til meðallangs tíma. Nú hafði hins vegar slaknað á taumhaldinu þar sem raunvextir bankans höfðu lækkað frá júnifundinum sakir hækkunar verðbólguvæntinga og aukinnar verðbólgu. Nefndarmenn töldu þó ekki ástæðu til að lækka vexti til að halda óbreyttu aðhaldi á milli funda enda væri nú gert ráð fyrir minni spennu í þjóðarbúskapnum en þá hafði verið gert og verðbólguvæntingar hefðu hingað til staðist próf hræringa á gjaldeyrismarkaði.

Einnig lögðu nefndarmenn áherslu á að töluverð óvissa væri til staðar um nýlega þróun í utanríkisviðskiptum og á húsnæðismarkaði sem bent gætu til hægari vaxtar og minni spennu. Því væri of snemmt að fullyrða um umfang og afleiðingar þeirra. Bent var á að framboð á húsnæðismarkaði virtist vera að aukast og meðalsölutími væri að lengjast. Nokkur óvissa væri einnig vegna komandi kjarasamninga og um það hvort nógildandi samningar kæmu til endurskoðunar í byrjun næsta árs. Verðbólguvæntingar væru nokkuð stöðugar og allar við verðbólgu markmið. Því væri rétt að bíða og sjá betur hverju fram vindur.

Var það mat nefndarinnar að þótt raunvextir bankans hefðu lækkað lítillega frá síðasta fundi virtust þeir við núverandi aðstæður samrýmast því sem þarf til að verðbólga verði að jafnaði við markmið. Einn nefndarmaður taldi þó mögulega vera svigrúm til að lækka vexti að þessu sinni. Sagði hann rúmlega 3% verðhjóðnun mælast ef húsnæðisliðurinn væri tekinn út úr vísitölu neysluverðs. Hækkun húsnæðisliðar vísitölunnar stafaði ekki af lágum vöxtum heldur litlu framboði húsnæðis sem ætti sér aðrar orsakir.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 4,5%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4,25%, vextir af lánnum gegn veði til sjö daga 5,25% og daglánvextir 6,25%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra. Einn nefndarmaður hefði heldur kosið að lækka vexti um 0,25 prósentur en taldi sig engu að síður geta fallist á tillögu seðlabankastjóra.

Nefndarmenn voru sammála um að aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum myndi 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 peningastefnufundarinnar verður birt 4. október 2017.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, október 2017

Birt: 18. október 2017

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 2. og 3. október 2017, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 4. 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, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 23. ágúst 2017.

#### Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar lækkaði gengi krónunnar um 0,3% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili var það nánast óbreytt gagnvart Bandaríkjadal og evru en lækkaði um 3,4% gagnvart bresku pundi. Á milli funda átti Seðlabankinn engin viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri. Á árinu hafa hrein gjaldeyriskaup bankans numið um 70 ma.kr. (600 milljónum evra) eða sem nemur um 24% af heildarveltu ársins.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði slaknað milli funda nefndarinnar. Raunvextir bankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum voru 2,1% og höfðu lækkað um 0,2 prósentur.

Vextir á millibankamarkaði með krónur voru óbreyttir á milli funda. Velta á markaðnum nam 6,2 ma.kr. á milli funda en um 123,2 ma.kr. frá áramótum sem var talsvert meira en á sama tímabili í fyrra.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hækkaði nokkuð eftir síðasta fund nefndarinnar og enn frekar í kjölfar ríkisstjórnarslita um miðjan september. Hækkunin gekk að hluta til baka

eftir septemberbirtingu vísitölu neysluverðs rétt fyrir fund nefndarinnar en krafan var þó allt að 0,3 prósentum hærrí en á ágústfundinum. Krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði einnig hækkað um allt að 0,2 prósentur á milli funda.

Vextir óverðtryggðra inn- og útlána viðskiptabanka voru óbreyttir á milli funda. Vextir sambærilegra verðtryggðra lána þeirra voru í meginatriðum einnig óbreyttir líkt og fastir vextir verðtryggðra sjóðfélagalána lífeyrissjóða. Vextir óverðtryggðra útlána og breytilegir vextir verðtryggðra útlána lífeyrissjóða lækkuðu hins vegar lítilliga milli funda.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs var nánast óbreytt á milli funda. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum mældist 0,8% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart skuldabréfi Þýskalands var um 1 prósentu.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar óbreyttra vaxta í október. Vísuðu þær helst til þess að ríkisstjórnarslitin hefðu aukið óvissu um aðhald ríkisfjármála á næstunni og valdið talsverðri hækkingu verðbólguálags á skuldabréfamarkaði.

Leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja jókst vítt peningamagn (M3) um 8,9% milli ára í ágúst sem er svipaður vöxtur og á undanförunum mánuðum. Líkt og á síðasta ári skýrist vöxtur peningamagns að mestu leyti af auknum innlánnum heimila.

Útlánavöxtur til innlendra aðila hefur aukist. Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda stækkaði heildarstofn útlána lánakerfisins til innlendra aðila um 5,4% milli ára í ágúst en um rúmlega 6% ef stofn lána í erlendum gjaldeyri er reiknaður á föstu gengi. Sem fyrr skýrist útlánavöxturinn af auknum útlánnum til heimila og fyrirtækja. Útlán til heimila jukust um 5% milli ára í ágúst sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda en útlán til atvinnufyrirtækja um 7,3%. Reiknaður á föstu gengi hefur stofn útlána til fyrirtækja aukist um u.þ.b. 10% í ágúst. Er það töluvert meiri ársvöxtur en var á fyrri helmingi ársins.

Úrvals vísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði lækkað um 4,3% á milli funda og um 2,2% frá áramótum. Velta á aðalmarkaði var um 450 ma.kr. á fyrstu átta mánuðum ársins eða um 21% meiri en á sama tímabili í fyrra.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Halli af vöruviðskiptum Íslands nam 120 ma.kr. á fyrstu átta mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var 79 ma.kr. halli. Verðmæti útflutnings jókst um 8% á föstu gengi milli ára en verðmæti innflutnings jókst um 17%. Vöxt útflutnings mátti rekja til 16% vaxtar útflutnings iðnaðarvöru en á móti kom 6% samdráttur útflutnings sjávarafurða. Vöxtur innflutnings stafaði einkum af 22% aukningu í innflutningi hrá- og rekstrarvöru, 44% aukningu í innflutningi fólksbíla og 15% aukningu í innflutningi fjárfestingarvöru.

Heimsmarkaðsverð á áli stóð í stað frá fundi peningastefnunarinnar í ágúst og var meðalverð í september tæplega þriðjungu hærra en fyrir ári. Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum stóð einnig í stað milli mánaða í ágúst en hafði hækkað um 2,5% milli ára.

Í septembermánuði hafði raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkað þrjú mánuði í röð eða um 8,8% frá því í júní. Lækkun raungengis má rekja til 9% lægra nafngengis krónu en á móti kom að verðbólga hér á landi var 0,2 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum

Íslands. Raungengið var hins vegar enn um 15,7% hærra á fyrstu átta mánuðum ársins en það var á sama tíma í fyrra.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í september var árhagvöxtur 3,4% á öðrum ársfjórðungi 2017. Á fjórðungnum vógust á 6,7% vöxtur þjóðarútgjalda og neikvætt framlag utanríkisviðskipta þar sem vöxtur innflutnings var umtalsvert meiri en vöxtur útflutnings eða 16,2% samanborið við 8%. Á fyrri hluta ársins var hagvöxturinn 4,3% og voru einkaneysla og útflutningur helstu burðarásar hans á tímabilinu.

Hagvöxtur á fyrri hluta ársins var minni en spáð var í *Peningamálum* í ágúst en þar var spáð 5,6% hagvexti á fyrstu sex mánuðum ársins. Meginskýringin á frávikinu felst í því að framlag utanríkisviðskipta var minna en spáð var. Lögðust þar á sömu sveif minni útflutningur og meiri innflutningur en spáð var. Neysla og fjárfesting jukust meira en spáð var en á móti kom að framlag birgðabreytinga var minna en búist var við. Vöxtur þjóðarútgjalda í heild var því nærri því sem spáð var eða 5,2% í stað 5,4%.

Afgangur á viðskiptajöfnuði á öðrum ársfjórðungi nam 16,3 ma.kr. sem samsvarar 2,6% af landsframleiðslu. Afgangurinn var því minni en á fjórðungnum á undan og á sama tíma í fyrra. Afgangur af þjónustuviðskiptum var 60,5 ma.kr. og afgangur af jöfnuði frumþáttatekna og rekstrarframlaga 1,6 ma.kr. en 45,8 ma.kr. halli var af vöruviðskiptum.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi gefa til kynna að vöxtur eftirspurnar heimila sé enn kröftugur. Hins vegar benda framsýnni vísbendingar til þess að hægja muni á vextinum á næstu fjórðungum. Væntingavísitala Gallup mældist 106,8 stig í september sem er um 25 stigum lægra en á sama tíma fyrir ári. Vísitala fyrirhugaðra stórkaupa mældist 69,3 stig og lækkaði um 2,5 stig milli mælinga.

Samkvæmt frumvarpi til fjárlaga fyrir árið 2018 er gert ráð fyrir að afkoma ríkissjóðs verði í samræmi við áætlaða afkomu ársins samkvæmt fjármálaáætlun fyrir árin 2018-2022. Afkomumarkmið ársins 2017 samkvæmt fjárlögum fyrir það ár á að tryggja með auknum sértækum arðgreiðslum viðskiptabankanna upp á 20,3 ma.kr. Við mat á aðhaldsstigi ríkisfjármála er ekki tekið tillit til slíkra einskisliða og því minnkar afgangur á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs leiðréttum fyrir einskisliðum í ár um 0,8% af landsframleiðslu frá því mati sem birtist í *Peningamálum 2017/2*. Slökun á aðhaldi milli árána 2016 og 2017 nemur því alls 1,9% af landsframleiðslu. Árið 2018 er þó gert ráð fyrir að aðhald aukist um samtals 1,7% af landsframleiðslu.

Samkvæmt niðurstöðum haustkönnunar Gallup sem framkvæmd var í september meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna mjög góðar en stjórnendur voru töluvert svartsýnni um horfurnar á næstu sex mánuðum en í sumarkönnuninni sem framkvæmd var í maí. Viðhorf þeirra voru einnig töluvert lakari en í vorkönnuninni. Um 70% stjórnenda töldu núverandi aðstæður góðar og um 24% töldu þær hvorki góðar né slæmar. Horft til næstu sex mánaða töldu 7,5% þeirra að aðstæður í efnahagslífinu myndu batna og um 64% að aðstæður myndu haldast óbreyttar (þ.e. góðar). Viðhorf stjórnenda í öllum greinum voru þó neikvæðari en í maí og fyrir ári. Einkum voru stjórnendur fyrirtækja í sjávarútvegi og byggingariðnaði svartsýnni um aðstæður eftir sex mánuði en aðrir stjórnendur. Viðhorfum meðal stjórnenda fyrirtækja í sérhæfðri þjónustu af ýmsu tagi hrakaði mest frá því í sumarkönnuninni. Tæplega 29% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu verri eftir sex mánuði en tæp 10% á sama tíma í fyrra. Viðhorf til innlestrar eftirspurnar

voru töluvert minna jákvæð en áður en viðhorf til erlendrar eftirspurnar voru óbreytt frá því í sumarkönnuninni.

Samkvæmt könnuninni fjölgaði fyrirtækjum frá vorkönnuninni sem telja að framlegð (EBITDA) næstu sex mánaða muni minnka. Vísitala EBITDA lækkaði um 15 stig milli kannana og var svipaður fjöldi fyrirtækja sem telur að framlegð aukist á næstu sex mánuðum og sem telur að framlegð minnki. Viðhorfum meðal stjórnenda fyrirtækja í samgöngum, flutningum, ferðaþjónustu og verslun hrakaði mest. Fjárfestingarvísitalan lækkaði einnig nokkuð frá síðustu mælingu og var breytingin einnig mest meðal fyrirtækja í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu.

Samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum haustkönnunarinnar vildu 17 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum. Það eru 6 prósentum færri fyrirtæki en í sumarkönnuninni og 19 prósentum færri en á sama tíma í fyrra. Jákvæðust voru viðhorf stjórnenda fyrirtækja í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu. Fyrirtæki í þessum greinum sem vildu fjölga starfsfólki voru 40 prósentum fleiri en hin sem vildu fækka. Neikvæðust voru viðhorfin í sjávarútvegi. Þar vildu 15 prósentum fleiri fyrirtæki fækka starfsfólki en vildu fjölga og í verslun var samsvarandi hlutfall 5 prósentur. Hlutfall fyrirtækja sem vildi fjölga umfram þau sem vildu fækka var á bilinu 15-26 prósentur í öðrum atvinnugreinum.

Að teknu tilliti til árstíðarsveiflu töldu um 35% stjórnenda vera skort á starfsfólki sem er 5 prósentum minna en í síðustu könnun. Hafði hlutfallið verið nálægt 40% í rúmt ár. Hæst var hlutfallið í byggingarstarfsemi. Þar taldi um helmingur stjórnenda sig búa við skort á starfsfólki en minnstur var skorturinn í fjármálaþjónustu þar sem 17% stjórnenda fyrirtækja töldu sig búa við skort á starfsfólki. Í öðrum atvinnugreinum var hlutfallið á bilinu 28-40% fyrirtækja.

Helmingur stjórnenda taldi fyrirtæki sín eiga í vandræðum með að mæta óvæntri eftirspurn, sé leiðrétt fyrir árstíð. Var hlutfallið lítillaga lægra en í sumarkönnuninni og haustkönnun síðasta árs. Hlutfall stjórnenda í byggingarstarfsemi sem taldi að erfitt yrði að mæta óvæntri eftirspurn var 68% en lægst var hlutfallið í verslun eða 29%. Hjá öðrum atvinnugreinum lá hlutfallið á bilinu 44-55%.

Launavísitalan hækkaði um 0,2% milli mánaða í ágúst og um 7,2% milli ára. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna hafði aukist um 5,3% milli ára í ágúst.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok september, hækkaði um 4,7% milli fjórðunga að teknu tilliti til árstíðar á þriðja ársfjórðungi og um 22,5% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 1,2% milli mánaða í ágúst þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og um 19,1% milli ára. Árstakturinn hefur minnkað nokkuð frá því í maí sl. þegar árhækkunin náði hámarki í 23,5%. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 5,1% á fyrstu átta mánuðum ársins miðað við sama tíma í fyrra. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var um 2,5 mánuðir í ágúst samanborið við 2 mánuði á sama tíma í fyrra.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,14% milli mánaða í september eftir að hafa hækkað um 0,25% í ágúst. Ársverðbólgan mældist 1,4% og hafði hjaðnað um 0,4 prósentur frá ágústfundi nefndarinnar. Vísitala neysliverðs án húsnæðis hafði hins vegar lækkað um 3,1% frá september í fyrra. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu flestir til þess að hún hefði hjaðnað í september og verið á bilinu 0,3-1,9%.

Drifkraftar hækkunar vísitölu neysliverðs í september voru hækkun húsnæðisverðs og útsölulok. Á móti vó árstíðarbundin lækkun flugfargjalda til útlanda ásamt lækkun

matvöruverðs sem hafði numið um 5% milli ára. Verð almennrar þjónustu hafði lækkað um 0,4% frá fyrra ári og þjónustuverðbólga hjaðnað frá síðasta fundi.

Samkvæmt haustkönnun Gallup sem framkvæmd var í september hækkuðu verðbólguvæntingar heimila milli kannana og mældust 3% til eins árs og 3,2% til tveggja ára. Væntingar stjórnenda fyrirtækja um verðbólgu hækkuðu einnig milli kannana og væntu þeir að verðbólga yrði 2,4% eftir eitt ár. Væntingar þeirra um verðbólgu eftir tvö ár stóðu hins vegar í stað í 3%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði, bæði til fimm og tíu ára, hækkaði í kjölfar ríkisstjórnarslita um miðjan september, en hækkunin hafði gengið til baka í lok september og mældist álagið 2,6% til fimm ára og 2,9% til tíu ára.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri sagði frá gangi mála við endurskoðun stjórnvalda á ramma peningastefnunnar. Einnig upplýsti aðstoðarseðlabankastjóri nefndina um vinnu í tengslum við endurskoðun á lagalegum og tæknilegum grunni fjárstreymistækisins.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu lækkað milli funda. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í ágúst hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum óbreyttum þótt slaknað hefði á taumhaldinu milli funda vegna vísbendinga um hægari vöxt og minni spennu en áður hafði verið talið.

Nefndarmenn töldu að þær upplýsingar sem komið hefðu fram milli funda bentu í sömu átt. Samkvæmt niðurstöðum þjóðhagsreikninga fyrir fyrri helming ársins væru horfur á minni hagvexti í ár en í fyrra og að hann yrði minni en gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Skýr merki væru um að hægt hefði á vexti ferðapjónustu. Haustkönnun Gallup benti einnig til þess að forsvarsmenn fyrirtækja væru svartsýnni á horfurnar en þeir hefðu verið í síðustu könnun. Eftirspurn eftir vinnuafli virtist einnig heldur dræmari og skortur á starfsfólki minni þótt hann væri enn mikill. Áfram hefði dregið úr árshækkun húsnæðis. Nefnt var að eftirspurn eftir vinnuafli væri mest í þeim atvinnugreinum sem hefðu verið að ráða til sín erlent vinnuafli. Að mati nefndarinnar virtist aðlögun að sjálfbærum hagvexti vera hraðari en hún hafði áður talið þótt ljóst væri að hagvöxtur yrði áfram töluvert mikill. Voru nefndarmenn sammála um að þess vegna væri hægt að halda verðbólgu við markmið með lægri raunvöxtum.

Nefndin ræddi hjöðnun verðbólgu sl. tvo mánuði en hún hafði mælst 1,4% í september og mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu til enn minni og hjaðnandi verðbólgu. Sumir nefndarmenn lögðu áherslu á að almenn verðhjöðnun mældist þegar húsnæðisliðurinn væri tekinn út og einn nefndarmaður lagði áherslu á að á þann mælikvarða væru raunvextir háir. Hins vegar var bent á að með sömu rökum mætti segja að kaupmáttur ráðstöfunartekna hefði hækkað enn meira en mælist þegar tekjur eru staðvirtar með vísitölu neysluverðs. Í umræðunni var einnig bent á að vegna þess að verðbólgan fælist nær eingöngu í hækkun húsnæðiskostnaðar væru töluverðar líkur á að verðbólga hjaðnaði enn frekar þegar hægði á hækkun húsnæðiskostnaðar, eins og þegar væru ákveðin merki um, eða verðlag húsnæðis tæki að lækka á ný. Raunverðlag íbúðarhúsnæðis væri nú þegar í sögulegu hámarki sem yki líkur á slíkri þróun. Nefndarmenn voru þó sammála um að húsnæðisverðbólga stafaði ekki af lágum vöxtum heldur umframeftirspurn. Framboð húsnæðis væri hins vegar farið að aukast og af þeim sökum gæti líklega dregið hratt úr hækkun húsnæðisverðs. Einnig var nefnt að ef

svo færi að gengi krónunnar næði nýju jafnvægi við núverandi gildi, sem væri hærra en fyrir ári, væri ólíklegt að gengisþróunin yrði til þess að verðbólga ykist í átt að markmiði.

Nefndin ræddi nýlega gengisþróun en gengi krónunnar hafði lítið breyst frá ágústfundinum eftir lækun síðastliðið sumar. Það var þó enn 4,5% hærra en það hafði verið á sama tíma í fyrra. Seðlabankinn hafði ekki talið ástæðu til inngripa á gjaldeyrismarkaði milli funda. Dregið hafði úr skammtímagengissveiflum sem að mati nefndarmanna gæti bent til þess að gjaldeyrismarkaðurinn hefði leitað jafnvægis eftir losun hafta.

Nefndin taldi jákvætt að allir mælikvarðar á verðbólguvæntingar væru í nokkuð góðu samræmi við verðbólgu markmiðið. Nefndarmenn töldu það benda til aukins trúverðugleika peningastefnunnar að gengissveiflur undanfarinna mánaða, jafnvel lækun gengisins á sumarmánuðum, hefðu haft tiltölulega lítil áhrif á verðbólgu og skammvinn áhrif á verðbólguvæntingar. Bent var á að líklegt væri að hækkun á verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði við stjórnarslitin stafaði af hækkun á áhættuálagi en ekki verðbólguvæntingum þar sem hækkunin hefði gengið hratt til baka.

Nefndin veitti því einnig athygli að vöxtur útlána og peningamagns væri nokkuð yfir vexti nafnvirðis landsframleiðslunnar. Nefndarmenn voru sammála um að slíkur útlánavöxtur gæti verið hættumerki sem nauðsynlegt væri að fylgjast vel með, en of snemmt væri að fullyrða um að svo væri enda hefði umframvöxturinn enn verið fremur lítill. Einn nefndarmaður nefndi að útlánavöxturinn væri jafnframt að mestu leyti til fyrirtækja og skýrðist að nokkru leyti af auknum útlánnum til fyrirtækja í byggingarstarfsemi og stuðlaði þannig að jafnvægi á húsnæðismarkaði. Hins vegar kallaði aukið framboð húsnæðis líklega á aukna lántöku heimila síðar.

Nefndin ræddi einnig áhrif stjórnarslitanna og komandi kosninga á peningastefnuna. Að mati nefndarmanna getur aukin óvissa, í stjórn málium eins og af öðrum ástæðum, hægt á eftirspurn ef hún leiðir til þess að heimili og fyrirtæki haldi að sér höndum. Aukin óvissa gæti einnig leitt til fjármagnsútflæðis sem gæti leitt til lækkunar á gengi krónunnar og kallað á vaxtabreytingar. Að mati nefndarmanna höfðu hins vegar ekki komið fram skýr merki um fjármagnsútflæði af þessum sökum. Hins vegar töldu nefndarmenn nokkra hættu á að afleiðing kosningabaráttunnar verði sú að sveifluleiðrétt afkoma ríkissjóðs versni, en það myndi kalla á hærri vexti en ella. Þá var einnig nefnt að aukinn trúverðugleiki peningastefnunnar gerði peningastefnunefnd auðveldara með að horfa í gegnum tímabundin áhrif aukins pólitísku óróa en t.d. þegar stjórnarslit urðu í fyrra, þar sem minni hætta væri á að tímabundinn órói smitist út í langtímaverðbólguvæntingar.

Rætt var um hvort halda ætti vöxtum óbreyttum eða lækka þá. Nefndarmenn voru sammála um að spenna í þjóðarbúskapnum kallaði á peningalegt aðhald svo að tryggja mætti verðstöðugleika til meðallangs tíma. Var nefndin hins vegar sammála um að þróun verðbólgu og verðbólguvæntinga auk skýrari merkja um minnkandi spennu gæfi svigrúm til að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Töldu nefndarmenn að eftir þá lækkun nægðu raunvextir bankans til þess að verðbólga yrði að jafnaði við markmið. Helstu rök sem fram komu á fundinum fyrir óbreyttum vöxtum voru tengd óvissu um aðhald ríkisfjármála eftir komandi kosningar.

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 4,25%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4%, vextir af



lánnum gegn veði til sjö daga 5% og daglánavextir 6%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndarmenn voru sammála um að aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum myndi 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 peningastefnunefndarinnar verður birt 15. nóvember 2017.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2017

Birt: 29. nóvember 2017

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 10. og 14. nóvember 2017, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 15. 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 4. október 2017 eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum* 2017/4 hinn 15. nóvember.

### Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar hækkaði gengi krónunnar um 3,3% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili hækkaði það um 2,5% gagnvart Bandaríkjadal, 2,8% gagnvart evru og um 3,8% gagnvart bresku pundi. Á milli funda keypti Seðlabankinn gjaldeyri fyrir um 362 m.kr. (3 milljónir evra) og hafa hrein gjaldeyriskaup bankans numið um 70,3 ma.kr. (603 milljónum evra) á árinu. Velta Seðlabankans á millibankamarkaði með gjaldeyri hefur numið tæplega 22% af heildarveltu ársins.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans var nánast óbreytt frá því rétt eftir birtingu vaxtaákvörðunar nefndarinnar í október. Raunvextir bankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum voru 1,8% og höfðu lækkað um 0,1 prósentu milli funda.

Vextir á millibankamarkaði með krónur lækkuðu í takt við vaxtalækkun Seðlabankans í október. Velta á markaðnum nam 600 m.kr. á milli funda en um 123,8 ma.kr. frá áramótum sem var talsvert meira en á sama tímabili í fyrra.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað í takt við vaxtalækkun Seðlabankans í október og enn frekar á fyrri hluta nóvembermánaðar. Krafa bréfanna var því um ½ prósentu lægri en á októberfundi nefndarinnar. Ávöxtunarkrafa sambærilegra verðtryggðra bréfa hafði lækkað um 0,1-0,4 prósentur á milli funda.

Vextir óverðtryggðra inn- og útlána viðskiptabanka lækkuðu í meginatriðum í takt við vaxtalækkun bankans í október sl. Vextir sambærilegra verðtryggðra lána voru hins vegar óbreyttir. Meðalvextir sjóðfélagalána lífeyrissjóða voru einnig nánast óbreyttir á milli funda.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs var nánast óbreytt á milli funda. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum mældist um 0,8% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart skuldabréfi Þýskalands var um 1 prósentu.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar óbreyttra vaxta í nóvember. Vísuðu þær helst til þess að raunvextir hefðu lækkað á milli funda og að enn ríkti óvissa um aðhald í ríkisfjármálum á komandi misserum.

Leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja jókst vítt peningamagn (M3) um 8,3% milli ára á þriðja fjórðungi ársins sem er svipaður vöxtur og var á öðrum ársfjórðungi. Líkt og á síðasta ári skýrist vöxtur peningamagns á þriðja ársfjórðungi að mestu leyti af auknum innlánnum heimila þó að vöxturinn hafi verið á breiðari grunni.

Útlánavöxtur til innlendra aðila hefur haldið áfram að aukast. Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda stækkaði heildarstofn útlána lánakerfisins til innlendra aðila um 5½% milli ára á þriðja ársfjórðungi en á fyrstu tveimur fjórðungum ársins var vöxturinn um 3½%. Vöxturinn á þriðja fjórðungi var um 6½% ef stofn lána í erlendum gjaldeyri er reiknaður á föstu gengi. Sem fyrr skýrist útlánavöxturinn af auknum útlánnum til heimila og fyrirtækja. Útlán til heimila jukust um tæplega 5½% milli ára á þriðja ársfjórðungi sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda en útlán til atvinnufyrirtækja um tæplega 7% og hefur vöxturinn ekki verið meiri frá því rétt eftir fjármálakreppuna. Reiknaður á föstu gengi hafði stofn útlána til fyrirtækja aukist um u.þ.b. 9½% milli ára á fjórðungnum.

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði hækkað um 2,1% á milli funda og var svipuð og um síðustu áramót. Velta á aðalmarkaði var um 550 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins eða um 13,5% meiri en á sama tímabili í fyrra.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 9,8 ma.kr. í október samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Á sama tíma í fyrra var 1,8 ma.kr. afgangur á föstu gengi. Bætt hafði í vöxt innflutnings frá októberfundi peningastefnunefndar en hann hafði hjaðnað í sumar eftir mikinn vöxt á vormánuðum. Síðastliðna tvo mánuði hefur verðmæti innflutnings án skipa og flugvéla aukist um 35% milli ára og hefur tveggja mánaða vöxtur ekki verið jafn mikill frá því í febrúar 2006. Mikinn vöxt innflutnings má einkum rekja til aukins vaxtar innflutningsverðmætis fjárfestingarvöru, eldsneytis og smurólú. Á sama tíma hefur hægt á nafnvexti útflutnings vegna hægari vaxtar útflutningsverðmætis iðnaðarvöru og sjávarafurða. Á fyrstu tíu mánuðum ársins var halli á vöruviðskiptum Íslands 149 ma.kr. en á sama tíma í fyrra var 79 ma.kr. halli. Verðmæti útflutnings jókst um 7% á tímabilinu á föstu gengi og verðmæti innflutnings um 20%.

Heimsmarkaðsverð áls stóð í stað frá fundi nefndarinnar í október en meðalverð í október var hins vegar 28% hærra en fyrir ári. Bráðabirgðatölur um verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum benda til að verð þeirra hafi lækkað um 1,3% milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi eftir að hafa hækkað um ríflega 1% á öðrum fjórðungi. Olíuverð hækkaði um 12,5% milli funda og um ríflega þriðjung frá sama tíma í fyrra.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 2,4% milli mánaða í október og var 98,9 stig eftir 8,8% lækkun á tímabilinu júní til september. Hækkunin milli ára reyndist 4% í október og má rekja hana til 3,5% hækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var um 0,5 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands. Raungengið í október var 21% hærra en 25 ára meðaltal þess og 14% hærra á fyrstu 10 mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra.

### **Innlendur þjódarbúskapur og verðbólga**

Launavísitalan hækkaði um 2,1% milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins og um 7,3% milli ára. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna var 5,5% meiri á fjórðungnum en á sama tíma árið 2016.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu benda til þess að á þriðja ársfjórðungi hafi hún verið áþekkt því sem var á fyrri hluta ársins. Greiðslukortavelta jókst um tæp 13% á fjórðungnum og fjölgun nýskráðra bifreiða milli ára nam 29% á fjórðungnum.

Væntingavísitala Gallup hækkaði um 18,5 stig milli mánaða í október og mældist 125,3 stig sem er 19 stigum minna en á sama tíma í fyrra. Á undanförunum mánuðum hafði dregið úr bjartsýni heimila eftir að hafa mælst mikil í sögulegu samhengi framan af ári.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok október, stóð nærri í stað milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en hafði hækkað um 18,9% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,5% milli mánaða í september þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og um 19,6% milli ára. Árshækkun fasteignaverðs hefur hjaðnað nokkuð frá því í maí sl. þegar hún náði hámarki í 23,5%. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 7% á fyrstu níu mánuðum ársins miðað við sama tíma í fyrra. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var um 3,2 mánuðir í september samanborið við 1,7 mánuði á sama tíma í fyrra.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,5% í október frá fyrri mánuði og mældist ársverðbólga 1,9%. Verðbólga hafði því aukist um 0,5 prósentur frá októberfundi nefndarinnar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hins vegar lækkað um 2,3% frá fyrra ári. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu til þess að hún hefði aukist milli mánaða og verið á bilinu ½-2%.

Helsti áhrifapáttur hækkunar vísitölnnar í október var veruleg hækkun matvöruverðs. Kostnaður vegna eigin húsnæðis lækkaði hins vegar lítilega milli mánaða og er það í fyrsta sinn í meira en tvö ár. Verð almennrar þjónustu hafði í október hækkað um 0,2% milli ára.

Verðbólguvæntingar markaðsaðila, bæði til skamms og langs tíma, hafa lítið breyst undanfarna mánuði. Samkvæmt könnun Seðlabankans sem framkvæmd var í byrjun nóvember bjuggust markaðsaðilar við að verðbólga yrði um 2,5% bæði eftir eitt og tvö ár og einnig að meðaltali á næstu fimm og tíu árum. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hafði lítið breyst milli funda og mældist álagið 2,5% til fimm ára og 2,8% til tíu ára.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 15. nóvember 2017 eykst verðbólga í 1,9% á lokafjórðungi ársins. Gangi það eftir verður verðbólga á árinu öllu að meðaltali 1,8% og yrði það fjórða árið í röð sem meðalverðbólga er við eða undir 2%. Er það lengsta skeið svo líttillar og stöðugrar verðbólgu frá því í efnahagskreppunni á fyrri hluta tíunda áratugar síðustu aldar. Grunnspáin gerir ráð fyrir að verðbólga þokist upp í markmið er líða tekur á næsta ár og að hún verði nálægt markmiðinu á meginhluta spátímans. Horfur eru því á að verðbólga verði minni en spáð var í ágúst á meginhluta spátímans og skýrist það fyrst og fremst af því að talið er að framleiðsluspenna verði minni og að launakostnaður á framleidda einingu hækki minna en áður var talið.

Samkvæmt grunnspánni heldur gengi krónunnar áfram að hækka framan af spátímanum. Þessi tæknilega forsenda um þróun gengis krónunnar á spátímanum litast annars vegar af horfum um hagvöxt og vaxtamun gagnvart útlöndum og hins vegar af mati á jafnvægisraungengi krónunnar sem talið er að hafi hækkað á undanförunum misserum samhliða batnandi viðskiptakjörum, meiri viðskiptaafgangi og bættri ytri stöðu þjóðarþúsins. Endurskoðað mat á jafnvægisraungengi bendir til þess að raungengið sé nálægt jafnvægisgildi sínu eða jafnvel eitthvað undir því. Þetta mat er hins vegar háð töluverðri óvissu. Einnig er mikil óvissa um fjármagnsstrauma til og frá landinu sem gæti haft áhrif á gengisþróunina til skemmri tíma. Frá því að fjármagnshöft voru losuð fyrr á þessu ári hafa ekki sést merki um stórfellt fjármagnsútlæði.

Samkvæmt grunnspánni er gert ráð fyrir að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði 2,2% í ár og hafa horfur lítillaga batnað frá síðustu spá. Vegur þar þyngst kraftmeiri efnahagsbati á evrusvæðinu en hagvaxtarhorfur í Bandaríkjunum eru einnig taldar lítillaga betri. Á móti vega vísbendingar um lakari hagvöxt í Bretlandi en áður var spáð. Líkt og í ágúst er talið að heldur hægi á hagvexti í helstu viðskiptalöndum á næsta ári og að hann verði um 2% á ári á næstu þremur árum.

Á síðasta ári rýrnuðu viðskiptakjör vöruviðskipta um liðlega 2% en viðskiptakjör í heild bötnuðu. Horfur eru á að framhald verði á þessari þróun í ár: viðskiptakjör vöru rýrna um liðlega 2% til viðbótar en í heild batna viðskiptakjör um tæplega 1%. Þetta er óhagstæðari þróun en spáð var í ágúst og skýrist hún fyrst og fremst af mun lakara verði sjávarafurða á þriðja fjórðungi ársins. Við bætist hraðari hækkun olíu- og hrávöruverðs en á móti vegur hagstæðari þróun álverðs. Samkvæmt spánni halda viðskiptakjör vöru áfram að rýrna á næstu árum en viðskiptakjör vöru og þjónustu standa nokkurn veginn í stað.

Á fyrri hluta þessa árs jókst útflutningur vöru og þjónustu um ríflega 6% frá fyrra ári og horfur eru á að vöxturinn á árinu öllu verði svipaður. Þótt hægt hafi á vextinum frá síðustu árum er hann enn ágætur, sérstaklega þegar haft er í huga að eftirspurn helstu viðskiptalanda hefur að meðaltali aukist um u.þ.b. 3% á ári undanfarin ár. Vöxturinn er hins vegar nokkru minni en spáð var í ágúst og skýrist það annars vegar af því að þjónustuútflutningur jókst minna á fyrri hluta ársins en áður hafði verið talið og horfur eru á hægari vexti það sem eftir lifir árs. Skýringar á lakari horfum fyrir útflutning í ár eru að vöxtur útflutningsframleiðslu sjávarafurða á þriðja ársfjórðungi var mun minni en áður, en talið er líklegt að hægari hafi gengið að vinna upp framleiðslutap sem varð í kjölfar verkfalls sjómanna í ársbyrjun. Auk þess er búist við að kísilútflutningur verði minni í ár en áður var áætlað. Líkt og í fyrri spá bankans er gert ráð fyrir að áfram muni hægja á vexti útflutnings á næstu árum.

Hagvöxtur mældist 10,4% á seinni hluta árs 2016 en samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar hægði töluvert á vextinum á fyrri hluta þessa árs. Hann mældist 5,2% á fyrsta ársfjórðungi og minnkaði enn frekar í 3,4% á öðrum ársfjórðungi. Hjöðnun hagvaxtar var að nokkru leyti fyrrsjáanleg vegna þróunar útflutnings. Hjöðnunin var hins vegar nokkru meiri en

gert var ráð fyrir í ágúst. Þá var spáð 5,6% hagvexti á fyrri hluta þessa árs en samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst landsframleiðslan um 4,3%. Hagvöxtur í ár verður minni en áður var spáð eða 3,7% í stað 5,2%. Horfur fyrir næstu ár hafa hins vegar lítið breyst. Á næsta ári er spáð 3,4% hagvexti, sem er áþekkur vöxtur og í ár og lítillega meiri en spáð var í ágúst, en að hann hjaðni síðan í átt að því sem sögulega hefur verið langtímaleitnivöxtur og verði u.þ.b. 2,5% á árunum 2019-2020.

Vísbendingar um að tekið sé að hægja á vexti efnahagssumsvifa má finna á vinnumarkaði. Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar fjölgaði störfum um 1,8% á öðrum fjórðungi en á þeim þriðja stóð fjöldinn í stað. Fækkun meðalvinnustunda olli því að heildarvinnustundir drógust saman á fjórðungnum í fyrsta sinn síðan árið 2012. Þetta er athyglisvert í ljósi þess að erlendum ríkisborgurum sem flytjast til landsins fjölgar enn og að fólki á vinnualdri fjölgar hratt. Ekki er útilokað að þetta endurspegli að hluta mælivanda í könnuninni og því ber að túlka niðurstöðurnar með nokkrum fyrirvara. Þó virðist ljóst að tekið sé að hægja á vexti vinnuafleiftirspurnar. Atvinnuleysi minnkar enn og mældist 2,3% á þriðja ársfjórðungi að teknu tilliti til árstíðar.

Talið er að heildarvinnustundum muni fjölga svipað það sem eftir lifir árs og það sem af er ári eða um liðlega 1%. Það er töluvert minni fjölgun en spáð var í ágúst. Hlutfall starfandi verður tæplega 1 prósentu lægra í ár en áður var talið og helst munurinn út spátímann. Spáð er að atvinnuleysi verði um 2,6% að meðaltali í ár og hefur það þá lækkað um 0,4 prósentur frá fyrra ári og tæplega 6 prósentur frá því að það var hæst seint árið 2010. Talið er að mikill innflutningur vinnuafls haldi aftur af launahækkunum og því sé jafnvægisatvinnuleysið heldur lægra en áður var talið. Mælt atvinnuleysi eykst því heldur hægar á næstu árum en áður var spáð og verður rétt yfir 3% í lok spátímans.

Laun hafa hækkað mikið undanfarin misseri og hefur hækkunin vegið á móti áhrifum innfluttrar verðhjöðunar og gengishækkunar krónunnar á verðbólgu. Aukin framleiðni vinnuafls vegur einnig á móti áhrifum launahækkana á verðbólgu. Í ár er spáð tæplega 4% hækkun launakostnaðar á framleidda einingu. Um það ríkir þó nokkur óvissa sem tengist hugsanlegum mælivanda á umfangi erlends vinnuafls á Íslandi. Vanmat á því leiðir til ofmats á framleiðni vinnuafls og vanmats á launakostnaði á framleidda einingu. Spáð er að launakostnaður á framleidda einingu hækki um u.þ.b. 5% á ári á næstu tveimur árum en það er töluvert meiri hækkun en samrýmist markmiði um 2,5% verðbólgu til lengdar. Þegar kemur fram á árið 2020 er gert ráð fyrir að hækkun launakostnaðar verði í betra samræmi við markmiðið. Horfur eru því á að launakostnaður á framleidda einingu hækki minna í ár en gert var ráð fyrir í ágúst en horfur fyrir næstu ár eru hins vegar áþekkar því sem gert var ráð fyrir þá.

Endurskoðun Hagstofunnar á hagvexti undanfarinna ára gerir það að verkum að framleiðsluspenna er metin meiri í árslok 2016 en í ágústspá bankans. Horfur á hægari hagvexti í ár valda því hins vegar að gert er ráð fyrir minni spennu í ár. Talið er að hún verði tæplega 2% af framleiðslugetu í lok árs sem er 1 prósentu minni spenna en spáð var í ágúst. Líkt og þá er talið að spennan haldi áfram að minnka og verði nánast horfin í árslok 2020.

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. Breytingar á ýmsum lykilforsendum gætu leitt til efnahagsframvindu sem er frábrugðin því sem grunnspáin gerir ráð fyrir.

Verðbólga gæti orðið meiri en í grunnspá bankans. Þannig er atvinnuleysi t.d. mjög lítið og margir kjarasamningar verða fljótlega lausir. Samningsbundnar launahækkanir gætu því orðið meiri en grunnspáin gerir ráð fyrir og launaskrið gæti verið vanmetið. Þar sem svigrúm innlendra fyrirtækja, sérstaklega fyrirtækja í útflutnings- og samkeppnisgreinum, er líklega takmarkað eða uppuríð er hætta á að miklar launahækkanir fari hraðar og í ríkari mæli út í verðlag en í kjölfar síðustu kjarasamninga þegar viðskiptakjarabati jók svigrúm fyrirtækja til að taka á sig kostnaðarhækkanir. Forsenda grunnspár um áframhaldandi hækkun á gengi krónunnar út næsta ár og hægari hækkun húsnæðisverðs gæti einnig reynst röng. Þá gæti spennan í þjóðarbúinu verið vanmetin, m.a. vegna þess að vöxtur framleiðslugetu þess sé ofmetinn, en talið hefur verið að hann hafi verið töluvert yfir sögulegu meðaltali undanfarið vegna mikils innflutnings framleiðsluþátta. Spennan í þjóðarbúinu gæti einnig reynst vanmetin slakni meira á aðhaldi í opinberum fjármálum en grunnspáin gerir ráð fyrir. Allt þetta gæti reynt á nýfengna kjölfestu verðbólguvæntinga.

Verðbólga gæti einnig orðið minni en búist er við í grunnspánni. Gengi krónunnar gæti hækkað meira en spáin gerir ráð fyrir, t.d. ef ytri skilyrði reynast hagfelldari. Hægari alþjóðlegur hagvöxtur og veikari bati heimsmarkaðsverðs hrávöru og olíu gæti hægt enn frekar á innlendum efnahagssumsvifum og dregið á langinn áhrif innfluttrar verðhjöðnunar á verðbólgu hér á landi. Hjöðnun hækkunar húsnæðisverðs gæti einnig orðið hraðari en gert er ráð fyrir. Þá gætu áhrif aukinnar alþjóðlegrar samkeppni á svigrúm innlendra smásölufyrirtækja til verðhækkana verið vanmetin. Þótt í grunnspánni sé leitast við að taka tillit til áhrifa mikils innflutnings framleiðsluþátta á framleiðslugetu þjóðarbúsins, gæti framleiðslugetan samt sem áður verið vanmetin og verðbólguþrýstingur sem rekja má til stöðu hagsveiflunnar því ofmetinn.

## II Vaxtaákvörðunin

Nefndin fjallaði um nýlega skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, stöðu fjármálastofnana og áhættu í fjármálakerfinu.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu haldist nánast óbreyttir milli funda. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í október hafði nefndin ákveðið að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur í ljósi merkja um minnkandi spennu í þjóðarbúskapnum.

Nefndarmenn tóku í því sambandi mið af nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 15. nóvember en samkvæmt henni hægir töluvert á hagvexti í ár. Er það meira en bankinn hafði spáð í ágúst en í samræmi við mat nefndarinnar á fundinum í október. Samkvæmt spánni er gert ráð fyrir að saman fari hægari vöxtur útflutnings eftir hraðan vöxt undanfarin ár, um leið og nokkuð bætir í vöxt innflutnings. Sumir nefndarmenn töldu sumt benda til þess að ekki hægði eins mikið á umsvifum í þjóðarbúskapnum og gögn sem byggt væri á í spánni gæfu til kynna. Í því sambandi var bent á að algengt væri að fyrstu tölur þjóðhagsreikninga vanmætu fjárfestingu. Jafnframt hefði bæst í vöxt útlána að undanfögnu.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina, m.a. þá stöðu að verðbólga hefði verið undir markmiði í nær fjögur ár, færi samkvæmt spánni í markmið um mitt næsta ár og yrði nálægt markmiðinu út spátímann. Horfði nefndin til þess að áfram hefði dregið úr verðhækkun á húsnæðismarkaði sem hefði verið helsti drifkraftur verðbólgunnar á þeim tíma sem verðbólga hefði verið undir markmiði. Var það mat nefndarmanna að haldi þróunin áfram ætti það að vega á móti

minnkandi áhrifum gengishækkunar krónunnar. Bent var á að miðað við nýjustu verðbólguölur færi munurinn á milli verðbólgu með og án húsnæðis minnkandi.

Þá horfði nefndin til þess að gengi krónunnar hefði hækkað frá síðasta fundi. Töldu nefndarmenn ánægjulegt að gengisflökt hefði minnkað síðustu mánuði, verðbólguvæntingar væru í ágætu samræmi við verðbólgu markmiðið og gengissveiflur á árinu hefðu haft tiltölulega lítil áhrif á verðbólgu og verðbólguvæntingar.

Nefndin ræddi að nokkuð hefði slaknað á aðhaldi ríkisfjármála í ár og undanfarin tvö ár en samkvæmt fyrirliggjandi fjárlagafrumvarpi ætti það að ganga að nokkru leyti til baka á næstu árum. Nefndarmenn töldu hins vegar að töluverð óvissa væri um afdrif fjárlagafrumvarpsins og ljóst væri að peningalegt aðhald þyrfti að vera meira en ella ef enn frekar slaknaði á aðhaldsstigi ríkisfjármála á næstu árum.

Nefndarmenn voru sammála um að flestar vísbendingar væru um að spennan í þjóðarbúskapnum kunni að hafa náð hámarki en að hún yrði þó áfram umtalsverð. Nefndarmenn töldu að það myndi kalla á áframhaldandi peningalegt aðhald svo að tryggja mætti verðstöðugleika til meðallangs tíma. Nefndin taldi að minni spenna og betri verðbólguhorfur væru u.þ.b. í samræmi við það sem hún hafði gert ráð fyrir þegar ákveðið var að lækka vexti í október og raunvextir bankans væru einnig svipaðir og þeir voru eftir ákvörðunina þá. Í þessu ljósi taldi enginn nefndarmaður 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 innlánum, yrðu 4,25%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4%, vextir af lánnum gegn veði til sjö daga 5% og daglánvextir 6%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Voru nefndarmenn sammála um að núverandi aðhald peningastefnunnar virtist að svo stöddu duga til þess að verðbólga verði að jafnaði við markmið. Hvort það reynist rétt muni á komandi misserum ráðast af framvindu efnahagsmála, þ.m.t. stefnunni í opinberum fjármálum og niðurstöðu kjarasamninga.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhaf fræðingur

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 13. desember 2017.





*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2017

Birt: 27. desember 2017

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 11. og 12. desember 2017, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 13. 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 þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 15. nóvember 2017.

#### Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar lækkaði gengi krónunnar um 1,6% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 1,3% gagnvart Bandaríkjadal, 1,8% gagnvart evru og um 3,0% gagnvart bresku pundi. Á milli funda átti Seðlabankinn engin viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri. Hrein gjaldeyriskaup bankans hafa numið um 70,3 ma.kr. (603 milljónum evra) á árinu. Velta Seðlabankans á millibankamarkaði með gjaldeyri hefur numið tæplega 21% af heildarveltu ársins.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans var nánast óbreytt frá nóvemberfundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru enn um 1,8% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum.

Vextir á millibankamarkaði með krónur voru óbreyttir á milli funda. Engin velta var á markaðnum á tímabilinu en hafði verið um 123,8 ma.kr. frá áramótum sem var talsvert meira en á sama tímabili í fyrra.

Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa hafði lítið breyst á milli funda. Krafa óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um allt að 0,1 prósentu en krafa flestra verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði lækkað um 0,1 prósentu. Þá voru vextir inn- og útlána fjármálafyrirtækja nánast óbreyttir frá nóvemberfundinum.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hafði lækkað lítillega á milli funda. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum hafði lækkað um 0,1 prósentu og mældist 0,7% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart skuldabréfi Þýskalands minnkaði um tæplega 0,3 prósentur og var um 0,8 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu flestar óbreyttra vaxta í desember en einhverjar þeirra væntu þó 0,25 prósentna lækkunar. Sem rök fyrir óbreyttum vöxtum nefndu þær að verðbólguhorfur væru nánast óbreyttar, nýbirtir þjóðhagsreikningar sýndu að hagvöxtur á fyrstu níu mánuðum ársins hafði verið meiri en Seðlabankinn spáði í nóvember og enn ríkti óvissa um aðhald í ríkisfjármálum á komandi misserum og um niðurstöður kjarasamninga. Minni vöxtur útflutnings og einkaneyslu en spáð var í nóvember voru talin helstu rök fyrir lækkun vaxta.

Lítillaga hafði hægt á vexti víðs peningamagns. Leiðrétt fyrir innlánum fallinna fjármálafyrirtækja jókst M3 um 6,7% milli ára í október en ársvöxturinn hafði verið 8,3% á þriðja ársfjórðungi. Ársvöxtur innlána heimila var enn hraður en hægt hafði á vexti innlána atvinnufyrirtækja og fyrirtækja í fjármálageiranum.

Útlánavöxtur til innlendra aðila var áfram nokkur. Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda stækkaði heildarstofn útlána lánakerfisins til innlendra aðila um tæplega 6% að nafnvirði milli ára í október samanborið við 5½% vöxt á þriðja ársfjórðungi. Vöxturinn í október var um 6½% ef stofn lána í erlendum gjaldeyri er reiknaður á föstu gengi. Sem fyrr skýrist útlánavöxturinn af auknum útlánum til heimila og fyrirtækja. Útlán til heimila jukust um 5% að nafnvirði milli ára í október sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda en útlán til atvinnufyrirtækja um 8%. Reiknaður á föstu gengi hafði stofn útlána til fyrirtækja aukist um u.þ.b. 9½% milli ára í október.

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði lækkað um 4,4% á milli funda og um 4,6% frá áramótum. Velta á aðalmarkaði var um 600 ma.kr. á fyrstu ellefu mánuðum ársins eða um 14% 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 meiri á heimsvísu í ár og á næsta ári en stofnunin hafði spáð í júní. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur á heimsvísu verði 3,6% í ár og 3,7% á næsta ári sem er um 0,1 prósentu meiri vöxtur bæði árin en stofnunin spáði í júní. Spá um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár hefur verið endurskoðuð upp á við um 0,3 prósentur í 2,3%. Þá hefur spáin fyrir næsta ár einnig verið endurskoðuð til hækkunar í 2,2%. Hagvöxtur viðskiptalandanna samkvæmt spánni er meiri en búist var við í nóvemberspá *Peningamála* en þar var gert ráð fyrir 2,2% hagvexti á þessu ári og 2% vexti á því næsta. Stofnunin endurskoðaði verðbólguþá fyrir viðskiptalönd Íslands í ár niður á við um 0,2 prósentur í 1,8% en spáin fyrir næsta ár er óbreytt, einnig 1,8%.

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 13 ma.kr. í nóvember og 156 ma.kr. á fyrstu ellefu mánuðum ársins á föstu gengi samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Á sama tíma í fyrra var 88 ma.kr. halli. Verðmæti útflutnings jókst um 9% á föstu gengi milli ára og verðmæti

innflutnings um 21%. Þriggja mánaða vöxtur innflutnings nam 30% og hefur hann ekki mælt jafn mikill frá því í júlí 2006. Mikinn vöxt innflutnings má einkum rekja til aukins vaxtar innflutningsverðmætis flutningatækja, eldsneytis, smurólíu og fjárfestingarvöru. Á sama tíma hefur hægt á nafnvexti útflutnings, einkum vegna hægari vaxtar útflutningsverðmætis sjávarafurða.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð lækkaði álverð um ríflega 4% frá fundi peningastefnufndar í nóvember en meðalverð í nóvember var 21% hærra en fyrir ári. Bráðabirgðatölur um verðþróun sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum benda til þess að verð þeirra hafi hækkað milli mánaða í október en það lækkaði um 0,6% á fyrstu tíu mánuðum ársins miðað við sama tíma í fyrra. Olíuverð hækkaði um 1,8% milli funda og um 14% milli ára.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 1,1% milli mánaða í nóvember og var 99,3 stig. Hafði það hækkað um 3,2% frá því að það var lægst í september. Fyrstu ellefu mánuði ársins hækkaði raungengið um 13% milli ára vegna 13,3% hækkunar nafngengis krónu og 0,1 prósentu minni verðbólgu hér á landi en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í desember var árhagvöxtur 3,1% á þriðja ársfjórðungi 2017. Á fjórðungnum jukust þjóðarútgjöld um 10,7% þar sem neysla og fjárfesting uxu um 8,6% milli ára. Framlag birgðabreytinga á fjórðungnum var því óvanalega mikið. Útflutningur stóð svo til í stað milli ára en innflutningur jókst um 11,6% og var framlag utanríkisviðskipta því neikvætt. Á fyrstu níu mánuðum ársins jókst landsframleiðslan um 4,3% þar sem vógust á 7,4% vöxtur þjóðarútgjalda og neikvætt framlag utanríkisviðskipta. Helstu burðarásar hagvaxtar tímabilsins voru einkaneysla og útflutt þjónusta.

Hagvöxtur á fyrstu þremur fjórðungum ársins var meiri en spáð var í *Peningamálum* í nóvember. Meginskýring þess felst í að framlag birgðabreytinga var umtalsvert meira á þriðja fjórðungi en búist var við, fjárfesting jókst hraðar og við endurskoðun þjóðhagsreikninga fyrir fyrri hluta ársins var hagvöxtur þess tímabils hækkaður úr 4,3% í 4,9%.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 68,1 ma.kr. á þriðja ársfjórðungi eða sem nemur 9,9% af landsframleiðslu. Þetta er minni afgangur en á sama tíma í fyrra þegar jöfnuðurinn var jákvæður um 15,3% af landsframleiðslu. Afgangurinn á fjórðungnum stafar af 118 ma.kr. afgangi af þjónustuviðskiptum en á móti vó 47 ma.kr. halli af vöruskiptum og 2 ma.kr. halli af jöfnuði frumþáttatekna og rekstrarframlaga. Endurskoðun á áður birtum tölum sýnir rúmlega 1 ma.kr. minni afgang á fyrri helmingi ársins.

Ágætur viðskiptaafgangur á fjórðungnum ásamt hagstæðum verð- og gengisáhrifum gerðu það að verkum að hrein erlend staða var jákvæð um sem nam 4,3% af landsframleiðslu en hún hafði verið neikvæð á fjórðungnum á undan. Endurskipulagning á starfsemi félaga í lyfjaiðnaði leiddi til mikilla breytinga á erlendum eignum og skuldum. Lækkuðu eignir lyfjafyrirtækja um 365 ma.kr. (14% af landsframleiðslu) og skuldir um 340 ma.kr. (13% af landsframleiðslu) á þriðja ársfjórðungi.

Það sem af er fjórða ársfjórðungi gefa helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á borð við greiðslukortaveltu og nýskráningar bifreiða til kynna að vöxtur eftirspurnar heimila sé enn kröftugur. Framsýnni vísbendingar eins og væntingar stjórnenda fyrirtækja í verslun til þróunar innlendar eftirspurnar eru jafnframt sterkari en á fjórðungnum á undan. Væntingavísitala Gallup var einnig að jafnaði hærri í október og nóvember en á þriðja ársfjórðungi. Í nóvember

mældist vísitalan 124 stig sem er um 9 stigum lægra en á sama tíma í fyrra þrátt fyrir hækkun frá þriðja ársfjórðungi.

Samkvæmt niðurstöðum vetrarkönnunar Gallup sem framkvæmd var í nóvember og desember meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna mjög góð og stjórnendur voru minna svartsýnir um horfurnar á næstu sex mánuðum en í haustkönnuninni. Viðhorf þeirra var hins vegar nokkru lakara en í sumarkönnuninni. Um 73% stjórnenda töldu núverandi aðstæður góðar og um 23% þær hvorki góðar né slæmar. Horft til næstu sex mánaða töldu tæp 11% þeirra að aðstæður í efnahagslífinu myndu batna og um 65% að aðstæður myndu haldast óbreyttar (þ.e. góðar). Viðhorf stjórnenda í öllum greinum nema samgöngum, ferðaþjónustu og iðnaði voru jákvæðari en í september en neikvæðari en fyrir ári í öllum greinum nema sjávarútvegi. Stjórnendur fyrirtækja í iðnaði, sjávarútvegi, samgöngum og ferðaþjónustu voru svartsýnni um aðstæður eftir sex mánuði en aðrir stjórnendur og viðhorfum stjórnenda fyrirtækja í samgöngum og ferðaþjónustu hrakaði mest frá haustkönnuninni. Rúmlega 24% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu verri eftir sex mánuði, lítillaga fleiri en á sama tíma í fyrra. Viðhorf til innlendarar eftirspurnar voru litlu jákvæðari en í haustkönnuninni en viðhorf til erlendarar eftirspurnar voru töluvert jákvæðari.

Samkvæmt vetrarkönnuninni vildu 15 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki umfram þau sem vildu fækka því á næstu sex mánuðum sé leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu. Það eru heldur færri fyrirtæki en í haustkönnuninni en 14 prósentum færri en í vetrarkönnuninni í fyrra. Viðhorfin voru neikvæðust í sjávarútvegi þar sem 18 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fækka umfram þau sem vildu fjölga starfsfólki en áfram voru viðhorf jákvæðust í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu þar sem tæplega helmingur fyrirtækja vildi fjölga starfsfólki umfram þau sem vildu fækka því. Hlutfall fyrirtækja sem vildu fjölga starfsfólki umfram þau sem vildu fækka því var á bilinu 15-22 prósentur í öðrum atvinnugreinum.

Sé leiðrétt fyrir árstíð töldu um 32% stjórnenda vera skort á starfsfólki sem er lítillaga lægra hlutfall en í síðustu könnun. Hæst var hlutfallið í byggingarstarfsemi þar sem 40% stjórnenda töldu sig búa við skort á starfsfólki en minnstur var skorturinn í verslun þar sem 19% stjórnenda áttu í erfiðleikum með að manna störf. Í öðrum atvinnugreinum var hlutfallið á bilinu 22-38%.

Um 53% stjórnenda töldu fyrirtæki sitt eiga í vandræðum með að mæta óvæntri eftirspurn, sé litið framhjá árstíðarsveiflu. Hlutfallið var lítillaga hærra en í haustkönnuninni. Um 2/3 stjórnenda í sjávarútvegi og byggingarstarfsemi voru svartsýnir á að geta mætt óvæntri eftirspurn. Minnst var áraunin á framleiðsluþætti í verslun þar sem um þriðjungur stjórnenda taldi erfitt að mæta óvæntri eftirspurn. Hlutfallið lá á bilinu 36-57% í öðrum atvinnugreinum.

Launavísitalan hækkaði um 0,1% milli mánaða í október og um 7,2% milli ára. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna var 5,2% meiri í mánuðinum en á sama tíma í fyrra.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í nóvember, hækkaði um 0,7% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en um 18,1% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,7% milli mánaða í október þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og um 17,6% milli ára. Árshækkun fasteignaverðs heldur því áfram að hjaðna eftir að hafa náð hámarki í tæpum 24% í maí. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 6,4% á fyrstu tíu mánuðum ársins miðað við sama tíma í fyrra. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var um 2,7 mánuðir í október samanborið við 1,8 mánuði á sama tíma í fyrra.

Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,16% milli mánaða í nóvember og mældist ársverðbólga 1,7%. Hún hafði hjaðnað um 0,2 prósentur frá fyrri mánuði. Vísitala neysluverðs án húsnæðis

hafði hins vegar lækkað um 2,3% frá nóvember í fyrra. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu flestir til þess að hún hefði aukist í nóvember og verið á bilinu 0,7-2%.

Lækkun flugfargjalda til útlanda hafði mest áhrif í nóvember eða um 0,2 prósentur. Einnig hafði verðlækkun á fatnaði og skóm töluverð áhrif sem er óvanalegt í nóvembermánuði. Sá undirliður hefur lækkað um tæplega 9% milli ára. Á móti vó aukinn kostnaður vegna eigin húsnæðis í nóvember en áfram hefur dregið úr hækkunum þessa undirliðar að undanfögnu. Verð almennrar þjónustu hefur lækkað um 0,5% frá fyrra ári og hefur þjónustuverðbólga hjaðnað frá síðasta fundi.

Samkvæmt vetrarkönnun Gallup sem framkvæmd var í nóvember og desember mældust verðbólguvæntingar heimila tæplega 3% og voru nánast óbreyttar frá haustkönnuninni. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára lækkuðu hins vegar um 0,2 prósentur milli kannana og námu 3%. Í sambærilegri könnun væntu stjórnendur fyrirtækja að verðbólga verði 2,5% að ári liðnu og 3% eftir tvö ár og hafa verðbólguvæntingar þeirra lítið breyst frá haustkönnuninni. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur lítið breyst frá nóvemberfundi peningastefnunefndar og mældist álagið til fimm ára um 2,6% og álagið til tíu ára um 2,8%.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti nefndina um vinnu sem væri að hefjast innan Seðlabankans við yfirferð á öllum stjórnstækjum bankans.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu haldist óbreyttir milli funda. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í nóvember hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum óbreyttum í ljósi þess að flestar vísbendingar bentu þá til þess að spennan í þjóðarbúskapnum kynni að hafa náð hámarki.

Nefndarmenn ræddu nýlega birta þjóðhagsreikninga en samkvæmt þeim var hagvöxtur 4,3% á fyrstu níu mánuðum ársins, sem er meiri vöxtur en fyrri tölur höfðu gefið til kynna. Að mati nefndarmanna bentu reikningarnir til þess að hagvöxtur yrði meiri á árinu öllu en spáð var í nóvemberhefti *Peningamála*. Nefndarmenn voru einnig sammála um að samsetning hagvaxtar væri óhagstæðari en spáð var í nóvember að því leyti að áfram hægði á vexti útflutnings en innlend eftirspurn ykist hraðar og að þessi þróun skýrðist að nokkru leyti af meiri slaka í opinberum fjármálum á yfirstandandi ári en gert var ráð fyrir í fyrri spám.

Nefndin var sammála um að verðbólguhorfur hefðu lítið breyst frá síðasta fundi hennar en verðbólga mældist 1,7% í nóvember og hefur verið á bilinu 1½-2% um nokkurt skeið. Að mati nefndarmanna var jákvætt að áfram hefði dregið úr verðhækkunum á húsnæðismarkaði, sem ætti að öðru óbreyttu að stuðla að minni verðbólgu, en á móti myndu áhrif hærra gengis krónunnar fjara út. Einnig var bent á að þar sem hagvöxtur í Evrópu hefði nú tekið vel við sér væri líklegt að innflutt verðhjöðnun yrði minni en verið hefði undanfarin misseri.

Nefndarmenn töldu ánægjulegt að gjaldeyrismarkaðurinn hefði verið í góðu jafnvægi frá síðasta fundi. Gengi krónunnar hefði lítið breyst og dregið úr gengisflökti. Jafnframt væru nýjar mælingar á verðbólguvæntingum í samræmi við verðbólguumarkmiðið og raunvextir bankans hefðu lítið breyst undanfarna mánuði.

Nefndin ræddi hvort breyta ætti vöxtum eða halda þeim óbreyttum. Fram kom í umræðunni að helsta ástæða lækkunar vaxta í október hefði verið merki um minnkandi spennu í þjóðarbúskapnum. Tölur þjóðhagsreikninga sýndu nú að vöxtur innlendar eftirspurnar væri

meiri og aðlögun þjóðarbúskaparins að langtímajafnvægi gæti orðið hægari en spáð var í nóvember. Bent var á að nýju tölurnar sýndu að hagvöxtur á fyrri hluta ársins væri meira í takt við það sem gert hefði verið ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Einnig var bent á að eins og oft áður hefði komið í ljós að fjárfesting hefði verið vanmetin í fyrstu tölum þjóðhagsreikninga og að nýju tölurnar sýndu ört vaxandi fjárfestingu. Ein af ástæðum aukinnar innlendrar eftirspurnar væri inngjöf frá opinberum fjármálum. Hagvöxtur yrði því líklega meiri í ár en gert hefði verið ráð fyrir. Fram kom það sjónarmið að dregið hefði úr líkum á að hægt væri að halda áfram að lækka vexti. Hölluðust nefndarmenn frekar að því að halda vöxtum óbreyttum en einn nefndarmaður taldi þó að jafnvel kynnu að vera rök fyrir hækkun. Nefndarmenn urðu sammála um að rétt væri að halda vöxtum óbreyttum og bíða frekari gagna um framvinduna.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 4,25%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 5% og daglánavextir 6%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndin var sammála um að horfur væru á að spenna í þjóðarbúskapnum yrði áfram umtalsverð sem kallar á peningalegt aðhald. Nefndarmenn voru einnig sammála um að aðhaldið þurfi að vera meira en ella slakni á aðhaldi í ríkisfjármálum á næsta ári miðað við það sem gert var ráð fyrir í nóvember. Voru nefndarmenn sammála um að peningastefnan myndi á komandi misserum ráðast af framvindu efnahagsmála, þ.m.t. stefnunni í opinberum fjármálum og niðurstöðu kjarasamninga.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhaffræðingur

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 7. febrúar 2018.

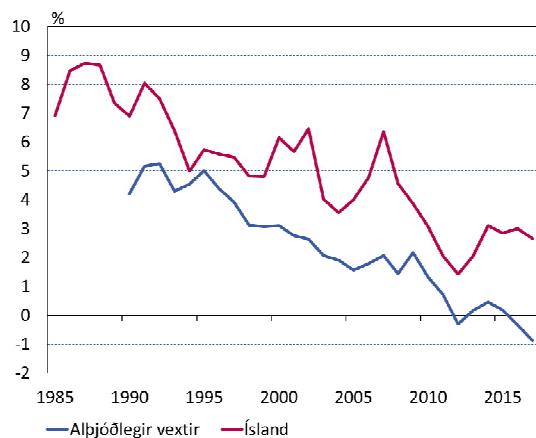
## Vextir, verðtrygging og staða heimilanna

Már Guðmundsson seðlabankastjóri  
Fundur um vexti og verðtryggingu  
Háskólabíó 7. október 2017



## Langtíma raunvextir hafa lækkað á alþjóðlegum vettvangi og einnig hér á landi

Verðtryggðir ríkisskuldabréfavextir 1985-2016<sup>1</sup>

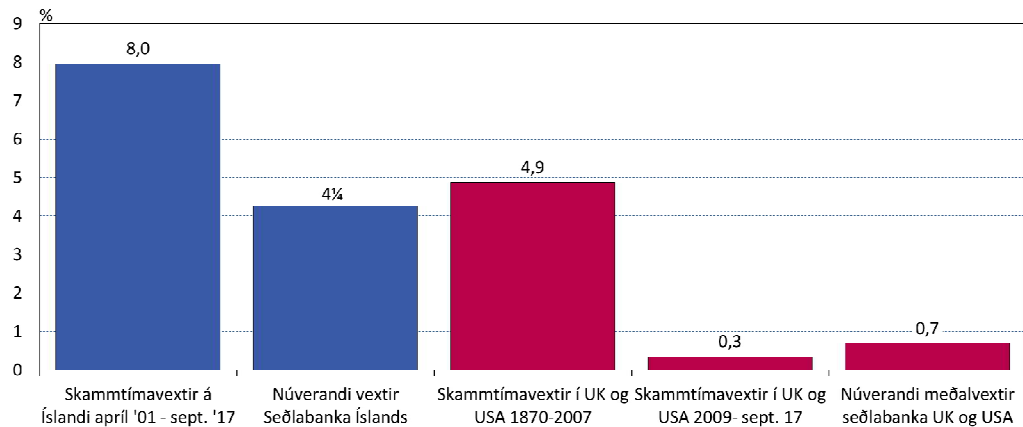


Vextir verðtryggðra íbúðalána frá 1989



1. Verðtryggðir langtíma ríkisskuldabréfavextir (10-20 ára). Alþjóðlegu vextirnir eru einfalt meðaltal fyrir Bandaríkin (frá 1999), Bretland og Þýskaland. Íslensku gögnin eru samsett úr gögnum um frumútbod spariskirteina og ávöxtun íbúðabréfa og verðtryggðra ríkisbréfa. Talan fyrir 2017 er meðaltal fram til loka september.  
Heimildir: Englandsbanki, Seðlabanki Bandaríkjanna, Seðlabanki Evrópu, Íbúðalánasjóður, Seðlabanki Íslands.

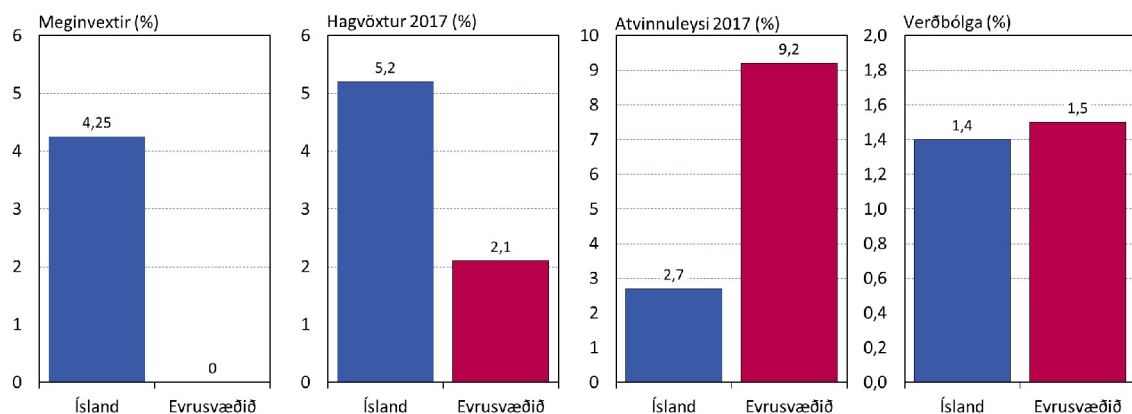
## Seðlabankavextir eru lágir hér á landi í innlendu og alþjóðlegu sögulegu samhengi



Núverandi meginvextir Seðlabanka Íslands og meðaltal meginvaxta seðlabanka Bretlands og Bandaríkjanna og meðaltal skammtímvaxta 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 Research, NBER Working Paper Series, nr. 20501, Seðlabanki Íslands.

## Vaxtamunur gagnvart viðskiptalöndum endurspeglar mismunandi efnahagsástand

Ísland og evrusvæðið: vextir og aðrar hagstærðir<sup>1</sup>



1. Meginvextir þann 6. október 2017 en spá *Peningamála 2017/3* fyrir hagvöxt og atvinnuleysi á Íslandi en septemberspá *Consensus Forecasts* fyrir evrusvæðið. Tölur fyrir verðbólgu eru ársverðbólga í september 2017.  
 Heimildir: Consensus Forecasts, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

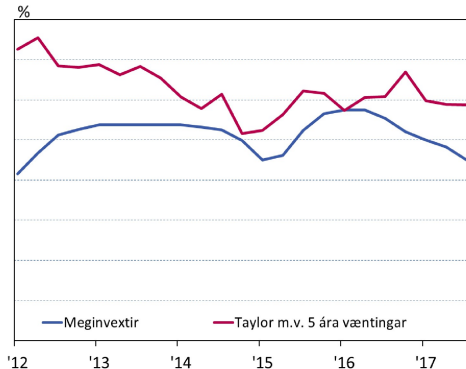


## Núverandi seðlabankavextir með þeim lægstu sem verið hafa síðan verðbólguþröskulmið var tekið upp, sérstaklega með tilliti til efnahagsástands

Meginvextir Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>  
Janúar 2001 - október 2017



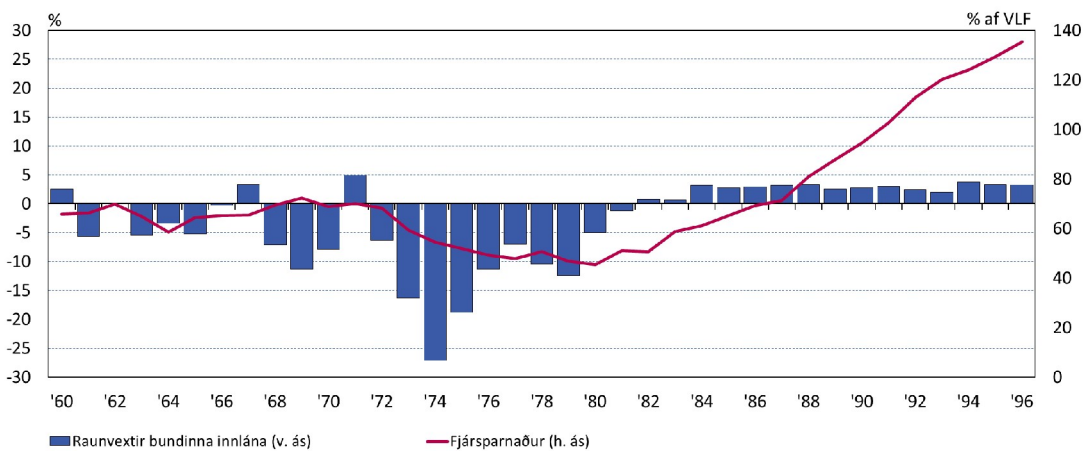
Vextir Seðlabankans og reiknaðir viðmiðunarvextir<sup>2</sup>



1. Meginvextir Seðlabankans eru vextir á 7 daga veðlánunum fram til 31. mars 2009, vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabankanum frá 1. apríl 2009 til 30. september 2009, meðaltal vaxta á innlánsreikningum og á 28 daga innstæðubréfum frá 1. október 2009 til 20. maí 2014 og vextir á 7 daga bundnum innlánunum frá 21. maí 2014. Mánaðarleg meðaltöl. Gögn til og með 6. október 2017. 2. 1. ársfj. 2012 – 3. ársfj. 2017. Taylor-vextir eru reiknaðir út frá jöfnunni:  $i = (r^* + \pi) + 0,5(\pi - \pi^T) + 0,5y$  þar sem  $i$  eru Taylor-vextirnir,  $r^*$  eru jafnvægisraunvextir (gert ráð fyrir að séu 2% á tímabilinu),  $\pi$  er verðbólguvæntingar,  $\pi^T$  er verðbólguþröskulmið og  $y$  er framleiðsluspenna (Peningamál 2017/3). Notast er við verðbólguvæntingar út frá könnun meðal markaðsaðila.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Handstýrðir vextir og mikil verðbólga grófu undan fjársparnaði landsmanna – verðtrygging sneri þeirri þróun við.

Raunvextir og fjársparnaður 1960-1996<sup>1</sup>

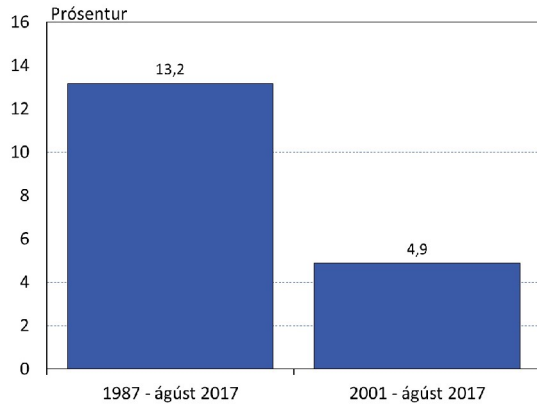


1. Fjársparnaður er innlendir sparnaður sem inniheldur bæði frjálsan og kerfisbundinn fjársparnað.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

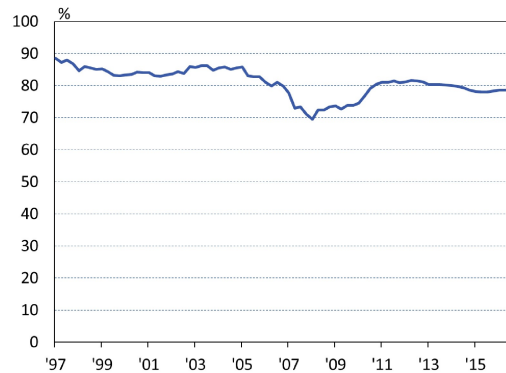
# Óverðtryggð lán hafa verið dýrari fyrir lántakandann



Álag á óverðtryggða vexti yfir tímabil



Hlutdeild verðtryggðra lána af lánnum til heimila

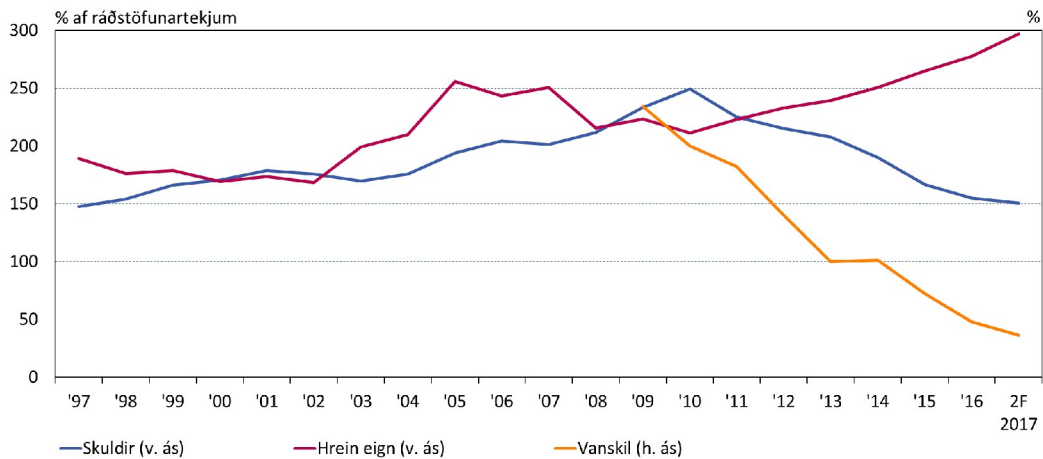


Heimild: Seðlabanki Íslands.

# Eigna og skuldastaða heimilanna hefur ekki verið betri en nú í langan tíma



Skuldir og hrein eign heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum ásamt vanskilum



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



## Árangur og áskoranir peningastefnunnar

*Már Guðmundsson, seðlabankastjóri. Peningamálafundur Viðskiptaráðs, haldinn í Gamla Bíó, 16. nóvember 2017.*

Fundarstjóri, góðir fundargestir.

Enn á ný komum við saman til peningamálafundar Viðskiptaráðs sem samkvæmt áralangri hefð er haldinn í framhaldi af því að Seðlabankinn birti haustspá sína og á seinni árum vaxtaákvörðun peningastefnunnar. Ég vil þakka Viðskiptaráði fyrir að halda í þessa hefð og gefa mér tækifæri til að ræða við ykkur um peningastefnuna.

Í ræðu minni á þessum vettvangi í fyrra hafði ég orð á því að staða efnahagsmála hefði sjaldan verið betri, enda fór saman kröftugur hagvöxtur, full atvinna, mikil aukning raunlauna, verðbólga undir markmiði, viðskiptaafgangur, sterk ytri staða þjóðarbúsins og lægri skuldsetning heimila og fyrirtækja en sést hafði um langt árabil. Og þá hafði einnig nýverið náðst sá sögulegi árangur að verðbólguvæntingar voru á flesta mælikvarða í samræmi við markmið. Horfurnar voru líka góðar með áframhaldandi öflugum hagvexti samfara viðskiptaafgangi og verðbólgu við markmið allt spátímabilið.

En það voru líka áhyggjur, t.d. varðandi ofhitnun þjóðarbúskaparins, mögulegt ofris gengisins og það hvað gæti gerst þegar stór skref við almenna losun fjármagnshafta yrðu stigin.

Nú einu ári síðar er staða efnahagsmála enn mjög góð. Það hafa þó átt sér mikilvægar breytingar sem að sumu leyti hafa dregið úr áhættu sem mögulega stæðjaði að bæði verðstöðugleika og fjármálastöðugleika.

Í fyrsta lagi hafa fjármagnshöft að langmestu leyti verið losuð án þess að slík áhætta hafi raungerst. Að vísu jukust skammtímasveiflur gengis krónunnar í framhaldinu. Það var hins vegar viðbúið og varð ekki í þeim mæli að fjármálalegur óstöðugleiki hlaust af, eins og ég kem nánar að síðar í máli mínu. Þá hefur dregið úr flökki gengisins á haustmánuðum.

Í öðru lagi er sá sögulegi árangur sem hyllti undir í fyrra varðandi framkvæmd peningastefnunnar nú mun betur staðfestur. Trúverðugleiki stefnunnar hefur aukist sem birtist ekki hvað síst í því að verðbólguvæntingar eru nú bundnar mun traustari böndum við markmið. Það er ekki síst það sem gerði það mögulegt að lækka meginvexti Seðlabankans á þessu eina ári um heila prósentu þrátt fyrir að spennan í þjóðarbúskapnum hafi haldið áfram að aukast þar til nú nýlega og að vextir hafi þegar í fyrra verið orðnir lágir í sögulegu samhengi ef tekið var tillit til stöðu hagsveiflunnar, eins og ég útskýrði í löngu máli í ræðu minni í fyrra.

Í þriðja lagi virðist hagvöxtur stefna hraðar að langtímaleitni en áður var talið og vísbendingar um að spennan í þjóðarbúskapnum hafi þegar náð hámarki hafa styrkst. Það hefur því dregið úr líkum á ofhitnun þjóðarbúskaparins, þó svo að hagstjórnarmistök og ákvarðanir á vinnumarkaði geti auðvitað aukið þær líkur á ný.

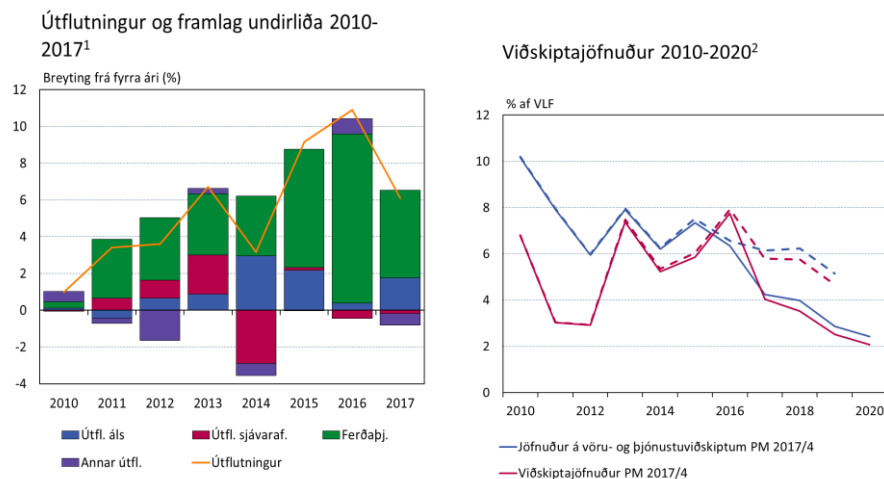
Eins og í fyrra eru efnahagshorfurnar góðar samkvæmt grunnsþá Seðlabankans sem birt var í gær. Það hægir að vísu á hagvexti næstu þrjú árin, en það er bæði æskilegt og óumflýjanlegt. Þá verður viðskiptaafgangur minni en áður var spáð en eigi að síður afgangur allt tímabilið. Það verður full atvinna og raunlaun aukast meira allt tímabilið en búast má við til lengdar. Verðbólgan fer í markmið um mitt næsta ár og verður nálægt því út spátímann. Það er ein besta verðbólguþá sem ég man eftir á mínum ferli. En þetta er grunnsþá og ófyrirséðir ytri skellir, hagstjórn og ákvarðanir á vinnumarkaði geta auðvitað breytt stöðunni verulegu.

## Ástand og horfur

Skoðum nú nánar nokkra þætti varðandi ástand og horfur í efnahagsmálum.

Á mynd 1 sést hvernig hægir á vexti útflutnings í ár frá hámarki í fyrra en er þó áfram verulegur. Hægari vöxtur útflutnings ásamt auknum innflutningi skýra minni hagvöxt í ár en í fyrra. Þetta skýrir einnig minni viðskiptaafgang en þar kemur einnig til að viðskiptakjörin versna. Viðskiptaafgangur er 2% í lok spátímans og meiri innlend eftirspurn og/eða minni útflutningstekjur geta hæglega eytt honum.

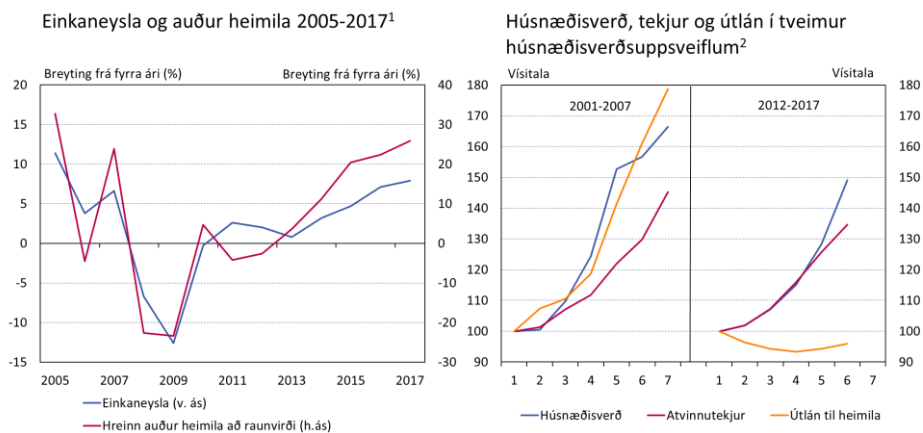
## Mynd 1



Á mynd 2 sjáum við hvernig bæði aukin einkaneysla og hækkun húsnæðisverðs skýrist að mestu af auknum rauntekjum og bættri fjárhagsstöðu heimila. Þessi þróun er gjörólík þeirri sem varð hér fyrir fjármálakreppuna þar sem aukin

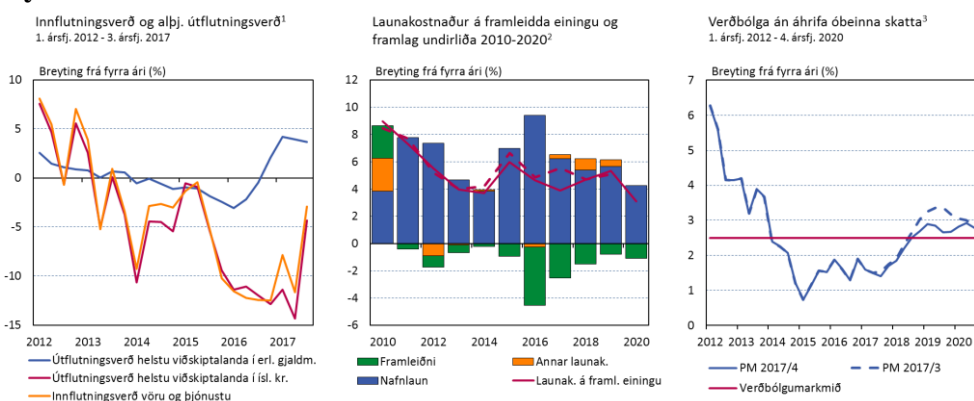
skuldsetning heimila átti mjög stóran þátt en eins og sést á hægri myndinni þá hafa útlán til heimila að raungildi ekkert aukist frá 2012.

## Mynd 2



Lítill verðbólga síðustu árin þrátt fyrir miklar launahækkanir og hækkun húsnæðisverðs skýrist fyrst og fremst annars vegar af búhnykkjum í formi mikils útflutningsvaxtar og bættra viðskiptakjara, sem hafa þrýst upp gengi krónunnar, og hins vegar af verðhjöðnun í alþjóðlegum vöruviðskiptum. Innflutningsverð í íslenskum krónum lækkaði því verulega eins og sést til vinstri á mynd 3. Það var alltaf áhyggjuefni hvað myndi gerast þegar þessi innflutningsverðshjöðnun snerist í hækkun. Nú er útlit fyrir að það styttest í það eins og sést á myndinni. En þá vill svo heppilega til að hækkun launakostnaðar á framleidda einingu er að minnka, eins og sést á miðhluta myndarinnar og húsnæðisverð sýnist hafa náð toppi. Verðbólguhorfur eru því góðar eins og sést á hægri hluta myndarinnar þar sem horft er framhjá mögulegum breytingum á virðisaukaskatti á næstunni.

## Mynd 3



## „Týnda verðbólga“

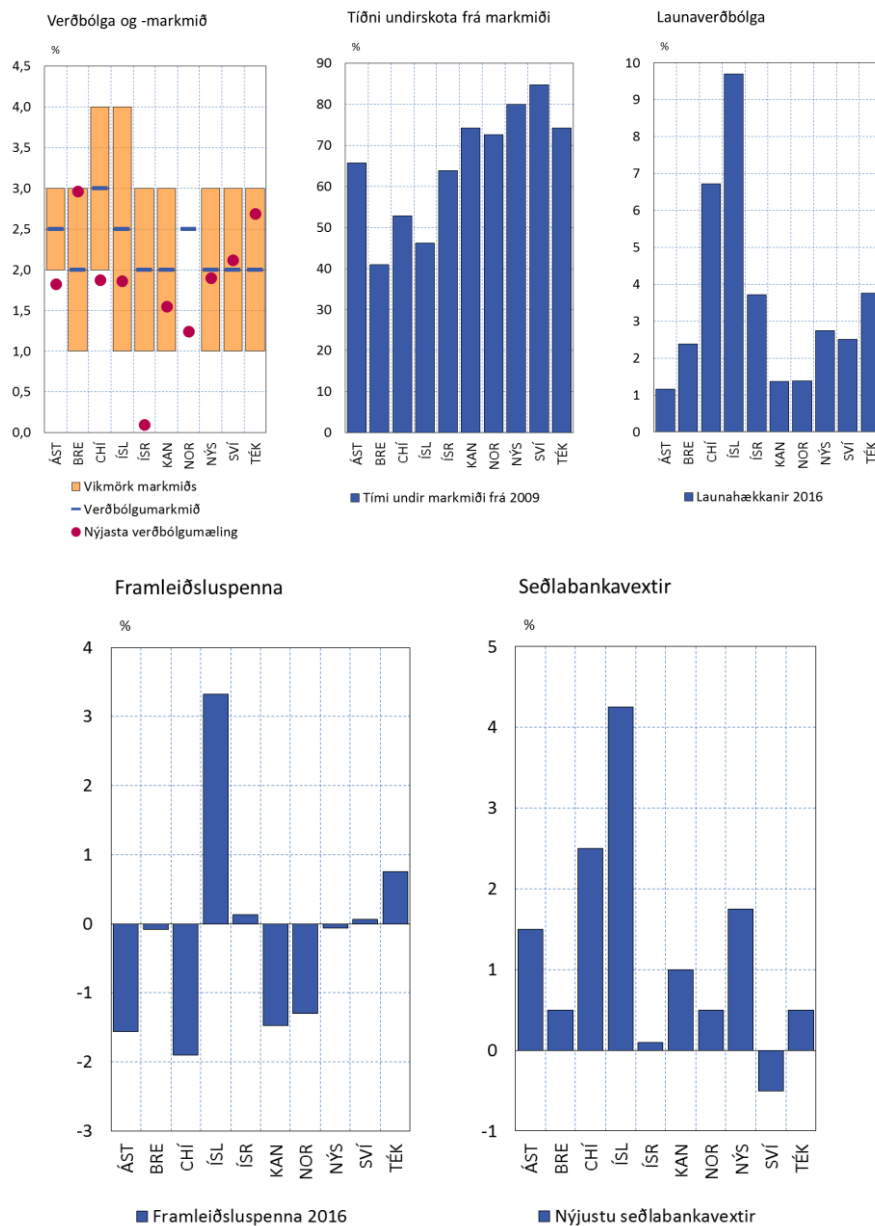
Verðbólga hefur verið undir markmiði Seðlabankans í hátt á fjórða ár þrátt fyrir að slaki hafi fyrir þó nokkru snúist í spennu og að launahækkanir hafi verið langt umfram það sem í meðalári myndi samrýmast verðbólgu markmiðinu.

Þetta er alls ekki einsdæmi. Á alþjóðlegum vettvangi er nú mikið rætt um það sem kallað er „týnda verðbólga“. Þá er yfirleitt verið að vísa til þess að launahækkanir séu furðu litlar miðað við hvar viðkomandi þjóðarþú virðist vera stött í hagsveiflunni. Þannig eru t.d. ólík lönd eins og Bandaríkin og Svíþjóð talin vera með fulla atvinnu en launahækkanir eru samt fyrir neðan það sem samrýmast verðbólgu markmiði. Sums staðar, svo sem í Bandaríkjunum, virðist mega skýra þetta að hluta með því að slaki á vinnumarkaði sé í raun mun meiri en hefðbundnar mælingar benda til og er þá horft til þess að atvinnuþátttaka er sögulega séð fremur lítil. En þetta virðist ekki segja alla söguna og á í sumum löndum mun síður við. Í ljósi þess hversu útbreitt þetta fyrirbæri er - og að sumu leyti óháð innlendum aðstæðum og hagstjórn - er mjög margt sem bendir til þess að alþjóðlegir þættir eins og meiri hreyfanleiki vinnuafis og annarra framleiðsluþátta yfir landamæri, möguleikar á tilflutningi framleiðslu milli landa, alþjóðlegar virðis kedjur og tilvist mikils umframvinnuafis í sumum nýmarkaðsríkjum eigi hér stóran hlut að máli.

Vanmældur slaki á nánast engan hlut að máli hér á landi, enda er atvinnuþátttaka í sögulegu hámarki og launahækkanir miklar. Innflutningur vinnuafis og óbeinn þrýstingur frá ónýttu og lægra launuðu vinnuafli í öðrum löndum hefur þó augljóslega haft demþandi áhrif á launahækkanir. Samt er verðbólga lítil. Þetta á við um fleiri lönd. Þetta er þó minni ráðgáta en launaþróun í iðnríkjum almennt þar sem alþjóðleg þróun hefur verið þessum löndum hagstæð sem birtist m.a. í viðskiptakjarabata og hækkun gengis. Alþekkt er að það getur skapað aðstæður þar sem mikill hagvöxtur og launahækkanir geta um hríð farið saman við litla verðbólgu. Þá er sá munur á Íslandi og ýmsum öðrum iðnríkjum að þar hafa verið áhyggjur af því að verðbólguvæntingar lækkuðu of mikið og festust fyrir neðan markmið.

Til að setja Ísland í samhengi við þetta skulum við líta á mynd 4 sem sýnir mikilvægar kennitölur um þetta fyrir nokkur lítil og meðalstór verðbólgu markmiðsríki.

## Mynd 4



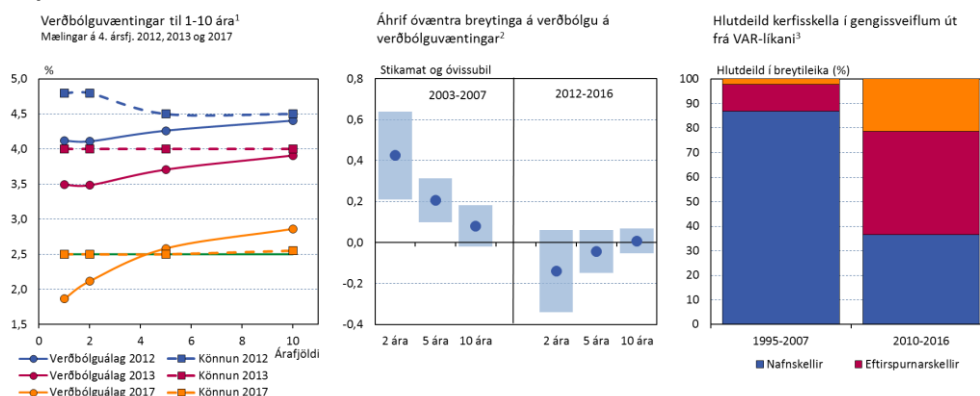
Í þessu sambandi hafa skipast umræður um í hvaða mæli það sé vandamál að verðbólga sé lítil ef hún fer saman við góðan hagvöxt og góða nýtingu framleiðsluþátta, sérstaklega ef orsakanna er að leita í búhnykkjum. Vandinn sé þá kannski fremur hvernig verðbólgu markmiðið er sett fram og skilið. Þetta kalli því á meiri sveigjanleika og lengri sjóndeildarhring fyrir markmiðið, sem var ein af þeim tillögum sem reifaðar voru í riti Seðlabankans frá 2010 um peningastefnu eftir höft.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Sérít nr. 4, Peningastefnan eftir höft, skýrsla Seðlabanka Íslands til efnahags- og viðskiptaráðherra, desember 2010  
[https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Serit/Peningastefnan\\_eftir\\_hoft.pdf](https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Serit/Peningastefnan_eftir_hoft.pdf)

## Árangur af peningastefnunni

Ég minntist hér fyrr á árangur af peningastefnunni sem var orðinn sýnilegur fyrir ári og er enn sýnilegri nú. Í september sl. gaf Seðlabanki Íslands út sérrit um sem ber heitið: *Peningastefna byggð á verðbólguþáttum: Reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar.*<sup>2</sup> Auk þess að fjalla um það sem í titlinum felst þá er þessi árangur kortlagður. Á mynd 5 sést að hluta í hverju hann felst, þ.e. að verðbólguvæntingar eru við markmið, að óvæntar breytingar á verðbólgu sem áður höfðu marktæk áhrif á verðbólguvæntingar á öllum tímalengdum gera það ekki lengur og að breytingar á gengi krónunnar eru í mun meira mæli sveiflujafnandi en áður og í mun minna mæli sveifluaukandi. Í stuttu máli þá virkar peningastefna með sveigjanlegu gengi mun betur nú en þegar skýrsla Seðlabankans um valkosti Íslands í gjaldmiðla- og gengismálum var gefin út á árinu 2012.<sup>3</sup>

### Mynd 5



## Fjárstreymistæki

Að undanfögnu hafa komið fram í fjölmiðlum tillögur um að sú sérstaka binding á fjármagnsinnstreymi á skuldabréfamarkað og í hávaxtainnstæður sem nú er gildi verði þegar í stað lækkuð eða jafnvel afnumin. Í nýútgefnum *Peningamálum* er rammagrein sem fjallar um þessa sérstöku bindingu. Þar er ekki tekið undir þessar tillögur.

Hin sérstaka binding hefur virkað eins og að var stefnt og virkni peningastefnunnar um vaxtafarveginn batnaði, eins og sést hægra megin á mynd 6. Án hennar hefði meira af miðlun peningastefnunnar farið í gegnum gengisfarveginn sem hefði þýtt meiri hækkun og meiri sveiflur í krónunni sem hefði ekki verið beinlínis vinsælt við ríkjandi aðstæður. Þótt það hljóti að vera markmið að aflétta bindingunni þá eru ekki enn aðstæður til þess. Lækkun

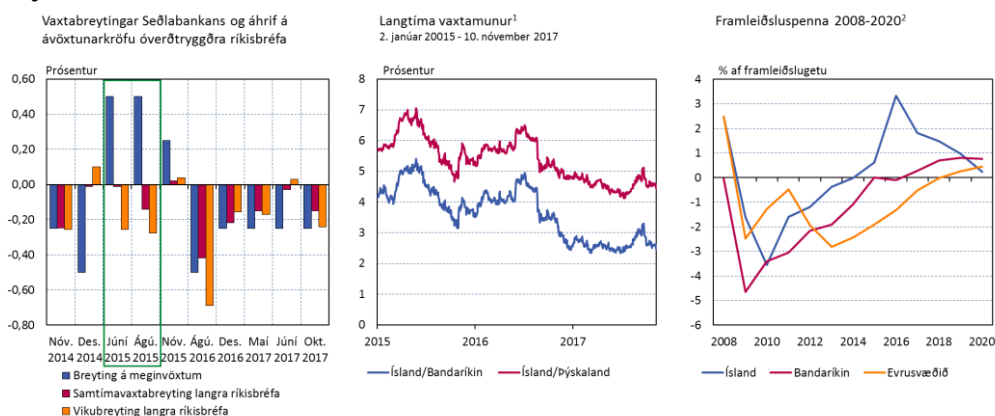
<sup>2</sup> Sérrit nr. 11, Peningastefna byggð á verðbólguþáttum: Reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar, september 2017, [https://www.seðlabanki.is/library/Skraarsafn/Serrit/Serrit\\_nr\\_%2011.pdf](https://www.seðlabanki.is/library/Skraarsafn/Serrit/Serrit_nr_%2011.pdf)

<sup>3</sup> Sérrit nr. 7, Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum, september 2012, <https://www.seðlabanki.is/library/Skraarsafn/EMU-skýrsla/Valkostir%20Íslands%20í%20gjaldmiðils-%20og%20gengismálum.pdf>



bindingarinnar þarf líklega að gerast í skrefum samfara því að spenna minnkar í íslenskum þjóðarbúskap og vöxtur fær meiri byr í seglin í helstu viðskiptalöndum. En fyrirbyggjandi spár eru þær að það gerist, eins og sjá má hægra megin á myndinni. Langtímavextir munu endurspeglja þá þróun og langtímavaxtamunur mun þá minnka.

## Mynd 6



Það skiptir einnig máli í þessu sambandi að ekki er ljóst hver ávinningur þjóðarbúsins af fjárfestingum af því tagi sem sérstaka bindiskyldan hamlar er um þessar mundir. Lánsfjárefitirspurn ríkissjóðs er lítil í sögulegu samhengi og hann þarf því strangt til tekið ekki á þessu lánsfé að halda. Væri sérstaka bindiskyldan ekki til staðar þyrfti Seðlabankinn væntanlega að halda stærri gjaldeyrisforða en ella til að draga úr áhættu tengdri vaxtamunarinnflæði og mögulegu snöggu útflæði. Því fylgir töluverður kostnaður enda ávöxtun forðans á alþjóðlegum mörkuðum óvenju lítil. Á sama tíma er vænt ávöxtun erlendra fjárfesta af kaupum á íslenskum ríkisskuldabréfum ágæt og áhættuleiðréttur vaxtamunur er meiri eftir því sem sveiflur í gengi krónunnar eru minni. Til að draga úr honum þyrfti Seðlabankinn því að leyfa auknar gengissveiflur sem um leið eykur áhættu innlendra aðila. Við núverandi aðstæður má því jafnvel færa rök fyrir því að hreinn ávinningur þjóðarbúsins af slíku innflæði sé neikvæður.

Engu að síður er stefnt að því að afnema bindinguna svo fljótt sem aðstæður leyfa og að hún verði að jafnaði ekki virk. Hins vegar hefur Seðlabankinn talið mikilvægt að geta gripið til bindiskyldunnar þegar nauðsyn krefur. Sérstaka bindiskyldan yrði því í þriðju víglínu stjórnþækja á eftir hefðbundinni hagstjórn og eindar- og þjóðhagsvarúðarstefnu.

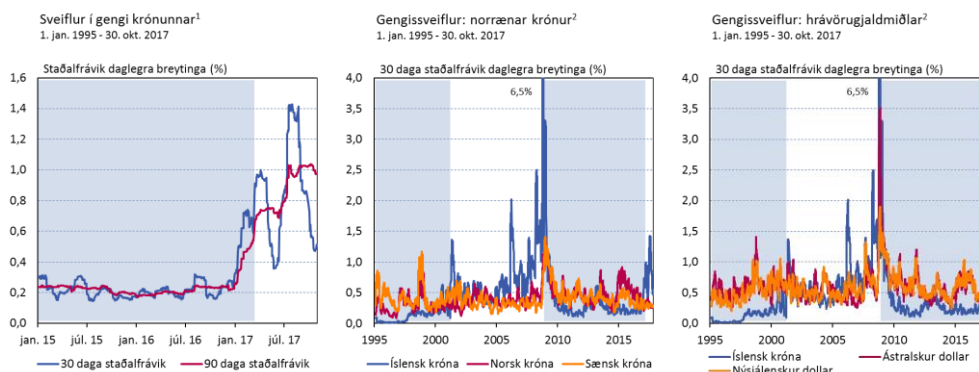
Til þess að þetta verði mögulegt eftir að fjármagnshöft hafa verið losuð að fullu þarf að finna bindiskyldunni annan lagalegan grunn en í lögum um gjaldeyrisráðgjafi, enda er hún fyrst og fremst stjórnþækja á sviði peningastefnu og þjóðhagsvarúðar. Þá þarf að tryggja virkni hennar eftir að afleiðuviðskipti með krónuna í spákaupmennskuskyni hafa verið heimiluð eins og full losun fjármagnshafta mun fela í sér. Í Seðlabankanum er nú unnið að endurskoðun á tæknilegum grunni sérstöku bindiskyldunnar og undirbúningi tillagna að breytingu á lögum sem varða beitingu hennar.

## Gengissveiflur

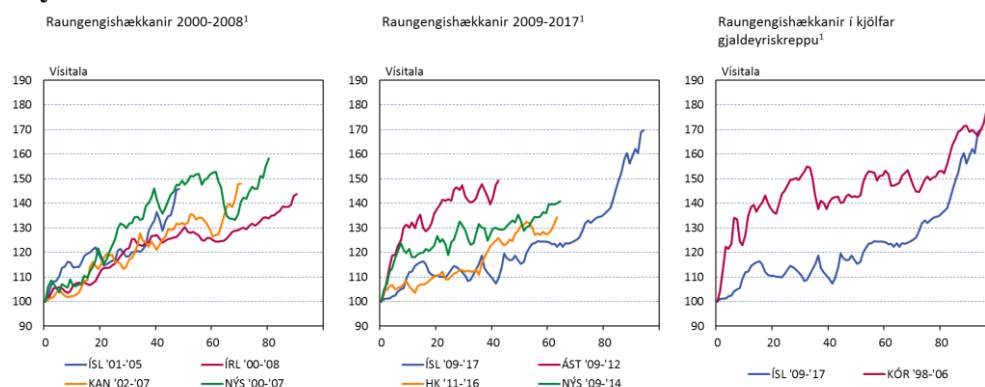
Í nýbirtum *Peningamálum* er að finna rammagrein um sveiflur í gengi íslensku krónunnar í alþjóðlegu samhengi. Þar koma fram nokkur atriði sem mikilvægt er að halda til haga fyrir umræðu um peningastefnuna og hugsanlega endurskoðun á ramma hennar, þ.m.t. gengisstefnunni. Þau eru:

- Skammtímasveiflur í gengi krónunnar jukust í framhaldi af losun fjármagnshafta, eins og reiknað hafði verið með og peningastefnunefnd benti á fyrirfram í yfirlýsingum sínum. Þessar sveiflur hafa minnkað á ný síðustu mánuði (sjá vinstra megin á mynd 7).
- Ef litið er framhjá eftirmálum þess að fastgengisstefnan steytti á skeri, fjármálakreppunni og tímabili fjármagnshafta er ekki að sjá að skammtímasveiflur krónunnar skilji sig mikið frá skammtímasveiflum annarra norræna króna, sem eru sveigjanlegar, eða hrávörugjaldmiðla. Það koma einnig toppar í flökt þessara gjaldmiðla.
- Tímabil mikillar og langvarandi raungengishækkunar þekkist víða, líka í löndum sem fylgja stefnu fasts nafngengis (sjá mynd 8).
- Eins og komið hefur fram áður hafa gengisbreytingar virkað betur til sveiflujöfnunar síðustu ár en áður var. Þó svo betri og trúverðugri peningastefna eigi þar einhvern hlut að máli er líklegt að þyngra vegi að fjármagnshöft og nú fjármagnsinnstreymistæki hafi dregið úr sveiflukennndum fjármagnshreyfingum sem sagan sýnir að geta grafið undan efnahagslegum stöðugleika.

## Mynd 7



## Mynd 8



### Endurskoðun á ramma peningastefnunnar og valkostir í gjaldmiðla og gengismálum

Sný ég mér að lokum að yfirstandandi endurskoðun á ramma peningastefnunnar og valkostum í gjaldmiðla- og gengismálum.

Á undanförunum misserum hef ég lagt áherslu á að mikilvægt sé að þessi umræða taki mið af því hvað peningastefna getur gert og hvað hún getur ekki gert. Til lengdar getur peningastefna skilað verðstöðugleika og til skemmri tíma getur hún samhliða mildað áhrif skella og dregið úr sveiflum framleiðslu og atvinnu. Peningastefnan getur t.d. ekki til lengdar haft áhrif á raungengið. Hún getur þannig lítið gert í því að draga úr ruðningsáhrifum mikils vaxtar nýrrar útflutningsgreinar. Ef hún myndi reyna það yrðu áhrifin aðeins tímabundin en á kostnað þess að fórnna þeim markmiðum sem henni hafa verið sett og hún getur náð. Atvinnuvegastefna og ríkisfjármálastefna getur hins vegar haft slík raunáhrif til langs tíma og það er þangað sem þeir eiga að leita sem hafa af þessu áhyggjur.

En það er hægt að velja mismunandi kosti á skala á milli algjörlega fasts gengis og hreins flots. Og það er hægt að taka upp annan gjaldmiðil, einhliða eða í tvíhliða eða marghliða samstarfi.

Það var um þessa kosti sem skýrsla Seðlabankans frá 2012 fjallaði. Þar var niðurstaðan sú að einhliða fastgengi með óheftum fjármagnshreyfingum gæti steytt á skeri eins og varð svo víða raunin eftir að fjármagnshreyfingar urðu óheftari á níunda og tíunda áratug síðustu aldar. Harðari tenging eins og myntráð gæti verið áhættusöm fyrir fjármálastöðugleika og sama var að segja um einhliða upptöku annarrar myntar. Mjög óvíst og reyndar ólíklegt var að tvíhliða upptaka væri nokkurs staðar í boði.

Þá stóðu eftir tvær leiðir, þ.e. annars vegar aðild að evrusvæðinu í gegnum sammingsferli og hins vegar áframhald sveigjanlegs gengis með verðbólguþröskulmiði. Vandinn var hins vegar sá að það voru meinbugir á báðum leiðum. Fjármálakreppan hafði afhjúpað veikleika í uppbyggingu evrusvæðisins

og eins og kom í ljós þá skorti pólitískan stuðning við að fara þessa leið. Sjálfstæð peningastefna og sveigjanlegt gengi höfðu ekki virkað allt of vel.

Hefur eitthvað breyst? Evrusvæðið er enn að innleiða þær umbætur sem taldar eru nauðsynlegar til að það virki vel og ekki sýnist mér að pólitískur stuðningur við slíkt ferli hafi mikið aukist síðan skýrslan var gefin út. Hins vegar hafa margvíslegar umbætur verið gerðar á framkvæmd peningastefnunnar hér á landi. Þá hefur fjármálastöðugleikastefna verið stórbætt. Miklu af því sem ég hef kallað verðbólguþolmið plús hefur þegar verið hrundið í framkvæmd. Við höfum nú séð á síðustu árum að sjálfstæð peningastefna getur virkað rétt, líka hér. Þar erum við nú. Það þarf ekki að þýða að við verðum þar um alla framtíð. Það er engin eilíf lausn til í peningamálum og mismunandi kostir þróast í tímans rás.

SEÐLABANKI ÍSLANDS

# Ástand og horfur í efnahagsmálum



Fyrirlestur hjá Félagi atvinnurekenda  
5. september 2017

Pórarinn G. Pétursson  
Aðalhogfræðingur Seðlabanka Íslands

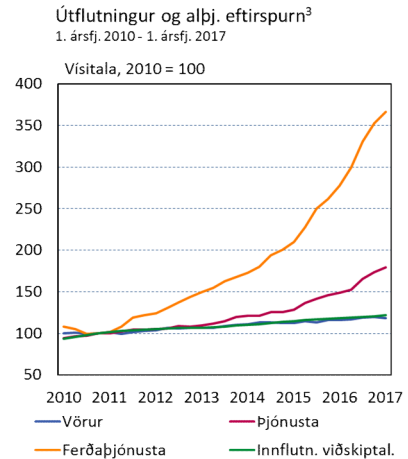
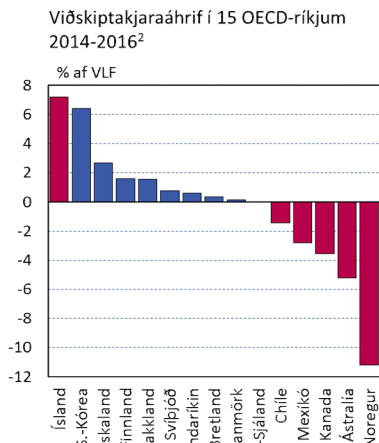
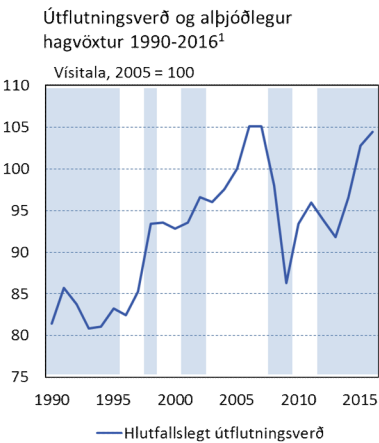


## Félag atvinnurekenda

Staða efnahagsmála og horfur fyrir næstu ár

# Hagstæð ytri skilyrði sem rekja má til ytri búhnykkja

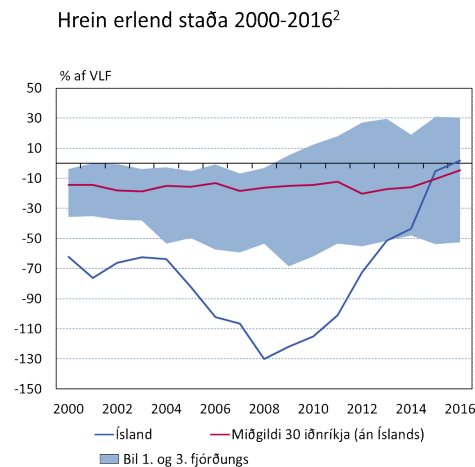
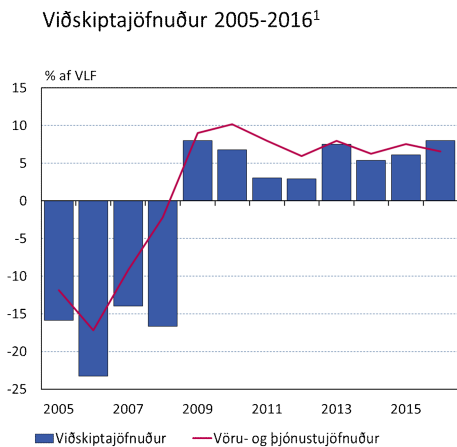
- Hlutfallslegt útflutningsverð hækkaði um 17% 2014-16 – óvenjulegt í ljósi hægs alþjóðlegs hagvaxtar ... skilar sér í mesta viðskiptakjarabata meðal OECD-ríkja
- Útflutningur hefur einnig vaxið hratt: drifinn áfram af vexti ferðapjónustu – sem hefur hátt í fjórfaldast að umfangi síðan 2010



1. Útflutningsverð Íslands í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda (fært í sama gjaldmiðli með vísitölu meðalgengis). Skýggða svæðið sýnir ár þar sem heimshagvöxtur er undir 25 ára meðaltali (1992-2016). 2. Mismunur kaupmáttar útflutnings og útflutningsmagns í hlutfalli af VLF fyrra árs. Samtals áhrif fyrir árin 2014-2016. Þau lönd sem eru flokkuð sem hrávörutflutjendur miðað við vægi hrávöru í hreinum útflutningi eru táknuð með rauðlitum súlum. 3. Fjögurra ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, OECD, Sameinuðu þjóðirnar (UNCTAD), Seðlabanki Íslands.

# Ytri staða þjóðarbúsins hefur tekið stakkaskiptum

- Uppsveiflan fyrir fjármálakreppu var fjármögnuð með erlendu lánsfé: mikill viðskiptahalli og sífellt vaxandi erlendar skuldir ...
- ... alger umskipti nú: verulegur viðskiptaafgangur í hátt í áratug og hrein erlend staða var í árslok 2016 orðin jákvæð í fyrsta skipti frá upphafi mælinga

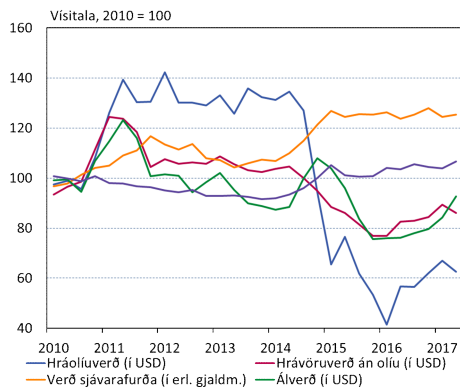


1. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður (án áhrifa fallinna fjármálafyrirtækja 2008-2015 og lyfjafyrirtækisins Actavis 2009-2012 á jöfnuð frumþáttatekna. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir beint mældri fjármálaþjónustu (FSIM) fallinna fjármálafyrirtækja. 2. Tölur fyrir árin 2008-2014 fyrir Ísland byggjast á mati á undirliggjandi hreinni erlendri stöðu.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

# Vísbendingar um hægari útflutningsvöxt

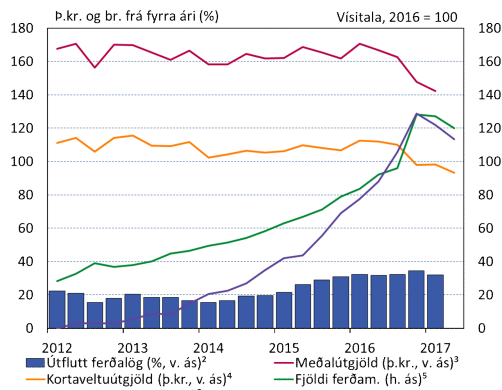
- Vísbendingar eru um að viðskiptakjör hafi batnað meira á H1 en spáð var í PM 17/2 og horfur hafa batnað fyrir árið í heild
- Hins vegar var vöxtur útflutnings hægari á Q1 og horfur fyrir árið í heild eru lakari ...
- ... ástæðan liggur í hægari vexti í ferðaþjónustu – og þar eru vísbendingar um möguleg vatnaskil

Hrávöruverð og viðskiptakjör<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2017



1. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli er reiknað með því að deila í verð sjávarafurða í íslenskum krónum með gengisvísitölu. Viðskiptakjör fyrir 2. ársfjórðung 2017 byggjast á grunnspá PM 17/3. 2. Ársbreyting fjögurra ársfjórðunga hreyfanlegs meðaltals útfluttra ferðalaga á föstu verðlagi. 3. Árstíðarleidd meðalútgjöld innanlands á ferðamann samkvæmt gögnum um þjónustuútflytning. 4. Árstíðarleidd kortaveltuútgjöld á hvern ferðamann (án millilandaflugs og opinberra gjalda). 5. Árstíðarleidd brottfarir erlendra ferðamanna um Keflavíkurflugvöll. 6. Þátttakan sem tekur saman tölmiðni fimm ólíkra leitarniðurstæða sem tengjast ferðalögum til Íslands samkvæmt Google leitarvélinni (árstíðarleidd).  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Google Trends, Hagstofa Íslands, ISAVIA, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

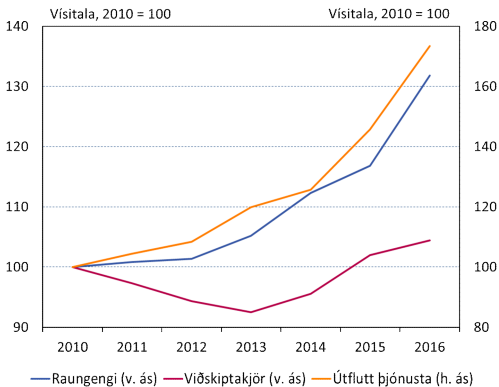
Vísbendingar um umsvif í ferðaþjónustu  
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2017



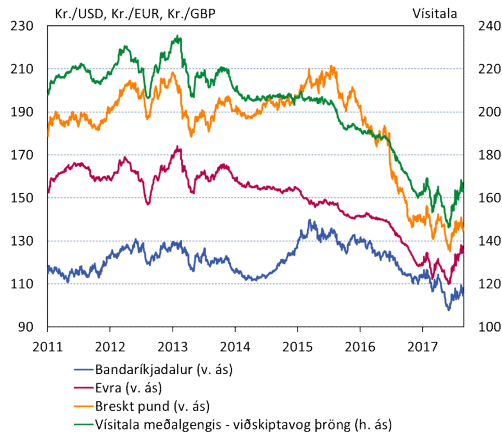
# Gengið lækkar eftir mikla hækkun í fyrra

- Gengi krónunnar hækkaði töluvert meginhluta síðasta árs ... í takt við mikinn útflutningsvöxt og bætt viðskiptakjör
- Það hefur hins vegar lækkað nokkuð undanfarið og sveiflur hafa aukist: gengið er lítillega lægra en það var um áramótin og ríflega 10% lægra en það var hæst snemma í júní – það er hins vegar enn tæplega 7% hærra en það var á sama tíma í fyrra

Raugengi, viðskiptakjör og útflutningur  
2010-2016



Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu  
Daglegar tölur 3. jan. 2011 - 31. ágúst 2017

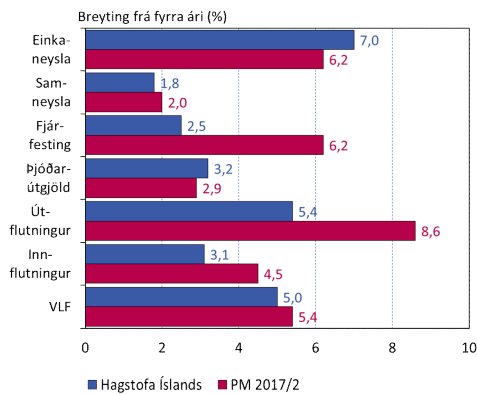


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Hagvöxtur hefur verið verulegur ...

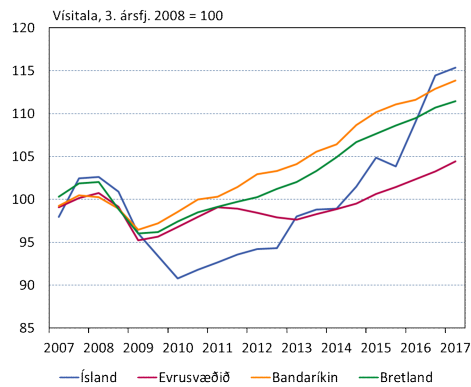
- Hagvöxtur í fyrra var 7,2% og kemur í kjölfar 4,1% hagvexti 2015 – mun meiri hagvöxtur en í öðrum þróuðum ríkjum
- Nokkuð hæðði á hagvexti á Q1 vegna áhrifa sjómannaverkfalls á útflutning og birgðir – í takt við spá bankans
- VLF hefur vaxið um tæplega 30% frá því að hún náði lágmarki snemma 2010 – komin tæplega 13% yfir fyrra hámark

Þjóðhagsreikningar fyrir fyrsta ársfjórðung 2017



VLF á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum<sup>1</sup>

1. árshl. 2007 - 1. árshl. 2017

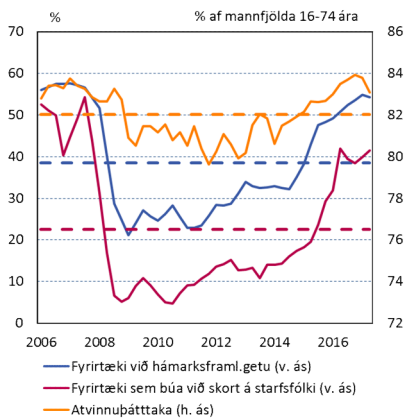


1. Meðaltal árstíðarleiðréttra árshluta. Árstíðarleiðrétt gögn fyrir Ísland frá Seðlabanka Íslands. Gögn fyrir 2. ársfjórðung á Íslandi byggjast á spá Peningamála 2017/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

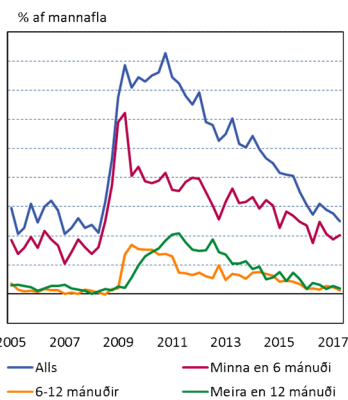
## ... og vaxandi spenna í þjóðarbúinu

- Viðvarandi skortur á starfsfólki, atvinnuþátttaka sögulega há og fyrirtækjum sem starfa við eða umfram fulla framleiðslugetu heldur áfram að fjölga ... atvinnuleysi komið í 2,5% og hefur ekki verið minna síðan á Q2/2008
- Vaxandi spenna í þjóðarbúinu – en á móti vegur mikill innflutningur á erlendu vinnuafli

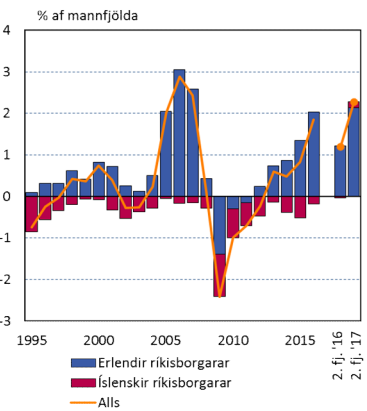
Nýting framleiðsluþátta og atvinnuþátttaka<sup>1</sup>



Atvinnuleysi eftir tímalengd<sup>2</sup>



Aðfluttur umfram brottflutta 1995-2017<sup>3</sup>



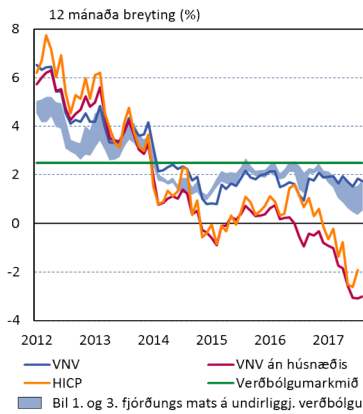
1. Mælikvarðar á nýtingu framleiðsluþátta eru úr viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins en atvinnuþátttaka samkvæmt vinnnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Árstíðarleiðréttar tölur fyrir tímabilið 1. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2017. Brotalínur sýna meðalhlutföll tímabilins. 2. Árstíðarleiðréttar tölur. 3. Búerlafutningar fólks á aldrinum 20-59 ára í hlutfalli af mannfjölda sama aldurshóps í upphafi árs. Árlegar tölur 1995-2016 og uppsafnaðar tölur frá áramótum á 2. fjórðungi árinna 2016 og 2017. Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



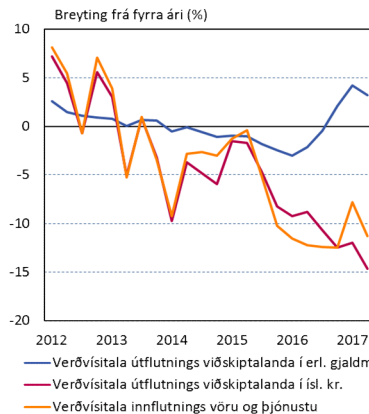
## Verðbólga við eða undir markmiði í tæplega 4 ár ...

- Verðbólga var 1,7% í ágúst og hefur verið á bilinu 1,5-2% undanfarið ár – undirliggjandi verðbólga mælist minni á flesta mælikvarða og án húsnæðis mælist mikil lækkun verðlags
- Sem fyrr vegast á áhrif hækkunar á gengi krónunnar og hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu

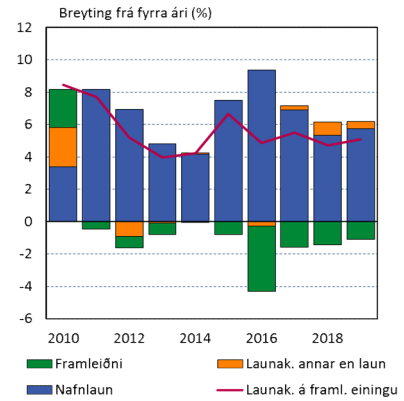
Mæld og undirliggjandi verðbólga<sup>1</sup>  
Janúar 2012 - ágúst 2017



Innflutningsverð og alþj. útl.verð<sup>2</sup>  
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2017



Launakostnaður á framl. einingu og framlag undirliða 2010-2019<sup>3</sup>

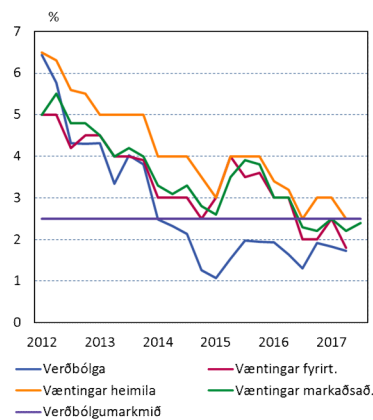


1. Skýggða svæðið inniheldur bil 1. og 3. fjórðungs mats á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölum sem undanskila sveifukenna matvöruleiði, bensín, opinbera þjónustu, reiknaða húsaleigu, áhrif breytinga á óbeinum sköttum og raunvöxtum húsnæðislána en einnig með tölfræðilegum mælikvörðum eins og vagnu miðgildi, klíptum meðaltölum og kviku þáttalíani. 2. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2017. 3. Framleiðni aukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2015-2019.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

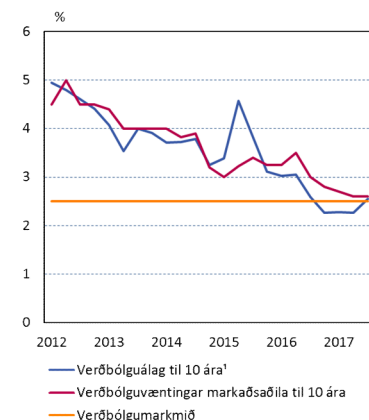
## ... og kjölfesta verðbólguvæntingar hefur styrkst

- Skammtímaverðbólguvæntingar heimila, fyrirtækja og markaðsaðila við eða nálægt markmiði ...
- ... hið sama má segja um langtímaverðbólguvæntingar: markaðsaðilar búast við 2½% verðbólgu næstu 5-10 ár ...
- ... þótt verðbólguálagið hafi hækkað nokkuð undanfarið – 10 ára álagið er 2,6% að meðaltali það sem af er Q3

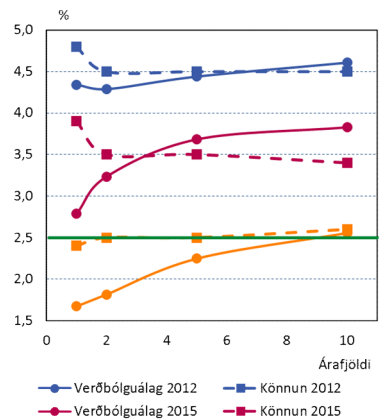
Verðbólga og árs verðbólguvæntingar  
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2017



Langtímaverðbólguvæntingar  
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2017



Verðbólguvæntingar til 1-10 ára<sup>2</sup>  
Mælingar á 3. ársfj. 2012, 2015 og 2017

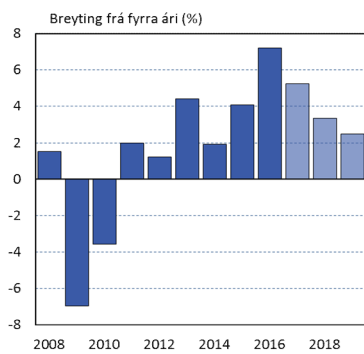


1. Talan fyrir 3. ársfjórðung 2017 er meðaltal það sem af er fjórðungnum. 2. Verðbólguvæntingar til 1, 2, 5 og 10 ára út frá verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði (ársfjórðungsleg meðaltöl) og könnun meðal markaðsaðila.  
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

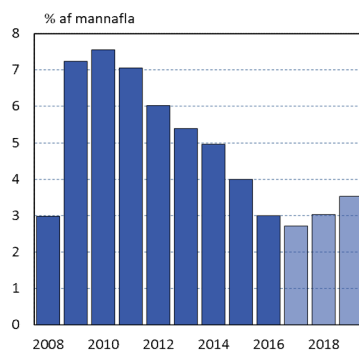
## Efnahagshorfur samkvæmt spá PM 2017/3

- Horfur eru á 5,2% hagvexti í ár ... minnkar smám saman í langtíma leitnivöxt
- Atvinnuleysi verður að meðaltali 2,7% í ár en eykst síðan smám saman í langtímajafnvægi
- Verðbólga þokast upp í 2% á H2/2017 og í markmið um mitt næsta ár ... eykst í um 3% seint á árinu en hjaðnar síðan í markmið

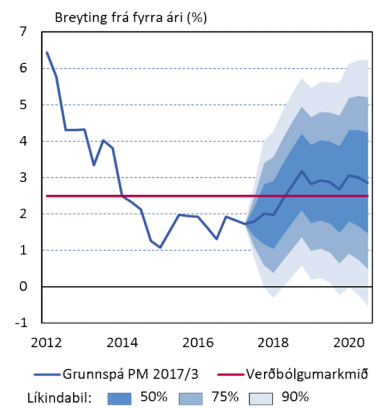
Hagvöxtur 2008-2019<sup>1</sup>



Atvinnuleysi 2008-2019<sup>1</sup>



Verðbólguþá og óvissumat  
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2020



1. Grunnspá Peningamála 2017/3. Ljósliktar súlur sýna spátímabilið 2017-2019.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

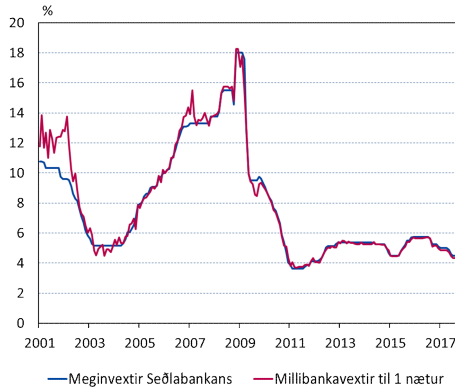
## Félag atvinnurekenda

### Peningastefnan

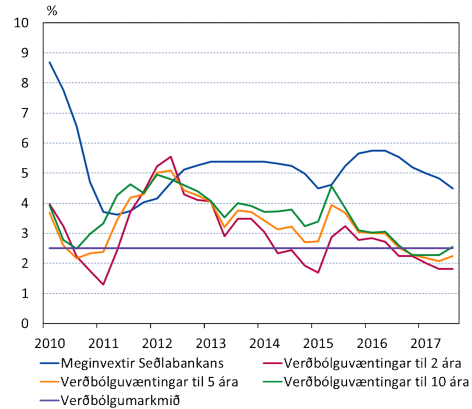
## Vextir Seðlabankans hafa farið lækkandi

- Meginvextir Seðlabankans eru nú 4,5% og hafa því lækkað um 1,25 prósentur frá sama tíma í fyrra ... þeir hafa einungis einu sinni verið lægri á þessari öld
- Vaxtbreytingar undanfarin ár hafa fyrst fremst litast af því að ná tókum á verðbólguvæntingum

Vextir Seðlabankans og markaðsvextir<sup>1</sup>  
Janúar 2001 - ágúst 2017



Meginvextir og verðbólguvæntingar<sup>2</sup>  
1. ársfj. 2010 - 3. ársfj. 2017

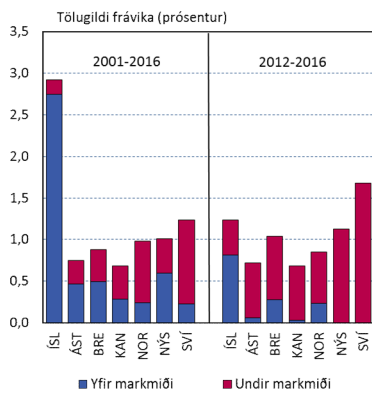


1. Meginvextir Seðlabankans eru vextir á 7 daga veðlánun fram til 31. mars 2009, vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabankanum frá 1. apríl 2009 til 30. september 2009, meðaltal vaxta á innlánsreikningum og á 28 daga innstæðubréfum frá 1. október 2009 til 20. maí 2014 og vextir á 7 daga bundnum innlánun frá 21. maí 2014. Mánaðarleg meðaltöl. 2. Verðbólguvæntingar metnar með verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði. Talan fyrir 3. ársfj. 2017 er meðaltal það sem af er fjórðungnum.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

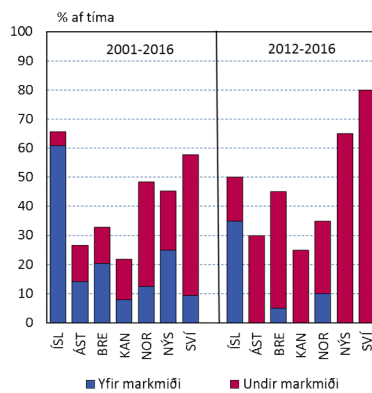
## Frávik frá markmiði hafa minnkað undanfarin ár ...

- Frá 2001 hafa frávik verðbólgu frá markmiði verið bæði verið stór og tíð ... lakari árangur en meðal annarra landa
- Árangurinn hefur batnað töluvert undanfarin 5 ár: meðalfrávik hafa minnkað töluvert og stór frávik eru mun fátíðari en áður ...
- ... ekki einungis yfirskot heldur einnig undirskot – sem er nauðsynlegt ef verðbólga á að meðaltali að vera í markmiði

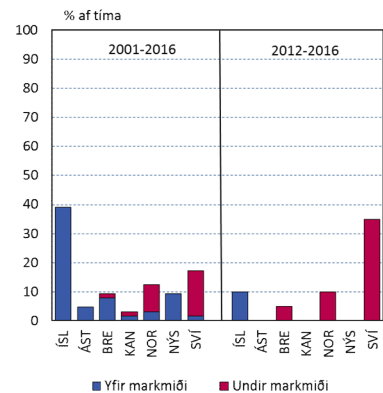
Meðalfrávik frá verðbólgu markmiði<sup>1</sup>



Frávik umfram 1 prósentu frá markmiði<sup>2</sup>



Frávik umfram 2 prósentur frá markmiði<sup>3</sup>

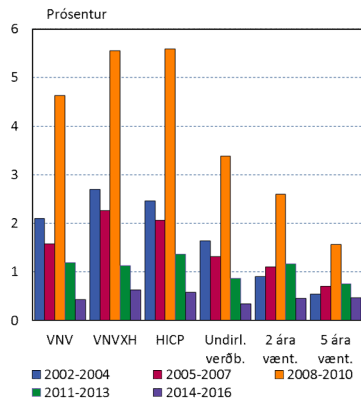


1. Tölugildi meðalfrávika frá verðbólgu markmiði (út frá mælikvarða á verðbólgu sem verðbólgu markmið hvers lands miðast við) og hlutfallslegt framlag frávik yfir og undir markmiði. 2. Tíðni frávik umfram 1 prósentu frá verðbólgu markmiði (út frá mælikvarða á verðbólgu sem verðbólgu markmið hvers lands miðast við) og hlutfallslegt framlag frávik yfir og undir markmiði. 3. Tíðni frávik umfram 2 prósentur frá verðbólgu markmiði (út frá mælikvarða á verðbólgu sem verðbólgu markmið hvers lands miðast við) og hlutfallslegt framlag frávik yfir og undir markmiði.  
Heimild: Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólgu markmiði: reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, Sérít nr. 11 (væntanlegt).

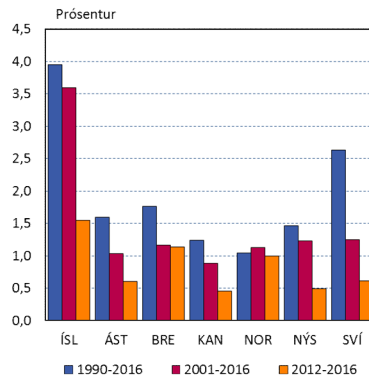
## ... og sveiflur í verðbólgu og -væntingum minnkað

- Bættur árangur við að halda verðbólgu í skefjum hefur m.a. skilað sér í því að sveiflur í verðbólgu og verðbólguvæntingum hafa minnkað frá því sem áður var ... eru eftir sem áður meiri en í öðrum iðnríkjum en munurinn hefur minnkað mikið
- Hefur einnig skilað sér í minnkandi óvissu um framtíðar verðbólguhorfur

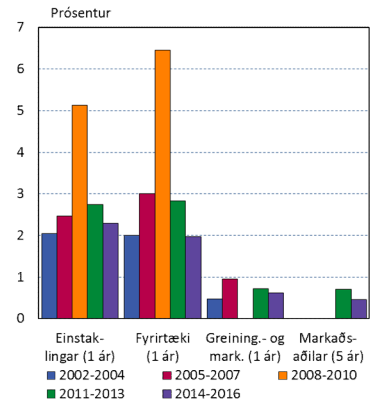
Sveiflur í verðbólgu og verðbólguvæntingum<sup>1</sup>



Sveiflur í verðbólgu 1990-2016<sup>2</sup>



Sundurleitni verðbólguvæntinga<sup>3</sup>

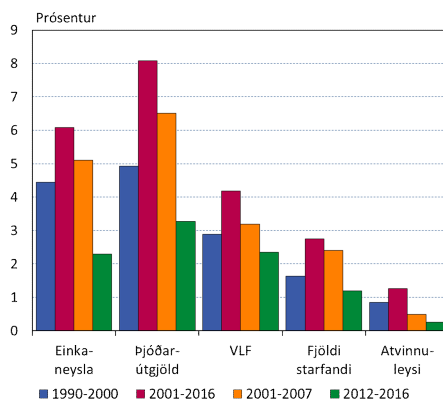


1. Staðalfrávik í mismunandi mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingum fyrir 5 jafnlöng tímabil frá 1. ársfj. 2002 - 4. ársfj. 2017. Undirliggjandi verðbólga er metin með miðgildi sex tölfræðilegra mælikvarða (fimm klippra meðaltala og vegnis miðgildis). Notast er við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði sem mælikvarða á verðbólguvæntingar til 2 og 5 ára (gögn einungis frá 2003). 2. Staðalfrávik í ársverðbólgu miðað við ársfjórðungsleg meðaltöl vísitölu neysluverðs. 3. Staðalfrávik í svörum um verðbólguvæntingar fyrir 5 jafnlöng tímabil frá 1. ársfj. 2002 - 4. ársfj. 2017 (líuleg bruun notuð þar sem mælingar vanta). Ekki voru gerðar kannanir meðal greiningar- og markaðsaðila frá miðju ári 2008 og fram til ársbyrjunar 2012. Frá þeim tíma eru langtímavæntingavæntingar einnig kannaðar.  
Heimild: Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólguarkmið: reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, Sérítt nr. 11 (væntanlegt).

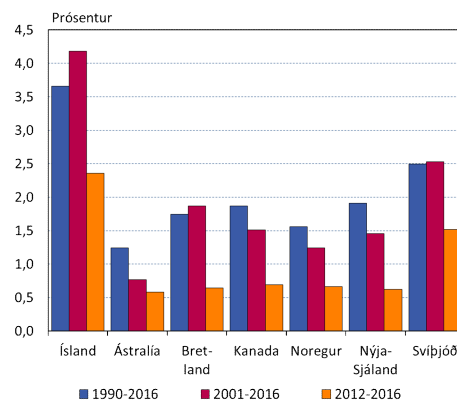
## Hagsveiflur hafa einnig farið minnkandi ...

- Hagsveiflur hafa einnig minnkað verulega hér á landi frá því sem áður var – hvort sem horft er á hagvöxt, innlenda eftirspurn eða vinnumarkað ...
- ... sveiflurnar eru þó eftir sem áður meiri en í öðrum iðnríkjum – en munurinn hefur minnkað verulega

Sveiflur í ýmsum hagstærðum 1990-2016<sup>1</sup>



Sveiflur í hagvexti 1990-2016<sup>2</sup>

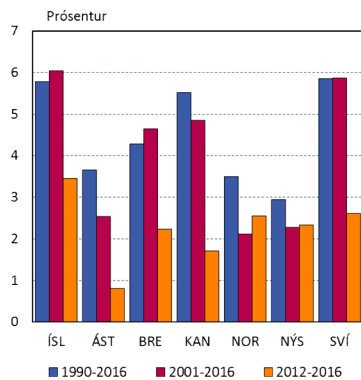


1. Staðalfrávik í ársbreytingu ýmissa þjóðhagsstærða. 2. Staðalfrávik í árhagvexti.  
Heimild: Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólguarkmið: reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, Sérítt nr. 11 (væntanlegt).

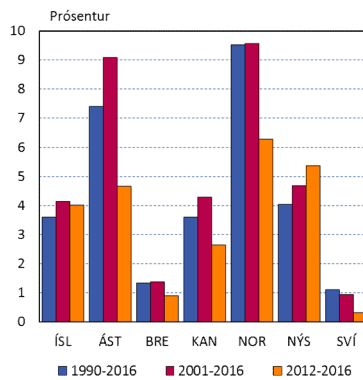
## ... með minni sveiflum í útflutningi og raunvöxtum

- Sveiflukennnd ytri skilyrði eru oft nefnd sem ástæða meiri hagsveiflna hér á landi – eiga örugglega hlut að máli en þá einkum sveiflur í útflutningi fremur en í viðskiptakjörum ...
- ... en sveiflur í raunvöxtum veða einnig þungt – og aukin stöðugleiki þeirra er veigamikil ástæða minni hagsveiflna undanfarið

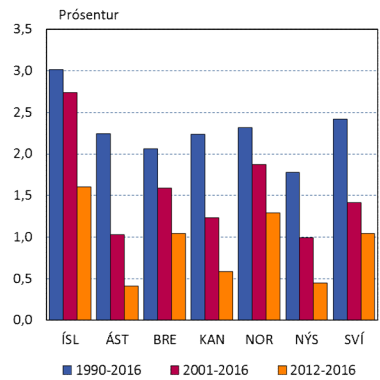
Sveiflur í útflutningi 1990-2016<sup>1</sup>



Sveiflur í viðskiptakjörum 1990-2016<sup>2</sup>



Sveiflur í langtímaraunvöxtum 1990-2016<sup>3</sup>

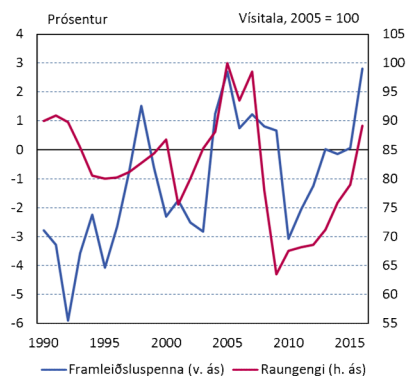


1. Staðalfrávik í ársbreytingu ársmeðaltals útflutnings vöru og þjónustu. 2. Staðalfrávik í breytingu ársmeðaltals viðskiptakjara. 3. Staðalfrávik ársfjórðungsmeðaltala langtímaraunvaxta (5-10 ára ríkisskuldabréfa) miðað við ársverðbólgu hverja tíma.  
Heimild: Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólguþætti: reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, Sérít nr. 11 (væntanlegt).

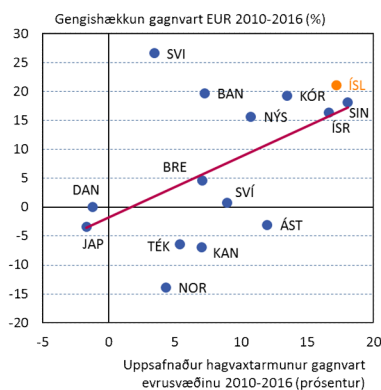
## Aukin fylgni gengisbreytinga og hagsveiflna

- Gengi krónunnar hefur hækkað mikið undanfarin ár – en kemur ekki á óvart í ljósi efnahagsuppsveiflu
- Raungengissveiflur þekkjast hér eins og í öðrum litlum og opnum hagkerfum – ekki síst í þeim sem reiða sig á hrávöruframleiðslu ... þekkjast jafnvel í löndum í myntbandalagi og sem notast við myntráð

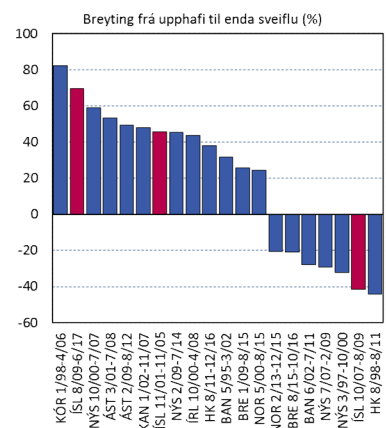
Hagsveiflan og raungengið 1990-2016<sup>1</sup>



Hagvöxtur og gengi í 15 iðnríkjum 2010-2016<sup>2</sup>



Tuttugu gengissveiflur í iðnríkjum frá 1995<sup>3</sup>



1. Mismunur framleiðsluspennu á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum. Raungengi er miðað við hlutfallslegt neysluverðlag. Myndin sýnir ársmeðaltöl ársfjórðungsgagna.  
2. Uppsafnaður hagvaxtarmunur er mismunur breytingar VLF frá 2010 til 2016 fyrir hvert land og fyrir evrusvæðið. Breyting á gengi gjaldmiðla gagnvart EUR er breyting milli ársmeðaltala 2010 og 2016. Hækkun táknar hækkun viðkomandi gjaldmiðils gagnvart EUR. 3. Breytingar í raungengi frá hápunkti (lágpunkti) til lágpunkts (hápunkts). Nánari skýringar á aðferðafræði er að finna í Seðlabanki Íslands (2017).  
Heimild: Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólguþætti: reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, Sérít nr. 11 (væntanlegt).

SEÐLABANKI ÍSLANDS

# Staða efnahagsmála og mótun peningastefnunnar



Háskóli Íslands  
19. september 2017

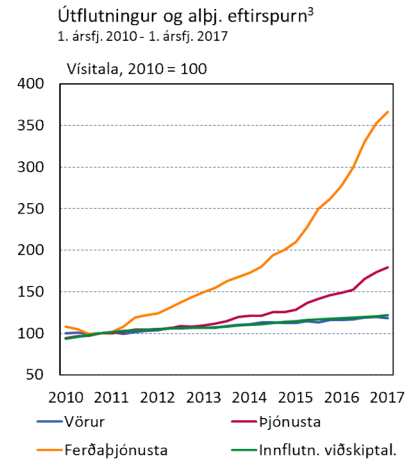
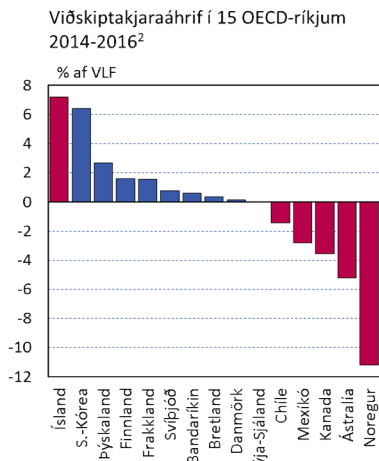
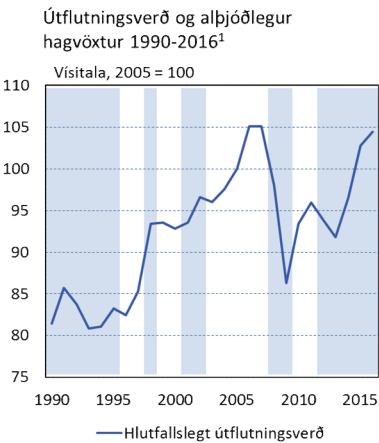
Pórarinn G. Pétursson  
Aðalhogfræðingur Seðlabanka Íslands



# Staða efnahagsmála

# Hagstæð ytri skilyrði sem rekja má til ytri búhnykkja

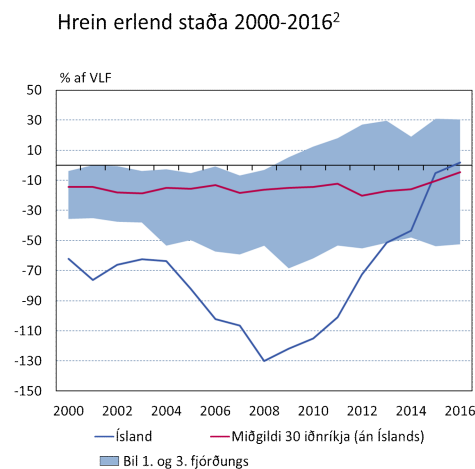
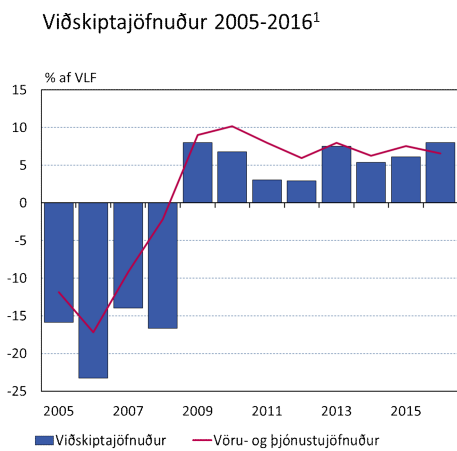
- Hlutfallslegt útflutningsverð hækkaði um 17% 2014-16 – óvenjulegt í ljósi hægs alþjóðlegs hagvaxtar ... skilar sér í meiri viðskiptakjarabata en meðal OECD-ríkja
- Útflutningur hefur einnig vaxið hratt: drifinn áfram af vexti ferðaþjónustu – sem hefur hátt í fjórfaldast að umfangi síðan 2010



1. Útflutningsverð Íslands í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda (fært í sama gjaldmiðli með vísitölu meðalgengis). Skýggða svæðið sýnir ár þar sem heimshagvöxtur er undir 25 ára meðaltali (1992-2016). 2. Mismunur kaupmáttar útflutnings og útflutningsmagns í hlutfalli af VLF fyrra árs. Samtals áhrif fyrir árin 2014-2016. Þau lönd sem eru flokkuð sem hrávörutflutjendur miðað við vægi hrávöru í hreinum útflutningi eru táknuð með rauðlitum súlum. 3. Fjögurra ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, OECD, Sameinuðu þjóðirnar (UNCTAD), Seðlabanki Íslands.

# Ytri staða þjóðarbúsins hefur tekið stakkaskiptum

- Uppsveiflan fyrir fjármálakreppu var fjármögnuð með erlendu lánsfé: mikill viðskiptahalli og sífellt vaxandi erlendar skuldir
- Alger umskipti í núverandi uppsveiflu: verulegur viðskiptaafgangur í hátt í áratug og hrein erlend staða var í árslok 2016 orðin jákvæð í fyrsta skipti frá upphafi mælinga

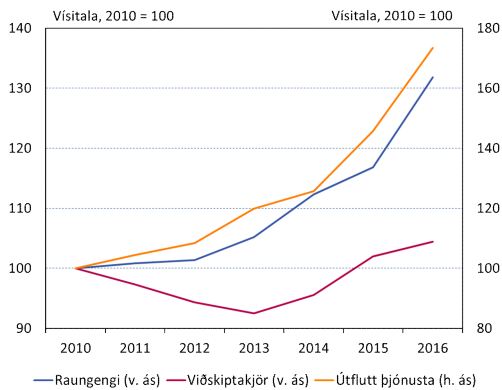


1. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður (án áhrifa fallinna fjármálafyrirtækja 2008-2015 og lyfjafyrirtækisins Actavis 2009-2012 á jöfnuð frumþáttatekna. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir beint mældri fjármálaþjónustu (FSIM) fallinna fjármálafyrirtækja. 2. Tölur fyrir árin 2008-2014 fyrir Ísland byggjast á mati á undirliggjandi hreinni erlendri stöðu.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Gengi krónunnar lækkar eftir mikla hækkun í fyrra

- Gengi krónunnar hækkaði töluvert meginhluta síðasta árs ... í takt við mikinn útflutningsvöxt og bætt viðskiptakjör
- Það hefur hins vegar lækkað undanfarið og sveiflur hafa aukist: gengið er um 2½% lægra en það var um áramótin og 12% lægra en það var hæst snemma í júní – það er hins vegar enn tæplega 5% hærra en það var á sama tíma í fyrra

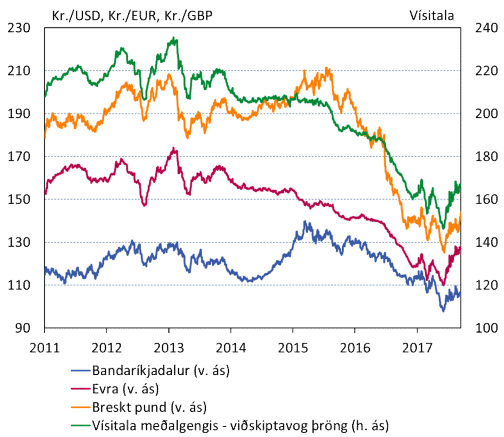
Raugengi, viðskiptakjör og útflutningur 2010-2016



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart krónu

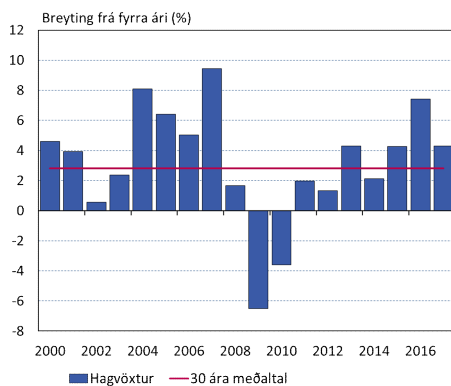
Daglegar tölur 3. jan. 2011 - 15. september 2017



## Hagvöxtur hefur verið verulegur ...

- Hagvöxtur í fyrra var 7,4% og kemur í kjölfar 4,3% hagvexti 2015 – langt yfir meðalhagvexti og hagvexti í öðrum iðnríkjum
- Hagvöxtur var 4,3% á H1/2017 – nokkru minni en í fyrra – m.a. vegna áhrifa sjómannaferkfalls á Q1
- VLF hefur vaxið um 28% frá því að hún náði lágmarki snemma 2010 – komin ríflega 8% yfir fyrra hámark

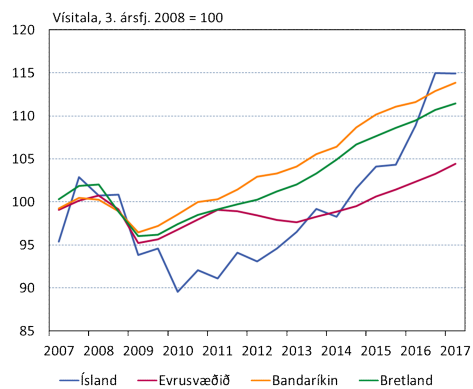
Hagvöxtur 2000-2017<sup>1</sup>



1. Hagvaxtatalan fyrir 2017 er fyrir fyrri hluta ársins. 2. Meðaltal árstíðarleiðréttra árs hluta. Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

VLF á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum<sup>2</sup>

1. árs hl. 2007 - 1. árs hl. 2017

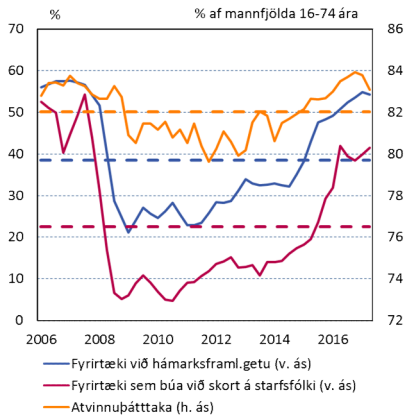




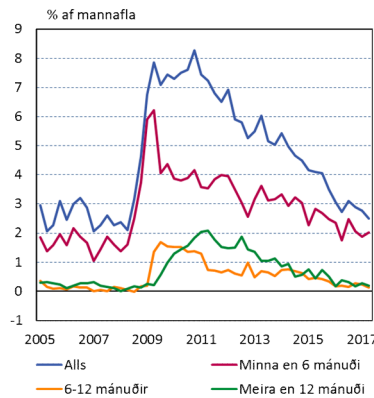
## ... og töluverð spenna hefur myndast í þjóðarbúinu

- Viðvarandi skortur á starfsfólki, atvinnuþátttaka sögulega há og fyrirtækjum sem starfa við eða umfram fulla framleiðslugetu heldur áfram að fjölga ... atvinnuleysi komið í 2,5% og hefur ekki verið minna síðan á Q2/2008
- Vaxandi spenna í þjóðarbúinu – en á móti vegur mikill innflutningur á erlendu vinnuafli

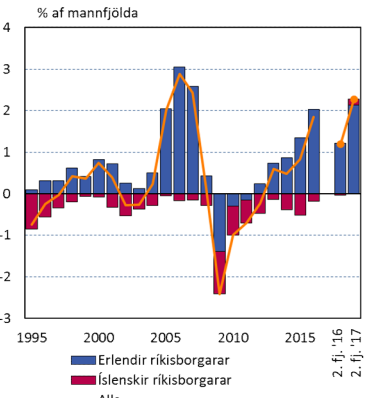
Nýting framleiðsluþátta og atvinnuþátttaka<sup>1</sup>



Atvinnuleysi eftir tímallengd<sup>2</sup>  
1. ársfj. 2005 - 2. ársfj. 2017



Aðfluttir umfram brottflutta 1995-2017<sup>3</sup>

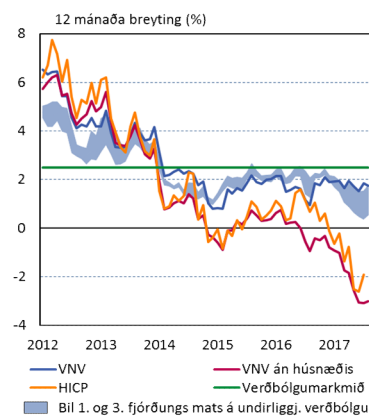


1. Mælikvarðar á nýtingu framleiðsluþátta eru úr viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins en atvinnuþátttaka samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Árstíðarleiðréttar tölur fyrir tímabilið 1. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2017. Brotalínur sýna meðalhlutföll tímabilsins. 2. Árstíðarleiðréttar tölur. 3. Búferlaflutningar fólks á aldrinum 20-59 ára í hlutfalli af mannfjölda sama aldurshóps í upphafi árs. Árlegar tölur 1995-2016 og uppsafnaðar tölur frá áramótum á 2. fjórðungi árunna 2016 og 2017.  
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

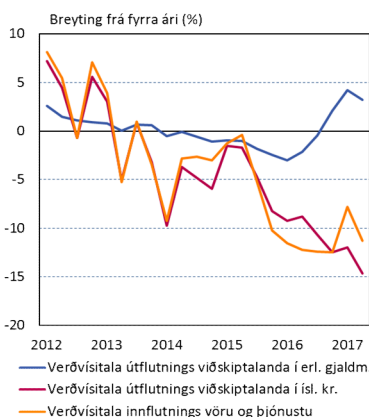
## Verðbólga við eða undir markmiði í tæplega 4 ár ...

- Verðbólga var 1,7% í ágúst og hefur verið á bilinu 1,5-2% undanfarið ár – undirliggjandi verðbólga mælist minni á flesta mælikvarða og án húsnæðis mælist mikil lækkun verðlags
- Sem fyrr vegast á áhrif innfluttrar verðhjöðunar og hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu

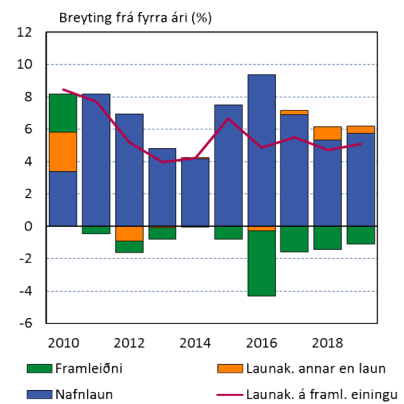
Mæld og undirliggjandi verðbólga<sup>1</sup>  
Janúar 2012 - ágúst 2017



Innflutningsverð og alþj. útfl.verð<sup>2</sup>  
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2017



Launakostnaður á framl. einingu og framlag undirliða 2010-2019<sup>3</sup>

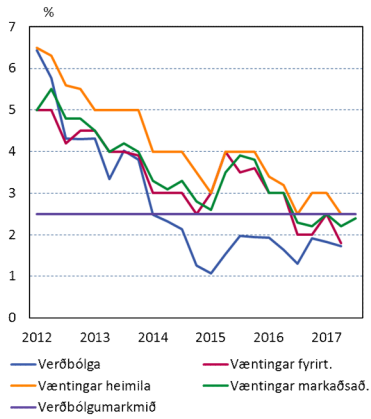


1. Skýggða svæðið inniheldur bil 1. og 3. fjórðungs mats á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölum sem undanskilja sveifukennða matvöruverð, bensín, opinbera þjónustu, reiknaða húsaleigu, áhrif breytinga á óbeinu sköttum og raunvöxtum húsnæðislána en eining með tölfræðilegum mælikvörðum eins og vögu miðgildi, klipptum meðaltölum og kviku þáttalíkanu. 2. Grunnspá Seðlabankans 2015-2019. 3. Framleiðniaukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2015-2019.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

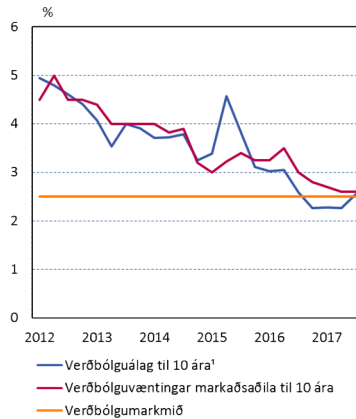
## ... og kjölfesta verðbólguvæntingar hefur styrkst

- Skammtíma-verðbólguvæntingar heimila, fyrirtækja og markaðsaðila við eða nálægt markmiði ...
- ... hið sama má segja um langtíma-verðbólguvæntingar: markaðsaðilar búast við 2½% verðbólgu næstu 5-10 ár
- Mikil breyting frá því sem áður var: virðist hafa tekist að skapa verðbólguvæntingum kjölfestu í verðbólgu-markmiðinu

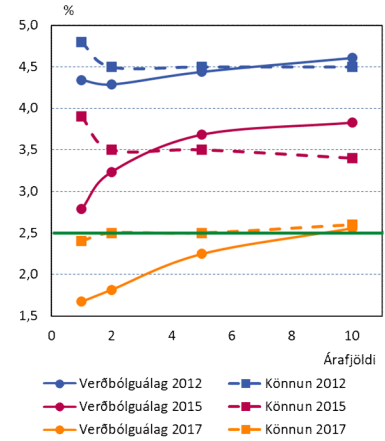
Verðbólga og árs verðbólguvæntingar  
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2017



Langtímaverðbólguvæntingar  
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2017



Verðbólguvæntingar til 1-10 ára²  
Mælingar á 3. ársfj. 2012, 2015 og 2017



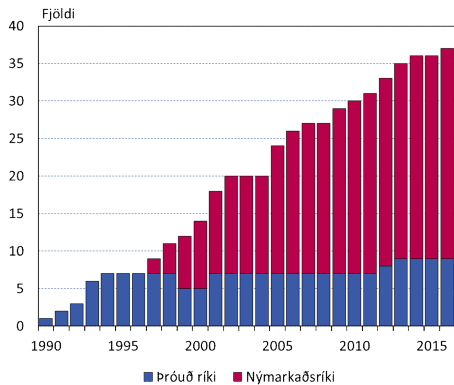
1. Talan fyrir 3. ársfjórðung 2017 er meðaltal það sem af er fjórðungnum. 2. Verðbólguvæntingar til 1, 2, 5 og 10 ára út frá verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði (ársfjórðungsleg meðaltöl) og könnun meðal markaðsaðila.  
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

# Peningastefnan

## Rammi peningastefnunnar

- Núverandi fyrirkomulag verðbólguþrönguvarmiðs var tekið upp árið 2001: í takt við alþjóðlega þróun þar sem æ fleiri ríki hafa tekið upp þessa stefnu: nú 37 ríki – þar af 9 iðnríki og 28 nýmarkaðsríki (og 17 af 19 OECD-ríkjum sem hafa eigin gjaldmiðil)
- Breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar með peningastefnunefnd og endurbótum á framkvæmd og útfærslu stefnu

Fjöldi ríkja þar sem peningastefnan byggist á formlegu verðbólguþrönguvarmiði



- Endurbætur verðbólguþrönguvarmiðs
- Aukin notkun gjaldeyrisingripa
- Notkun þjóðhagsvarúðartækja

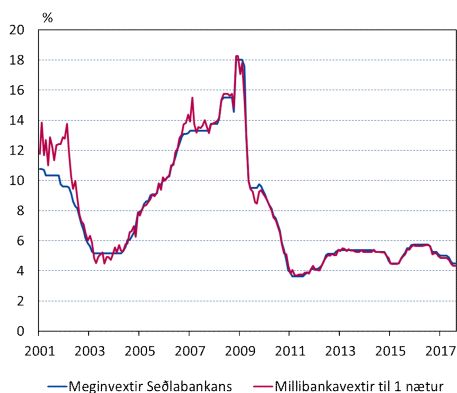
Verðbólguþrönguvarmiði plús

Heimildir: Hammond (2012), heimasiður seðlabanka, Seðlabanki Íslands.

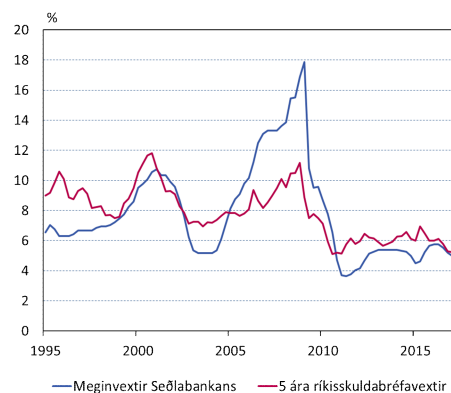
## Meginstjórn tæki peningastefnunnar

- Með vöxtum sínum reynir Seðlabankinn að hafa áhrif á skammtíma- og langtíma vexti á markaði
- Meginvextir Seðlabankans eru nú 4,5% og hafa því lækkað um 1,25 prósentur frá sama tíma í fyrra ... þeir hafa einungis einu sinni verið lægri á þessari öld ... og langtíma vextir þeir lægstu síðan 1995

Vextir Seðlabankans og markaðsvextir<sup>1</sup>  
Janúar 2001 - ágúst 2017



Vextir Seðlabankans og langtíma vextir<sup>2</sup>  
1. ársfj. 1995 - 2. ársfj. 2017

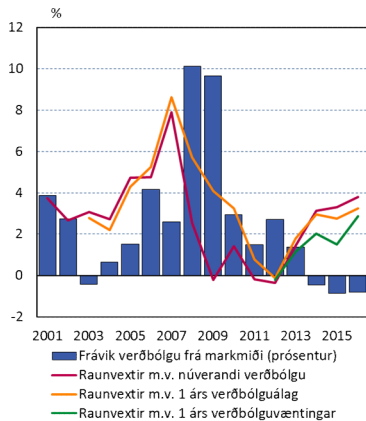


1. Meginvextir Seðlabankans eru vextir á 7 daga veðlámum fram til 31. mars 2009, vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabanknum frá 1. apríl 2009 til 30. september 2009, meðaltal vaxta á innlánsreikningum og á 28 daga innstæðubréfum frá 1. október 2009 til 20. maí 2014 og vextir á 7 daga bundnum innlámum frá 21. maí 2014. Mánaðarleg meðaltöl. 2. Fram til 2. ársfj. 2001 er notast við 5 ára vexti metna út frá ávöxtunarferli ríkisbréfa með Nelson-Siegel-aðferðinni. Heimild: Seðlabanki Íslands.

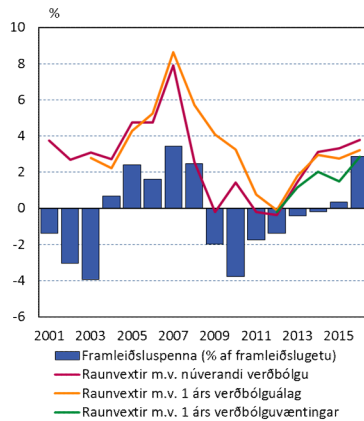
# Vaxtaþróun og þróun efnahagsmála

- Vaxtaþróun hér á landi þarf að setja í samhengi við stöðu hagsveiflu og frávik verðbólgu frá markmiði
- Vaxtabreytingar undanfarin ár þarf einnig að setja í samhengi við baráttu við að skapa verðbólguvæntingum trausta kjölfestu: vextir hafa hækkað þegar væntingar taka að hækka og vextir lækka á ný þegar væntingar taka að lækka

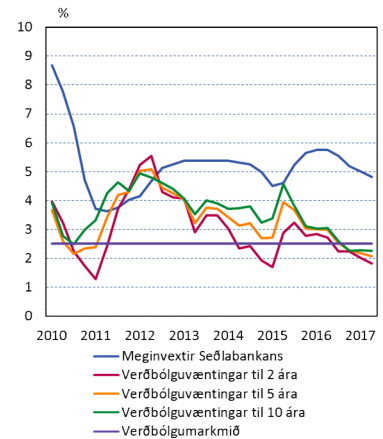
Raunvextir Seðlabankans og frávik verðbólgu frá markmiði 2001-2016



Raunvextir Seðlabankans og framleiðsluspenna 2001-2016



Meginvextir og verðbólguvæntingar<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2017

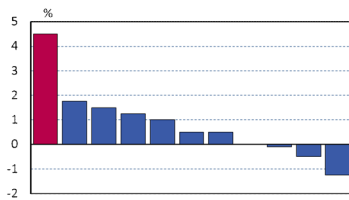


1. Verðbólguvæntingar metnar með verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

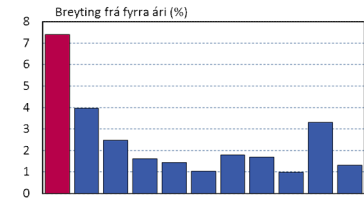
# Vextir og hagsveifla í alþjólegu samhengi

- Vextir hér hærra en í öðrum iðnríkjum – þótt verðbólga sé svipuð: endurspeglar gjörólíka stöðu efnahagsmála: þótt alþjóðlegur hagvöxtur sé farinn að taka við sér er enn víða töluverður slaki til staðar og vöxtur nafneftirspurnar og launa hægur

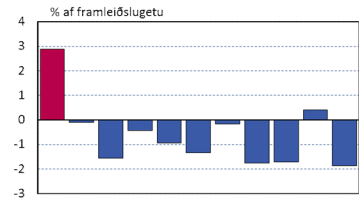
Meginvextir seðlabanka<sup>1</sup>



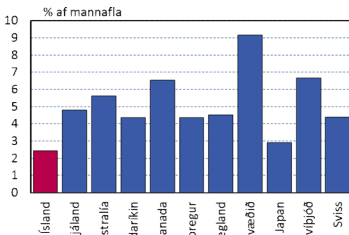
Hagvöxtur 2016



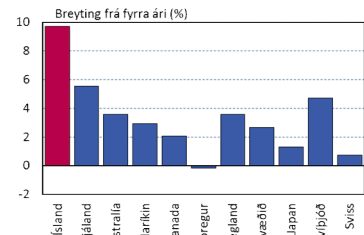
Framleiðsluspenna 2016<sup>2</sup>



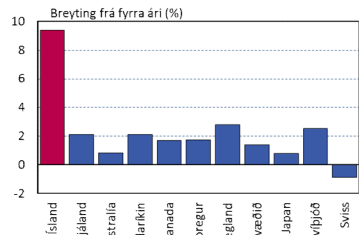
Atvinnuleysi 2. ársfj. 2017<sup>3</sup>



Vöxtur nafnvirðis VLF 2016



Launahækkunir 2016<sup>4</sup>

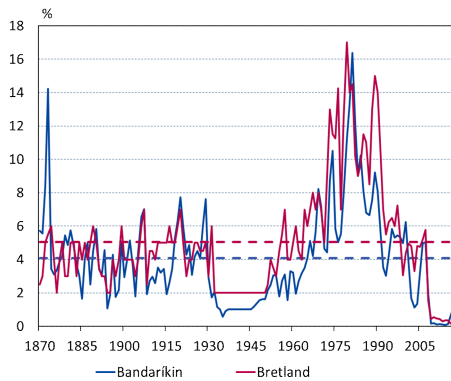


1. Nýjasta mæling. 2. Mat á framleiðsluspennu frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum nema fyrir Evrusvæðing og Sviss (frá OECD) og Ísland (Peningamáli 2017/3). 3. Samræmd mæling árstíðarleiðrétts atvinnuleysis. 4. Nafnlaunahækkunir frá OECD nema fyrir Ísland (Peningamáli 2017/3 og Nýja-Sjáland (Monetary Policy Statement, ágúst 2017). Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, heimasíður seðlabanka, OECD, Seðlabanki Íslands.

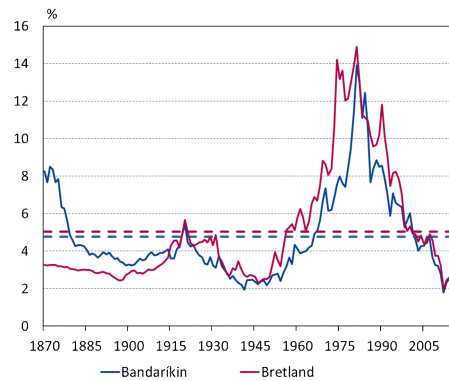
## Alþjóðlegir vextir í sögulegu samhengi

- Vextir helstu iðnríkja eru nálægt núlli og hafa aldrei verið eins lágir: þeir eru vel undir sögulegu 4-5% meðaltali ... sem er áþekkt því sem vextir á Íslandi eru í dag
- Vaxtamunur milli Íslands og annarra þróaðra landa endurspeglar því að stórum hluta óvenju lága alþjóðavexti

Skammtíma vextir í Bandaríkjunum og Bretlandi 1870-2017<sup>1</sup>



Langtíma vextir í Bandaríkjunum og Bretlandi 1870-2017<sup>2</sup>



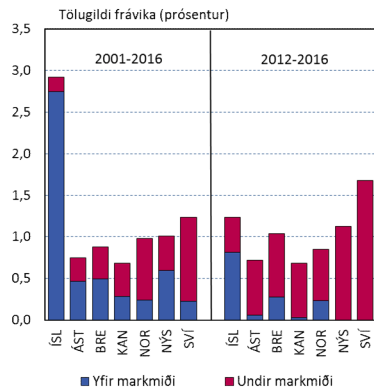
1. Samsett röð úr mismunandi skammtíma vöxtum. 2. Vextir á 10 ára ríkisskuldabréfum. Tölur fyrir 2017 eru nýjustu tölur (snemma í september 2017). Brotalínur sýna meðaltöl tímabilsins 1870-2017. Heimildir: Englandsbanki, Seðlabanki Bandaríkjanna, O. Jorda, M. Schularick og A. M. Taylor (2014), „The great mortgaging: Housing finance, crises, and business cycles“ NBER Working Paper Series no. 20501, M. Schularick og A. M. Taylor (2012), „Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles and financial crises“, *American Economic Review*, 102, 1029-1061.

# Er árangur peningastefnunnar að batna?

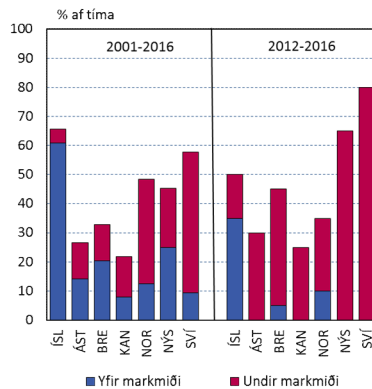
## Frávik frá markmiði hafa minnkað undanfarin ár ...

- Frá 2001 hafa frávik verðbólgu frá markmiði verið bæði verið stór og þrálát ... lakari árangur en meðal annarra landa
- Árangurinn hefur batnað töluvert undanfarin 5 ár: meðalfrávik hafa minnkað töluvert og stór frávik eru mun fátíðari en áður ...
- ... nú ekki einungis yfirskot heldur einnig undirskot – sem er nauðsynlegt ef verðbólga á að meðaltali að vera í markmiði

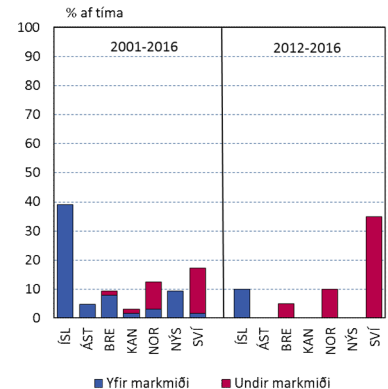
Meðalfrávik frá verðbólgu markmiði<sup>1</sup>



Frávik umfram 1 prósentu frá markmiði<sup>2</sup>



Frávik umfram 2 prósentur frá markmiði<sup>3</sup>

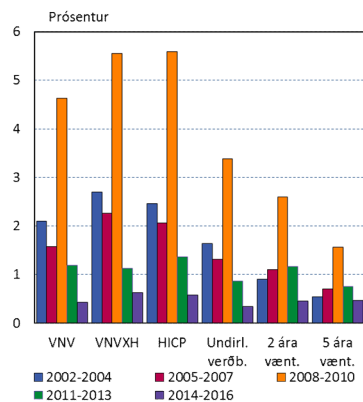


1. Tölugildi meðalfrávika frá verðbólgu markmiði (út frá mælikvarða á verðbólgu sem verðbólgu markmið hvers lands miðast við) og hlutfallslegt framlag frávik yfir og undir markmiði. 2. Tíðni frávik umfram 1 prósentu frá verðbólgu markmiði (út frá mælikvarða á verðbólgu sem verðbólgu markmið hvers lands miðast við) og hlutfallslegt framlag frávik yfir og undir markmiði. 3. Tíðni frávik umfram 2 prósentur frá verðbólgu markmiði (út frá mælikvarða á verðbólgu sem verðbólgu markmið hvers lands miðast við) og hlutfallslegt framlag frávik yfir og undir markmiði.  
Heimild: Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólgu markmiði: Reyntan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, Sérít nr. 11.

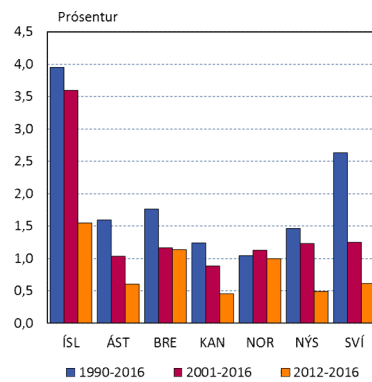
## ... og sveiflur í verðbólgu og -væntingum minnkað

- Bættur árangur við að halda verðbólgu í skefjum hefur m.a. skilað sér í því að sveiflur í verðbólgu og verðbólguvæntingum hafa minnkað frá því sem áður var ... sveiflur eru eftir sem áður meiri en í öðrum iðnríkjum en munurinn hefur minnkað mikið
- Hefur einnig skilað sér í minnkandi óvissu um framtíðar verðbólguhorfur

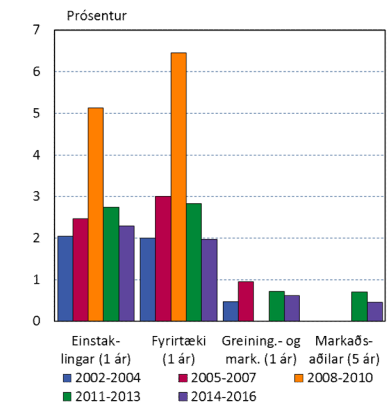
Sveiflur í verðbólgu og verðbólguvæntingum<sup>1</sup>



Sveiflur í verðbólgu 1990-2016<sup>2</sup>



Sundurleitni verðbólguvæntinga<sup>3</sup>

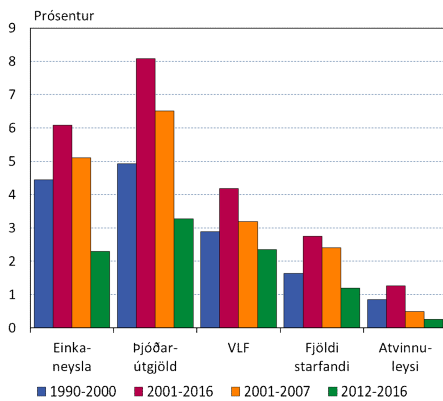


1. Staðalfrávik í mismunandi mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingum fyrir 5 jafnlöng tímabil frá 1. ársfj. 2002 - 4. ársfj. 2017. Undirliggjandi verðbólga er metin með miðgildi sex tölfræðilegra mælikvarða (fimm klippra meðaltala og vegins miðgildis). Notast er við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði sem mælikvarða á verðbólguvæntingum til 2 og 5 ára (gögn einungis frá 2003). 2. Staðalfrávik í ársverðbólgu miðað við ársfjórðungsleg meðaltöl vísitölu neysluverðs. 3. Staðalfrávik í svörum um verðbólguvæntingar fyrir 5 jafnlöng tímabil frá 1. ársfj. 2002 - 4. ársfj. 2017 (linuleg brúun notuð þar sem mælingar vanta). Ekki voru gerðar kannanir meðal greiningar- og markaðsaðila frá miðju ári 2008 og fram til ársbyrjunar 2012. Frá þeim tíma eru langtímaverðbólguvæntingar einnig kannaðar.  
Heimild: Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólgu markmiði: Reyntan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, Sérít nr. 11.

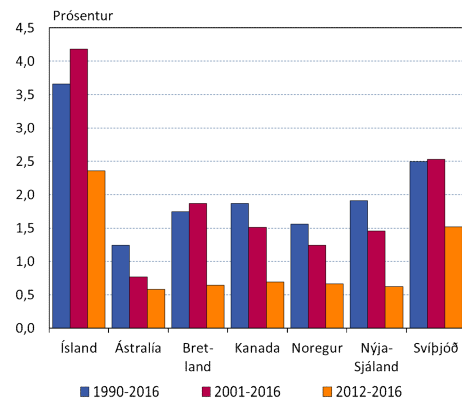
## Hagsveiflur hafa einnig farið minnkandi ...

- Hagsveiflur hafa einnig minnkað verulega hér á landi frá því sem áður var – hvort sem horft er á hagvöxt, innlenda eftirspurn eða vinnumarkað ...
- ... sveiflurnar eru þó eftir sem áður meiri en í öðrum iðnríkjum – en munurinn hefur minnkað verulega

Sveiflur í ýmsum hagstærðum 1990-2016<sup>1</sup>



Sveiflur í hagvexti 1990-2016<sup>2</sup>

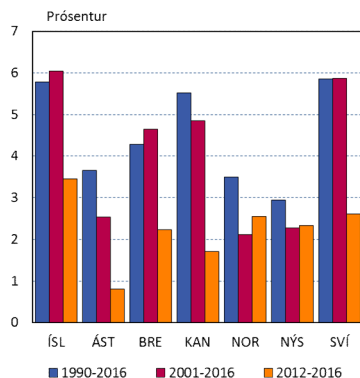


1. Staðalfrávik í ársbreytingu ýmissa þjóðhagsstærða. 2. Staðalfrávik í árhagvexti. Heimild: Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólgu markmiði: Reyntan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, Sérít nr. 11.

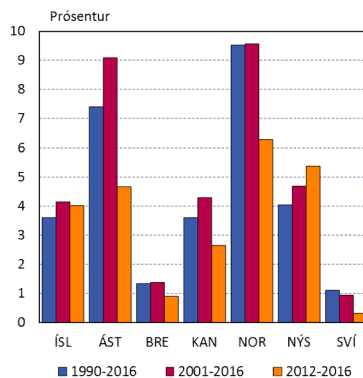
## ... með minni sveiflum í útflutningi og raunvöxtum

- Sveiflukennd ytri skilyrði eru oft nefnd sem ástæða meiri hagsveiflna hér á landi – eiga örugglega hlut að máli en þá einkum sveiflur í útflutningi fremur en í viðskiptakjörum ...
- ... en sveiflur í raunvöxtum veða einnig þungt – og aukin stöðugleiki þeirra er veigamikil ástæða minni hagsveiflna undanfarið

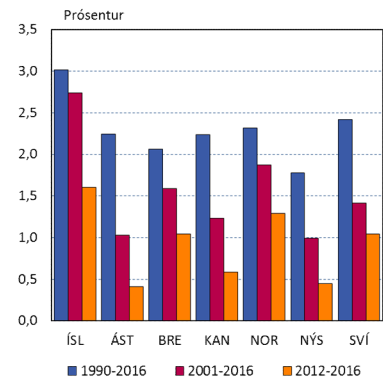
Sveiflur í útflutningi 1990-2016<sup>1</sup>



Sveiflur í viðskiptakjörum 1990-2016<sup>2</sup>



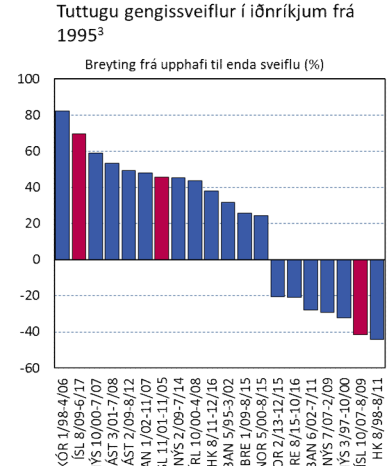
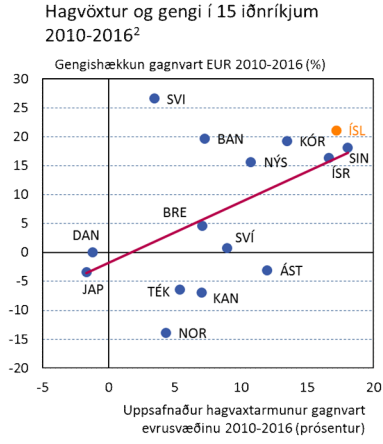
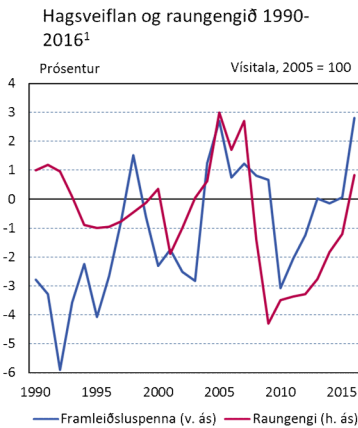
Sveiflur í langtímaraunvöxtum 1990-2016<sup>3</sup>



1. Staðalfrávik í ársbreytingu ársmeðaltals útflutnings vöru og þjónustu. 2. Staðalfrávik í breytingu ársmeðaltals viðskiptakjara. 3. Staðalfrávik ársfjórðungsmeðaltala langtímaraunvaxta (5-10 ára ríkisskuldabréfa) miðað við ársverðbólgu hvers tíma. Heimild: Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólgu markmiði: Reyntan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, Sérít nr. 11.

# Aukin fylgni gengisbreytinga og hagsveiflna

- Gengi krónunnar hefur hækkað mikið undanfarin ár – en kemur ekki á óvart í ljósi efnahagsuppsveiflu
- Raungengissveiflur þekkjast hér eins og í öðrum litlum og opnum hagkerfum – ekki síst í þeim sem reiða sig á hrávöruframleiðslu ... þekkjast jafnvel í löndum í myntbandalagi og sem notast við myntráð

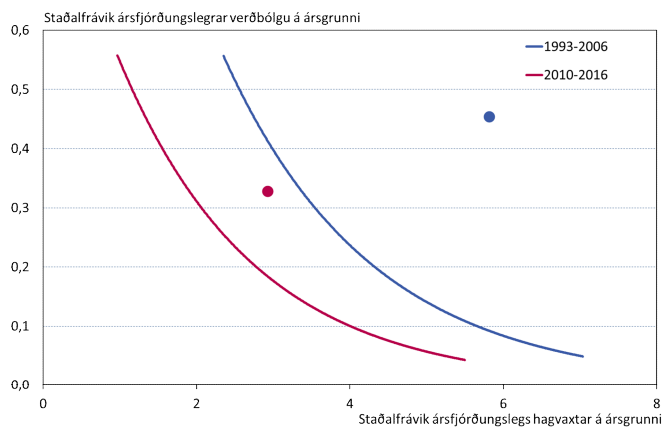


1. Mismunur framleiðsluspennu á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum. Raungengi er miðað við hlutfallslegt neysluverðlag. Myndin sýnir ársmeðaltöl ársfjórðungsgagna.  
 2. Uppsafnaður hagvaxtarmunur er mismunur breytingar VLF frá 2010 til 2016 fyrir hvert land og fyrir evrusvæðið. Breyting á gengi gjaldmiðla gagnvart EUR er breyting milli ársmeðaltala 2010 og 2016. Hækkun táknar hækkun viðkomandi gjaldmiðils gagnvart EUR. 3. Breytingar í raungengi frá hápunkti (lágpunkti) til lágpunkts (hápunkts). Nánari skýringar á aðferðafræði er að finna í Seðlabanki Íslands (2017).  
 Heimild: Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólguarkmiði: Reyntan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, Sérítt nr. 11.

# Peningastefnan að ná betri árangri en áður

- Vísendingar eru því um að peningastefnan sé orðin skilvirkari og að hún sé að ná meiri árangri en áður
- Mat á hagkvæmniþjáðri peningastefnunnar staðfestir það: hægt að ná hagstæðari samsetningu sveiflna í efnahagsumsvifum og verðbólgu en áður ... og raunverlegar sveiflur í hagvexti og verðbólgu hafa færst nær því sem best er mögulegt

Hagkvæmniþjáðri peningastefnunnar<sup>1</sup>



1. Hagkvæmniþjáðri sýnir þau þör staðalfráviks verðbólgu og hagvaxtar (í prósentum) út frá DSGE-líkani SÍ sem lágmarkar  $L = \lambda(\pi - \pi^T)^2 + (1 - \lambda)(y)^2$  fyrir mismunandi  $\lambda$  á bilinu 0-1 að því gefnu að peningastefnan ákvarðist út frá einfaldri Taylor-reglu, þar sem  $\pi$  er verðbólga,  $\pi^T$  er verðbólguarkmiðið og  $y$  er framleiðsluspenna. Punktarnir sýna þör staðalfráviks verðbólgu og hagvaxtar á þessum tímabilum. Notast er við árstíðaleiðrétt Kalman-síuð gögn.  
 Heimild: Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólguarkmiði: Reyntan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, Sérítt nr. 11.



Því er oft haldið fram að sveiflur í gengi krónunnar séu mun meiri en sveiflur í gjaldmiðlum annarra þróaðra landa. Innlendur gjaldeyrismarkaður er vissulega lítill og komið hafa tímabil þar sem sveiflur hafa verið miklar. Þær voru t.d. miklar í aðdraganda fjármálakreppunnar þegar ójafnvægið í innlendum þjóðarþúskap var mikið og þær jukust töluvert í fjármálakreppunni þegar gengi krónunnar féll verulega. Á tímabilum þegar jafnvægi er ágætt í þjóðarþúsku virðast sveiflur í gengi krónunnar hins vegar vera áþekkar og sveiflur í gengi annarra þróaðra ríkja og löng tímabil mikilla gengishækkana, eins og hefur verið hér á landi undanfarið ár, eru einnig vel þekkt í öðrum löndum. Þá virðist sem geta krónunnar til að jafna hagsveiflur hafi eflst á undanförunum árum.

**Gengissveiflur jukust í kjölfar losunar hafta en hafa minnkað á ný**  
Eins og mynd 1 sýnir hafa daglegar sveiflur í gengi krónunnar aukist frá áramótum. Staðalfrávik daglegra breytinga á gengi krónunnar gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu var að meðaltali um 0,2% árin 2015-2016 en í byrjun þessa árs fór það að hækka og sveiflur jukust enn frekar eftir að fjármagnshöft voru að mestu leyti losuð 14. mars sl. Þrjátíu daga staðalfrávik daglegra gengisbreytinga fór hæst í tæplega 1,5% er leið á síðasta sumar en síðustu mánuði hefur það tekið að minnka á ný og var í lok október komið niður í um 0,5% sem er svipað og t.d. staðalfrávik breska pundins og nýsjá-lenska dalsins. Níutíu daga staðalfrávik er áfram hærra en það hefur verið á undanförunum árum en það er einnig tekið að minnka, þótt það gerist hægar en í tilfelli þrjátíu daga staðalfráviksins, eðli máls samkvæmt.

**Gengissveiflur krónunnar í alþjóðlegum samanburði**  
Mynd 2 sýnir gengissveiflur krónunnar gagnvart gengisvísitölu allt frá árinu 1995 og samanburð við gengissveiflur í öðrum þróuðum ríkjum. Sýnd eru þrjátíu daga staðalfrávik en níutíu daga staðalfrávik segja sömu sögu. Eins og sjá má á myndinni þekkjast sveiflur svipaðar og í íslensku krónunni einnig í öðrum gjaldmiðlum og þær aukast gjarnan töluvert í tengslum við stóráföll í alþjóðlegum efnahagsmálum eins og Asíu-kreppuna og alþjóðlegu fjármálakreppuna en einnig í tengslum við ýmiss konar umrót í alþjóðamálum, eins og t.d. skuldakreppuna á evrusvæðinu og þjóðaratkvæðagreiðsluna í Bretlandi sumarið 2016.

Eins og búast má við eru sveiflur í gengi krónunnar nokkru minni en annarra gjaldmiðla á fastgengistímabilinu fram til ársins 2001 en þær eru einnig tiltölulega hóflegar á tímabilinu sem fjármagnshöft voru við lýði. Sveiflur voru hins vegar meiri á flotgengistímabilinu áður en fjármagnshöft voru innleidd. Það virðist þó fyrst og fremst litast af árunum í aðdraganda fjármálakreppunnar þegar ójafnvægið í þjóðarþúskapnum var mjög mikið og sveiflur í eignaverði verulegar. Á fyrstu árum verðbólgu markmiðsins er ekki að sjá að gengissveiflur séu mikið úr takti við það sem þekktist erlendis. Það sést betur á mynd 3 sem sýnir samanburð á gengissveiflum krónunnar við þær norsku og sænsku – en bæði Noregur og Svíþjóð byggja peningastefnu sína einnig á verðbólgu markmiði. Fram á árið 2005 eru sveiflur í gengi krónunnar áþekkar því sem þar þekktist en þegar líður á árið fer að skilja á milli. Sveiflur í gengi íslensku krónunnar voru að jafnaði heldur minni en þeirra norsku og sænsku á meðan fjármagnshöft voru við lýði en það snýst við eftir að þau voru að mestu leyti losuð. Undanfarið hafa sveiflurnar hins vegar verið áþekkar. Svipaða sögu er að segja þegar sveiflur í gengi krónunnar eru bornar saman við sveiflur í gjaldmiðlum hrávöruút-flytjenda eins og Ástralíu og Nýja-Sjálands en þar hafa gengissveiflur löngum verið mjög svipaðar að stærð og hér á landi (mynd 4). Hið

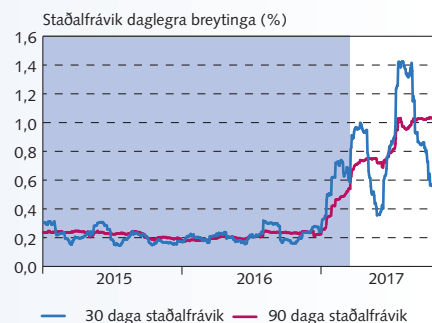
## Rammagrein 1

### Sveiflur í gengi krónunnar í alþjóðlegum samanburði

Mynd 1

Sveiflur í gengi krónunnar<sup>1</sup>

1. janúar 2015 - 30. október 2017

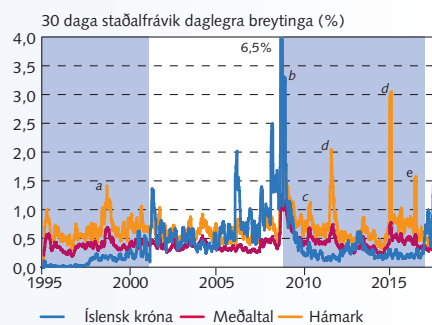


1. Gengi krónu gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Skyggða svæðið sýnir tímabil fjármagnshafta. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Gengissveiflur: gjaldmiðlar iðnríkja<sup>1</sup>

1. janúar 1995 - 30. október 2017

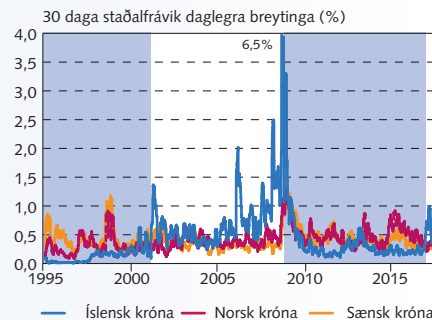


1. Gengi gjaldmiðla gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu (frá JP-Morgan fyrir aðra gjaldmiðla en ISK). Meðaltal og hámark sveiflna AUD, CAD, CHF, DKK, EUR (ECU fyrir 1999), GBP, JPY, NOK, NZD, SEK og USD. Fyrri skyggða svæðið sýnir fastgengistímabilið og seinna skyggða svæðið tímabil fjármagnshafta. Nokkur tímabil aukinna gengissveiflna eru einnig merkt inn á myndina: a. Asíu-kreppan. b. Alþjóðlega fjármálakreppan. c. Skuldakreppan á evrusvæðinu. d. Miklar sveiflur í tengslum við upphaf og endi tilraunar svissneska seðlabankans við að hemja hækkun svissneska frankans. e. Þjóðaratkvæðagreiðsla Breta um útgöngu úr ESB. Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Gengissveiflur: norrænar krónur<sup>1</sup>

1. janúar 1995 - 30. október 2017

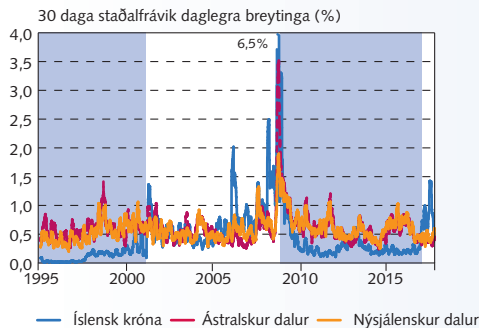


1. Gengi gjaldmiðla gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu (frá JP-Morgan fyrir aðra gjaldmiðla en ISK). Fyrri skyggða svæðið sýnir fastgengistímabilið og seinna skyggða svæðið tímabil fjármagnshafta. Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

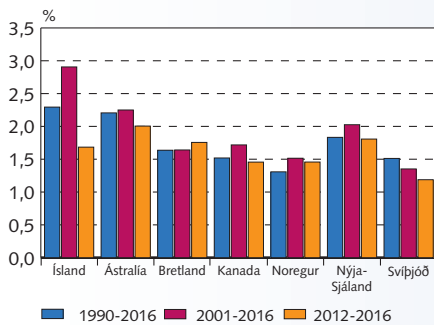
Gengissveiflur: hrávörugjaldmiðlar<sup>1</sup>

1. janúar 1995 - 30. október 2017



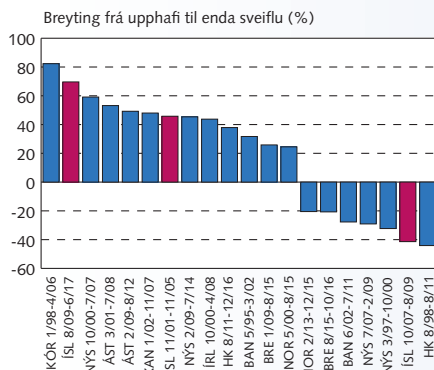
1. Gengi gjaldmiðla gagnvart viðskiptavæðinni gengisvísitölu (frá JP-Morgan fyrir aðra gjaldmiðla en ISK). Fyrsta skyggða svæðið sýnir fastgengistímabilið og seinna skyggða svæðið tímabil fjármagnshatta. Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Sveiflur í raungengi 1990-2016<sup>1</sup>

1. Staðalfrávik mánaðarbreytinga í raungengi (hlutfallslegt verðlag). Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn í Basel, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Tuttugu gengissveiflur í iðnríkjum frá árinu 1995<sup>1</sup>

1. Breytingar í raungengi frá hápunkti (lágpunkti) til lágpunkts (hápunkts). Löndin eru Ástralía (ÁST), Bandaríkin (BAN), Bretland (BRE), Hong Kong (HK), Írland (ÍRL), Ísland (ÍSL), Kanada (KAN), Noregur (NOR), Nýja-Sjáland (NYS) og Suður-Kórea (KÓR). Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn í Basel, Seðlabanki Íslands.

sama sést þegar sveiflur í raungengi landa sem fylgja sams konar peningastefnu og gert er hér á landi eru bornar saman. Eins og mynd 5 sýnir eru sveiflur í mánaðarlegum breytingum raungengis meiri hér á landi þegar litið er á allt tímabilið frá árinu 2001 en það litast mjög af hruni gjaldmiðilsins í fjármálakreppunni. Á síðustu fimm árum hafa sveiflurnar verið áþekkar hér á landi og í samanburðarlöndunum.

## Langar sveiflur í raungengi eru tiltölulega algengar ...

Þegar fjallað er um gengissveiflur er ekki nóg að líta einungis til skammtímasveiflna eins og sveiflna milli daga eða mánaða. Gengi gjaldmiðla hefur einnig tilhneigingu til að hækka eða lækka yfir löng tímabil og þessar löngu sveiflur eru ekki síður mikilvægar, t.d. fyrir útflutningsfyrirtæki sem hyggjast sækja á nýja markaði. Frá árinu 1995 má finna þrjár slíkar sveiflur í gengi krónunnar (sjá Seðlabanki Íslands, 2017): frá nóvember 2001 til nóvember 2005 þegar raungengið hækkaði um ríflega 45%, tímabilið frá október 2007 til ágúst 2009 þegar það lækkaði um ríflega 41% og nýjasta tímabilið frá ágúst 2009 til júní í ár þegar það hækkaði um tæplega 70%. Eins og mynd 6 sýnir þekkjast svo stórar og langvinnar raungengissveiflur einnig í öðrum þróuðum ríkjum. Þetta sést jafnvel betur á mynd 7 sem sýnir þróun raungengis í þessum tveimur hækkunarferlum í samanburði við nokkur önnur ríki.

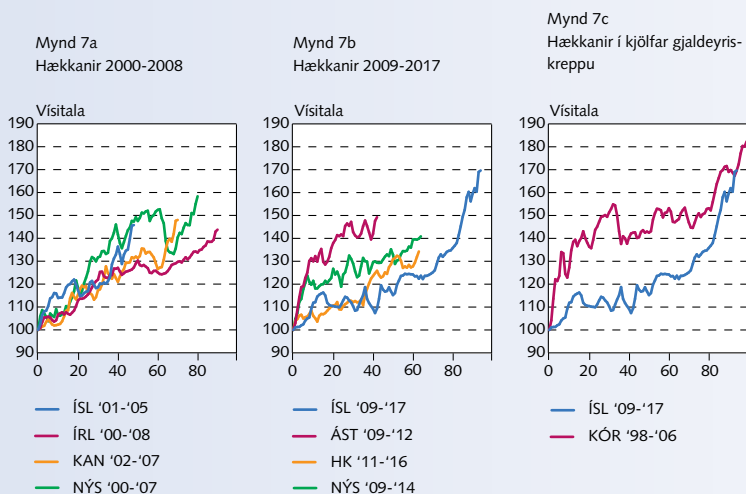
Mynd 7a sýnir hækkunarferlið á fyrri hluta aldarinnar í aðdraganda fjármálakreppunnar. Eins og sjá má var hækkun raungengis hér á landi áþekkt því sem var á svipuðum tíma í Kanada og Nýja-Sjálandi. Hækkunin er einnig mjög svipuð og var á Írlandi, sem þó var innan evrusvæðisins. Mynd 7b sýnir nýjasta hækkunarferlið eftir fjármálakreppuna. Þar sést að raungengi fjölda annarra gjaldmiðla hækkaði einnig mikið á þessum tíma. Þetta á sérstaklega við um gjaldmiðla hrávörútflytjenda eins og Ástralíu og Nýja-Sjáland, en jafnvel land eins og Hong Kong sem byggir gengisstefnu sína á myntráði stóð frammi fyrir mikilli hækkun raungengis þótt hún væri ekki eins mikil og varð hér á landi. Að hluta endurspeglar þessi mikla raungengishækkun hér á landi að þjóðarbúið er að koma upp úr djúpri efnahagskreppu í kjölfar fjármálakreppunnar. Það er ekki óvanalegt að raungengi sem lækkar mikið í gjaldeyriskreppu eins og þeirri íslensku hækki mikið í kjölfarið. Þetta sést á mynd 7c sem sýnir nýjasta hækkunarferlið í samanburði við hækkun raungengis Suður-Kóreu í kjölfar banka- og gjaldeyriskreppunnar þar í landi á seinni hluta tíunda áratugar síðustu aldar.<sup>1</sup> Raungengið hækkaði um ríflega 80% í Suður-Kóreu yfir ríflega átta ára tímabil en um 70% hér á landi yfir tæplega átta ára tímabil.

## ... og geta verið nauðsynlegur hluti aðlögunar þjóðarbúsins að efnahagsáföllum og búhnykkjum

Þegar fjallað er um gengissveiflur er mikilvægt að gera greinarmun á milli gengisbreytinga sem endurspeglar breytingar á undirliggjandi efnahagsaðstæðum í hverju landi í samanburði við umheiminn og gengissveiflna sem eru umfram það. Þær síðarnefndu eru til þess fallnar að ýkja hagsveiflur en þær fyrrnefndu eru í raun æskilegur hluti aðlögunar þjóðarbúsins að efnahagslegum áföllum og búhnykkjum. Dæmi um slíkt væri t.d. utanaðkomandi efnahagsáfall eins og aflabrestur eða rýrnun viðskiptakjara. Í kjölfar slíkra áfalla ætti gengi krónunnar að lækka að öðru óbreyttu sem gerir það að verkum að verð innlendrar framleiðslu lækkar í hlutfalli við verð samþærilegrar framleiðslu erlendis. Það vegur á móti samdráttaráhrifum efnahagsáfallsins og gerir það að verkum að áhrif þess á atvinnu

1. Í báðum þessum löndum hafði raungengið lækkað um 40% í kreppunni.

## Mynd 7

Langar raungengishækkanir í nokkrum iðnríkjum<sup>1</sup>

1. Myndirnar sýna þróun raungengis frá upphafi til loka hækunarferils (upphafsmánuður = 0) í nokkrum iðnríkjum: Íslandi (nóv. 2001 - nóv. 2005 og ágúst 2009 - júní 2017), Ástralíu (feb. 2009 - ágúst 2012), Hong Kong (ágúst 2011 - des. 2016), Írlandi (okt. 2000 - apríl 2008), Kanada (jan. 2002 - nóv. 2007), Nýja-Sjáland (okt. 2000 - júlí 2007 og feb. 2009 - júlí 2014) og Suður-Kóreu (jan. 1998 - apríl 2006).

Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn í Basel, Seðlabanki Íslands.

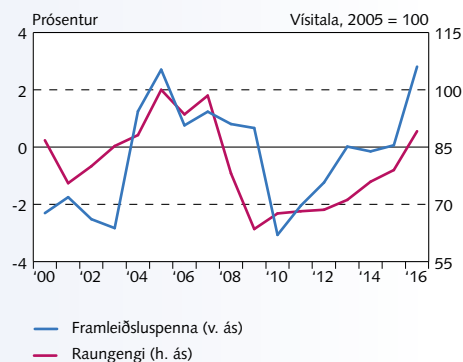
og innlend efnahagssumsvif verða minni en ella. Þar að auki gerir gengislækkunin það að verkum að innlend raunlaun verða lægri en ella sem bætur samkeppnisstöðu þjóðarbúsins sem veitir þjóðarbúskapnum viðspyrnu í kjölfar efnahagsáfallsins. Þá verður innflutt vara og þjónusta dýrari en það gerir það að verkum að hærra hlutfall innlendrar eftirspurnar beinist að innlendri framleiðslu sem styður einnig við efnahagsbatann. Hið sama gerist þegar efnahagssumsvif aukast í kjölfar utanaðkomandi búhnykks, eins og t.d. bættra viðskiptakjara og aukins útflutnings, eða í kjölfar hagstjórnarlegrar örvunar eftirspurnar, eins og t.d. slökunar á aðhaldi opinberra fjármála. Í því tilviki ætti gengið að hækka að öðru óbreyttu og vega þannig á móti auknum efnahagssumsvifum með því að hægja á útflutningi og beina hluta efnahagsbatans út úr landinu með því að auka hlutfallslega eftirspurn eftir innfluttri vöru og þjónustu.<sup>2</sup> Þetta samspil gengis og hagsveiflu undanfarin ár sést ágætlega á mynd 8: hún sýnir hvernig gengið lækkaði í kjölfar fjármálakreppunnar sem vó á móti samdrættinum og fæddi af sér fyrstu vísa efnahagsbatans. Með kröftugum hagvexti undanfarin tvö ár hefur efnahagsbatinn sótt verulega í sig veðrið í samanburði við helstu viðskiptalönd og þá hefur raungengið hækkað skarpt til að vega á móti áhrifum þessa og þannig stuðlað að því að hægja á batanum í átt að sjálfbærum langtímavexti þjóðarbúsins.

### Gengissveiflur undanfarinna ára frekar til þess fallnar að jafna hagsveiflur en að ýkja þær

Því má færa rök fyrir því að gengissveiflur undanfarinna ára hafi frekar stuðlað að því að jafna hagsveiflur hér á landi og séu því af hinu góða, þótt þær hafi reynt á viðnámsþrótt fyrirtækja og atvinnugreina sem standa frammi fyrir breyttum ytri aðstæðum. Það hefur hins vegar ekki ávallt verið þannig: stundum hafa þær frekar verið til þess fallnar að auka þær (sjá umfjöllun í Seðlabanki Íslands, 2012, kafli 13). Það virðist hins vegar vera að breytast (Seðlabanki Íslands, 2017): fram til ársins 2007 má að mestu leyti rekja gengissveiflur til svokallaðra „nafnskella“, eins og t.d. ófyrirséðra aðgerða í pen-

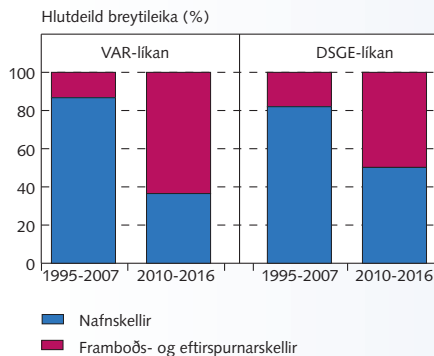
2. Sjá t.d. fráviksdæmi í *Peningamállum* 2017/2 sem lýsir mikilvægu hlutverki herra gengis í aðlögun þjóðarbúsins að búhnykkjum undanfarinna ára.

## Mynd 8

Hagsveiflan og raungengið 2000-2016<sup>1</sup>

1. Mismunur framleiðsluspenna á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum. Heimild: Seðlabanki Íslands (2017).

## Mynd 9

Sundurgreining gengissveiflna<sup>1</sup>

1. Undirliggjandi kerfisskellir metnir annars vegar með kerfisformi VAR-likans og hins vegar með DSGE-likani Seðlabankans. Sjá skýringar í megintexta.  
Heimild: Seðlabanki Íslands (2017).

ingamálum, sveiflna í veltuhraða peninga og skella sem rekja má til gengisins sjálfs (eins og t.d. sveiflna í áhættupóknun krónunnar), en einungis að litlu leyti til viðbragða við hagsveiflum sem drifnar eru áfram af breytingum á framboðs- eða eftirspurnaraðstæðum þjóðarbúsins (mynd 9).<sup>3</sup> Undanfarin ár virðist mega sjá breytingar á þessu. Breytingar á framboðs- og eftirspurnaraðstæðum þjóðarbúsins skýra nú mun stærri hluta gengissveiflna en áður og því virðist sem sveiflujöfnun gengis krónunnar hafi aukist. Tímabilið er hins vegar stutt og því er rétt að fara varlega við að draga of miklar ályktanir af þessum niðurstöðum. Þá er rétt að hafa í huga að á þessu tímabili eru fjármagnshöft við lýði sem drógu úr gengissveiflum sem drifnar eru áfram af spákaupmennsku. Ekki er því útilokað að vægi slíkra sveiflna aukist eitthvað á ný nú þegar höftin hafa verið losuð.

### Samantekt

Skammtímasveiflur í gengi krónunnar jukust nokkuð í kjölfar þess að fjármagnshöft voru losuð á fyrri hluta þessa árs en hafa hjaðnað á ný og eru nú áþekkar því sem þær voru á fyrri hluta fyrsta áratugar þessarar aldar þegar einnig var ágætt innra og ytra jafnvægi í þjóðarbúskapnum. Þær eru einnig svipaðar því sem þekkist meðal gjaldmiðla annarra þróaðra ríkja. Lengri gengissveiflur þekkjast einnig þar sem raungengi hækkar eða lækkar samfelld yfir löng tímabil. Þrjár slíkar sveiflur má finna í íslenskum gögnum frá árinu 1995 en svipaðar sveiflur má einnig finna í raungengi annarra þróaðra ríkja, sérstaklega ríkja sem reiða sig mikið á hrávöruútflytning eða ríkja sem ganga í gegnum bataskeið í kjölfar banka- og gjaldeyriskreppu. Gengishækkun undanfarinna ára virðist í meginatriðum endurspegla hraðan efnahagsbata hér á landi í samanburði við helstu viðskiptalönd og svo virðist sem gengið sinni betur sveiflujöfnunarhlutverki sínu nú en það gerði á árum áður.

### Heimildir

Seðlabanki Íslands (2012), „Valkostir Íslands í gjaldmiðils- og gengismálum“, *Sérít nr. 7*.

Seðlabanki Íslands (2017), „Peningastefna byggð á verðbólgu markmiði: Reynsla á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar“, *Sérít nr. 11*.

3. Kerfisskellirnir eru annars vegar metnir út frá VAR-likani og hins vegar DSGE-likani Seðlabankans (sjá nánari skýringar í Seðlabanki Íslands, 2017). Notast er við privitt VAR-likan sem inniheldur landsframleiðslu og samneyslu (báðar stærðir í hlutfalli við evrusvæðið) og gengi krónu gagnvart evru. Til að bera kennsl á kerfisskellina er gert ráð fyrir því að framboðsskellir hafi langtímaáhrif á allar þrjár stærðirnar, eftirspurnarskellir hafi langtímaáhrif á samneyslu og gengi krónunnar en að nafnskellirnir hafi einungis langtímaáhrif á gengi krónunnar. Í DSGE-likaninu eru nafnskellir samtala skella í alþjóðlegri verðbólgu, innlendra peningastefnu og áhættupóknun í gengi krónunnar, eftirspurnarskellir samtala skella í alþjóðlegri eftirspurn, eftirspurn hins opinbera, smekk innlendra neytenda og fjárfestingartækni og framboðsskellir samtala skella í innlendra og alþjóðlegri verðálagningu og innlendis og alþjóðlegir tækniskellir.

Í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2016/4 var gerð grein fyrir nýju fjárstreymistæki Seðlabankans sem kynnt var til sögunnar í júní 2016. Það felur í sér sérstaka bindingu á hluta nýs innstreymis erlends gjaldreyris sem berst til landsins. Framkvæmd hinnar sérstöku bindiskyldu byggist á lögum um gjaldeyrismál, nr. 87/1992, en lagagrundvöllur hennar felst í bráðabirgðaákvæði III í lögnum. Með reglum nr. 490/2016, um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris, sem tóku gildi 4. júní 2016, var heimild Seðlabankans til að setja á sérstaka bindiskyldu nýtt án þess þó að fullnýta þær heimildir sem lögin veittu.<sup>1</sup> Samkvæmt núgildandi reglum skal binda 40% af nýju innflæði erlends gjaldeyris vegna fjárfestingar í skráðum skuldabréfum og víxlum útgefnum í krónum auk hávaxtainnstæðna, á vaxtalausum reikningi í Seðlabankanum í eitt ár.

### Markmið

Markmiðið með upptöku sérstöku bindiskyldunnar var að draga úr áhættu sem getur fylgt óhóflegu fjármagnsinnstreymi og stuðla að skilvirkari miðlun peningastefnunnar með því að leitast við að tempra innstreymi fjár erlendis frá og að hafa áhrif á samsetningu þess. Bindiskyldan er til þess fallin að draga úr áhættu sem mögulega tengist innstreymi í formi vaxtamunarviðskipta, þ.e. viðskipta sem hafa þann tilgang að reyna að hagnast á vaxtamun á milli Íslands og annarra landa. Innstreymi af þessum toga getur hindrað eðlilega miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn og haft óæskileg áhrif á gengi krónunnar og þannig grafið undan peningalegum og fjármálegum stöðugleika. Með því að binda hluta innstreymis í eitt ár á reikningi sem ber enga vexti er dregið úr ábata viðskiptanna og eru áhrifin því meiri sem fjárfestar horfa til skemmri tíma. Þegar þessi sérstaka bindiskylda var tekin upp var umtalsverður vaxtamunur á milli Íslands og annarra landa og því mikill hvati til vaxtamunarviðskipta. Viðskipti af því tagi jukust til muna í kjölfar kynningar stjórnvalda í júní 2015 á aðgerðaáætlun til losunar fjármagnshafta (mynd 1 og tafla 1). Þetta innstreymi fjár leiddi m.a. til þess að langtímavextir lækkuðu þrátt fyrir aukinn hagvöxt og væntingar um vaxtahækkanir Seðlabankans á þeim tíma.

### Áhrif

Upptaka sérstöku bindiskyldunnar skilaði í meginatriðum tilætludum árangri. Innflæði fjármagns til nýfjárfestingar á innlendum ríkisskuldabréfamarkaði stöðvaðist nánast og heildarinnflæði minnkaði. Innflæði jókst hins vegar í eignir sem ekki falla undir sérstöku bindiskylduna eftir mitt sl. ár, einkum í beina erlenda fjárfestingu. Bindiskyldan hefur að öllum líkindum haft hverfandi áhrif þar á, enda meginhluti aukningarinnar vegna stórra langtímaverkefna sem fyrirhuguð voru áður en hún var tekin upp. Upptaka bindiskyldunnar kann þó að hafa haft einhver áhrif á innflæði á innlendan hlutabréfamarkað sem hefur aukist á þessu ári. Það er þó ekki einhlítt enda er sú fjárfesting eðlísólik fjárfestingu í ríkisskuldabréfum.

Eftir að bindiskyldan var sett á virðist miðlunarferli peningastefnunnar um vaxtafarveginn hafa færst í eðlilegra horf og skiluðu vaxtabreytingar Seðlabankans sér á innlendan ríkisskuldabréfamarkað á ný gagnstætt því sem gerðist t.d. á árinu 2015 (mynd 2).<sup>2</sup> Innflæði á innlendan ríkisskuldabréfamarkað jókst á ný í apríl

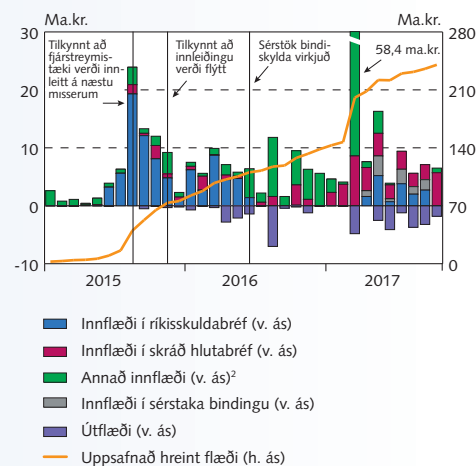
- Reglur nr. 490/2016 tóku breytingum 16. júní 2016, 1. nóvember 2016 og 13. mars 2017.
- Þetta er einnig í samræmi við upplýsingar úr könnunum Seðlabankans meðal markaðsaðila. Samkvæmt könnun hans í nóvember 2015 töldu flestir þeirra lækkun á lengri enda vaxtarófsins þá um sumarið hafa tengst innflæði fjár inn á skuldabréfamarkaðinn. Ástæður lækkunar skuldabréfavaxta í ágúst 2016 töldu flestir þeirra hins vegar tengjast lækkun verðbólguvæntinga og væntingum um lægri vexti Seðlabankans samkvæmt könnun bankans í nóvember í fyrra.

## Rammagrein 2

### Sérstök bindiskylda á innflæði fjármagns

Mynd 1

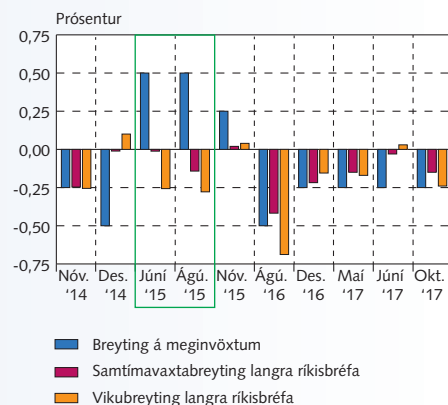
Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar<sup>1</sup>  
Janúar 2015 - október 2017



1. Fjárfesting sem gerð er hér á landi eftir 31. október 2009 fyrir nýtt innstreymi erlends gjaldeyris sem skipt er í innlendan gjaldeyri hjá fjármálaráðgjafi hér á landi. Sjá nánar í lögum nr. 87/1992, um gjaldeyrismál. 2. Annað innflæði í mars 2017 kemur nánast að öllu leyti til vegna kaupna erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

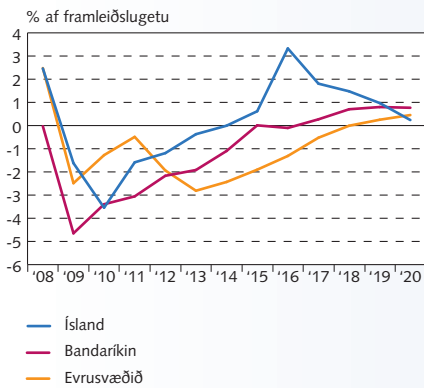
Mynd 2

Áhrif vaxtabreytinga á ávöxtunarkrófu lengri ríkisskuldabréfa



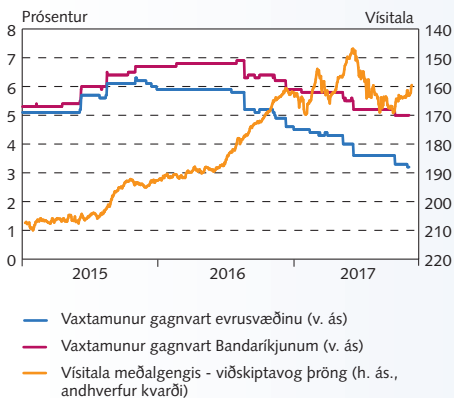
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3  
Framleiðsluspenna 2008-2020<sup>1</sup>



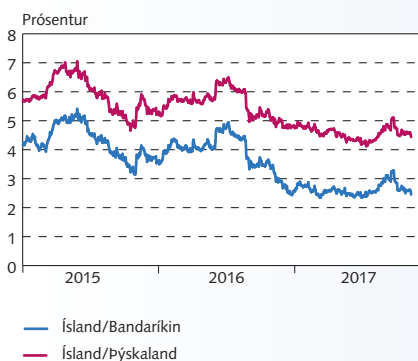
1. Mat Seðlabankans (Peningamál 2017/4) fyrir Ísland en Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (World Economic Outlook, október 2017) fyrir Bandaríkin og evrusvæðið.  
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4  
Skammtíamavxtamunur og gengi krónu<sup>1</sup>  
2. janúar 2015 - 10. nóvember 2017



1. Vaxtamunur miðað við 3 mánaða millibankavexti.  
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5  
Langtíamavxtamunur<sup>1</sup>  
2. janúar 2015 - 10. nóvember 2017



1. Munur á ávöxtunarkröfu 10 ára ríkisskuldabréfa.  
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

sl. eftir að fjármagnshöft höfðu að mestu leyti verið losuð en það hefur verið minna en það var áður en sérstaka bindiskyldan var sett á í júní 2016. Á sama tíma jókst útlæði fjármagns sem hafði áður komið inn sem nýfjárfesting á skuldabréfamarkað og hreint innflæði sem ráðstafað hefur verið í innlend ríkisbréf því einungis numið um 7,4 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum þessa árs. Aukið innflæði virðist a.m.k. enn sem komið er ekki hafa veikt miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn.

### Framtíðarfyrirkomulag

Sérstakri bindiskyldu hefur nú verið beitt í nokkuð á annað ár og er nauðsynlegt að svo verði enn um sinn. Skammur tími er síðan fjármagnshöftum var að mestu aflétt og ekki má tefla árangrinum af vel heppnaðri losun þeirra í tvísýnu. Enn er þörf á peningastefnu hér á landi sem kallar á hærri vexti en í helstu viðskiptalöndum vegna ólíkrar stöðu hagsveiflunnar. Framleiðsluspenna er í íslenskum þjóðarbúskap en slaki í flestum öðrum þróuðum ríkjum (mynd 3) og útlit er fyrir að vextir á helstu gjaldmiðlasvæðum heims verði óvenju lágir um einhverja hríð (sjá nánar í köflum II og III). Því er líklegt að nokkur munur verði á næstu misserum á vöxtum á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum. Við áhrif vaxtamunarins bætist að á undanförunum mánuðum hafa stóru alþjóðlegu matsfyrirtækin þrjú hækkað láns-hæfiseinkunn Íslands en það gerir íslensk ríkisskuldabréf enn fýsilegri kost fyrir erlenda fjárfesta.

Mikil eftirspurn er á heimsvísu eftir eignum sem sameina háa vexti og tiltölulega hóflega áhættu. Íslenski skuldabréfa- og gjaldeyrismarkaðurinn er örsmár í samanburði við eftirspurnina. Því getur ráðstöfun örlítills hlutar alþjóðlegra eignasafna til kaupa á íslenskum áhættulitlum skuldabréfum alvarlega raskað grunnnum gjaldeyris- og skuldabréfamörkuðum hér á landi, truflað miðlun peningastefnunnar og valdið miklum sveiflum í gengi krónunnar líkt og gerðist í aðdraganda fjármálaáfallsins 2008. Líkur á verulegu og sveiflukenndu innflæði fjármagns af þessu tagi eru því nokkrar. Auk þess að geta raskað peningalegum og fjármálaalegum stöðugleika gæti slíkt innflæði torvelað framkvæmd peningastefnunnar um vaxtafarveginn. Reynslan frá árunum fram að falli fjármálakerfisins og setningu fjármagnshafta sýnir að hér er um raunverulega áhættu að ræða.

Munur skammtíam- og langtíamavaxta hér á landi annars vegar og í viðskiptalöndum hins vegar hefur minnkað frá því að sérstaka bindiskyldan var tekin upp (myndir 4 og 5). Það stafar bæði af lækkingu vaxta hér á landi og af vaxtahækkunum erlendis auk þess sem áhættuálag á Ísland hefur lækkað. Rætist spár um minnkandi framleiðsluspennu hér á landi á næstu misserum og að slaki hverfi í helstu viðskiptalöndum (mynd 3) ætti að verða framhald á þessari þróun og um leið styrkjast forsendur þess að unnt verði að draga úr bindiskyldunni.

Mikilvægt er að draga ekki úr sérstöku bindiskyldunni nema í áföngum sem taka tillit til aðstæðna. Yrði dregið úr henni of hratt kynni það að raska stöðugleika og grafa undan virkni peningastefnunnar. Það skiptir einnig máli að ekki er ljóst hver ávinningur þjóðarbúsins af fjárfestingu af því tagi sem sérstaka bindiskyldan hamlar er um þessar mundir. Lánsfjárefntirspurn ríkissjóðs er lítil í sögulegu samhengi og hann þarf því strangt til tekið ekki á þessu lánsfæ að halda. Væri sérstaka bindiskyldan ekki til staðar þyrfti Seðlabankinn væntanlega að halda stærri gjaldeyrisforða en ella til að draga úr áhættu tengdri vaxtamunarinnflæði og mögulegu snögggu útlæði. Því fylgir töluverður kostnaður enda ávöxtun forðans á alþjóðlegum mörkuðum óvenju lág. Á sama tíma er vænt ávöxtun erlendra fjárfesta af kaupum á íslenskum ríkisskuldabréfum ágæt og enn meiri

eftir því sem sveiflur í gengi krónunnar eru minni. Til að draga úr áhættuleiðrættum vaxtamun þyrfti Seðlabankinn því að leyfa auknar gengissveiflur sem um leið eykur áhættu innlendra aðila. Við núverandi aðstæður má því jafnvel færa rök fyrir því að hreinn ávinningur þjóðarbúsins af slíku innflæði sé neikvæður.

Engu að síður er stefnt að því að lækka bindihlutfallið í núll svo fljótt sem aðstæður leyfa og að bindiskyldan verði að jafnaði ekki virk. Hins vegar hefur Seðlabankinn talið mikilvægt að geta gripið til hennar þegar nauðsyn krefur. Sérstaka bindiskyldan yrði því í þriðju víglínu stjórnþækja á eftir hefðbundinni hagstjórn og eindar- og þjóðhagsvarúðarstefnu.

Með hliðsjón af framansögðu er því nauðsynlegt að Seðlabankinn hafi til frambúðar lagalega heimild til þess að beita sérstakri bindiskyldu sem hægt væri að virkja með skömmum fyrirvara til þess að styðja við peningastefnu og þjóðhagsvarúð þegar hætta eykst á óhóflegu fjármagnsinnstreymi tengdu vaxtamunarviðskiptum með tilheyrandi áhættu fyrir innlenda þjóðarbúskap. Til þess að það verði mögulegt eftir að fjármagnshöft hafa verið losuð að fullu þarf að finna bindiskyldunni annan lagalegan grunn en í lögum um gjaldeyrismál, enda er hún fyrst og fremst stjórnþækja á sviði peningastefnu og þjóðhagsvarúðar. Þá þarf að tryggja virkni hennar eftir að afleiðuviðskipti með krónuna í spákaupmennskuskyni hafa verið heimiluð eins og full losun fjármagnshaftra mun fela í sér. Í Seðlabankanum er nú unnið að endurskoðun á tæknilegum grunni sérstöku bindiskyldunnar og undirbúningi tillagna að breytingu á lögum sem varða beitingu hennar.

Tafla 1 Innflæði (útflæði) fjármagns vegna skráðrar (seldrar) nýfjárfestingar (ma.kr.)<sup>1</sup>

Ársfjórðungur	Ríkisskuldabréf	Sérstök binding <sup>2</sup>	Skráð hlutabréf	Óskráð hlutafé <sup>3</sup>	Annað <sup>4</sup>	Samtals
2015:1	0,0 (0,0)		0,0 (0,1)	3,5 (0,0)	1,1 (0,0)	4,6 (0,1)
2015:2	3,2 (0,0)		0,2 (0,0)	1,7 (0,0)	0,4 (0,1)	5,6 (0,1)
2015:3	37,0 (0,3)		2,0 (0,0)	3,9 (0,0)	0,5 (0,1)	43,4 (0,5)
2015:4	13,8 (0,3)		3,6 (0,0)	4,2 (0,0)	1,9 (0,1)	23,5 (0,4)
2016:1	18,5 (0,7)		3,1 (0,0)	1,1 (0,0)	1,1 (0,1)	23,9 (0,9)
2016:2	10,3 (3,8)	0,0 (0,0)	1,5 (0,0)	5,4 (2,1)	2,1 (0,1)	19,3 (6,0)
2016:3	0,1 (7,0)	0,0 (0,0)	3,3 (0,0)	10,6 (0,0)	2,2 (0,0)	16,2 (7,1)
2016:4	0,0 (1,5)	0,1 (0,0)	4,7 (0,0)	12,5 (0,0)	4,1 (0,0)	21,3 (1,6)
2017:1	0,0 (2,4)	0,0 (0,0)	14,6 (2,4)	51,5 (0,0)	1,0 (0,0)	67,2 (4,9)
2017:2	7,4 (4,7)	4,9 (0,0)	10,2 (1,5)	4,6 (0,0)	0,4 (0,5)	22,7 (6,7)
2017:3	8,4 (3,7)	5,6 (0,0)	7,9 (3,5)	0,0 (0,8)	0,0 (0,0)	16,3 (8,1)
Samtals	98,8 (24,5)	10,7 (0,0)	51,2 (7,6)	98,9 (3,0)	15,0 (1,2)	264,0 (36,3)

1. Nýfjárfesting er fjárfesting sem gerð er hér á landi eftir 31. október 2009 fyrir nýtt innstreymi erlends gjaldeyris sem skipt er í innlenda gjaldeyri hjá fjármálfyrirtæki hér á landi. Nýfjárfesting og sala hennar eru háðar tilkynningarskyldu til Seðlabanka Íslands skv. lögum nr. 87/1992 og reglum nr. 200/2017, um gjaldeyrismál. 2. Samkvæmt reglum Seðlabankans nr. 490/2016, með síðari breytingum. 3. Meginhluti nýfjárfestingar í óskráðu hlutafé er bein erlend fjárfesting nema á 1. ársfjórðungi 2017 sem kom nánast að öllu leyti til vegna kaupa erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka. 4. Fjármagnsflæði vegna nýfjárfestingar í fasteignum, innlánam, útlánam, sjóðum og öðrum verðbréfum.

Heimild: Seðlabanki Íslands.



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 verðbólgu spár þar 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.